

2011年3月21日

天虹商场

精细化管理下的连锁扩张

A
买入

002419.SZ - 人民币 46.00

目标价格: 人民币 56.10

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(4)	5	(9)	-
相对新华富时	(6)	6	(8)	-
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	400
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	1,889
3个月日均交易额(人民币 百万)	44
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中航技深圳	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通过有效的平衡差异化和标准化, 公司实现了有效的扩张连锁。精细化的管理、利基市场定位以及有效的复制扩张是公司能够快速成长的推动力。我们给予该股买入的首次评级, 目标价格 56.10 元。

支撑评级的要点

- 公司对于自身特点的清醒认识、对目标市场的准确把握和精细化的内部管理、其异地扩张和区域复制从目前来看是成功的。
- 成功的差异化业态组合模式有效地促进了公司整体规模和盈利能力稳定增长。

评级面临的主要风险

- 由于公司对异地门店尤其是大店销售状况没有有效的披露, 这会对盈利预测的波动产生较大影响。
- 以君尚为品牌进军中高档百货领域, 公司将面临招商和经营体系磨合的过程。

估值

- 我们预测 2011-2013 年扣除非经常性的每股收益约为 1.61、2.24 和 3.01 元。2010-2013 年销售收入复合增长率约为 27.8%, 扣除非经常性净利润复合增长率约为 37.3%。以 25 倍 2012 年市盈率为定价依据, 我们目标价设为 56.10 元, 首次评级为 **买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	8,015	10,113	13,173	16,897	21,091
变动(%)	18	26	30	28	25
净利润(人民币百万)	356	485	652	905	1,214
全面摊薄每股收益(人民币)	0.980	1.293	1.633	2.265	3.036
变动(%)	11.8	33.1	26.3	38.7	34.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.552	1.974	2.065
核心每股收益(人民币)	0.980	1.242	1.612	2.242	3.014
变动(%)	11.8	26.7	29.8	39.1	34.5
全面摊薄市盈率(倍)	46.9	35.6	28.2	20.3	15.2
核心市盈率(倍)	46.9	37.0	28.5	20.5	15.3
每股现金流量(人民币)	3.34	3.70	2.92	4.59	6.17
价格/每股现金流量(倍)	14.1	12.7	16.2	10.3	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.8	17.8	12.4	9.0	6.2
每股股息(人民币)	0.045	0.480	0.400	0.500	0.600
股息率(%)	0.1	1.0	0.8	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资要点.....	3
众星拱月战略.....	5
差异化与标准化的平衡—弹性定制.....	6
公司主营业务.....	8
扩张节奏和展店质量.....	11
试水中高端时尚百货.....	18
相对分权的管理架构.....	19
有效运作的具体策略.....	20
与全国连锁的同业比较.....	22
业绩预测假设和逻辑.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司.....	30

投资要点

积极有效的区域拓展

公司坚持实施“有效益扩张和可持续发展”的原则，优先考虑在经济发达地区，以连锁经营的模式密集布点，以获得区域竞争优势，并逐渐向外辐射、扩大市场份额，成为全国性连锁百货零售企业。公司以开设直营店为主，积极发展并购业务，推进特许经营等模式，确保公司保持较快发展速度。

利基市场的业态模式

公司重点发展以“百货+超市+X”为基础的“社区购物中心”和“城市中心店”两种业态模式，两者相互配合。城市中心店确立商业地位，社区购物中心占领市场份额。公司还将适机发展“君尚”中高端时尚百货，增加未来的利润来源。

双品牌战略

公司以“中高收入的白领阶层”为目标顾客群，实施“天虹”和“君尚”双品牌战略，重点发展“天虹”品牌。公司坚持“差异化+成本领先”的竞争战略，根据不同区域的顾客需求差异确定业态组合、配置商品结构，促进管理流程标准化和服务差异化更好结合，以卓越的运营更快地响应市场需求，建立更紧密的客户关系。

我们总体认为天虹商场是零售行业中精细化管理较为细致的公司，虽然其业态模式介于现代时尚百货和超市之间，且其所处商圈多为次商圈及社区，但是由于其对于自身特点的清醒认识和对目标市场的准确把握，加上其内部精细化的管理，其异地扩张和区域复制从目前来看是较为成功的。

估值与投资评级

从成长性角度分析，我们预计2010-2013年公司经常性净利润年均复合增长率为37%，高于行业平均水平。但是公司目前2011-2012年市盈率较行业溢价3%-11%。我们认为天虹是精细化零售管理的典范，以25倍2012年市盈率为定价依据，我们目标价设为56.10元，首次评级为**买入**。

图表 2. 同业估值

代码	公司	总市值 (人民币 百万)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)			每股收益复合 增长率 10-12E (%)	市销率 (倍)
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
600859.SS	王府井	17,654	1.23	1.60	2.20	34	26	19	34	1.3
600693.SS	东百集团	3,745	0.32	0.41	0.58	34	27	19	35	2.0
600828.SS	成商集团	5,927	0.38	0.54	0.76	43	30	21	41	3.6
600327.SS	大厦股份	6,521	0.42	0.52	0.61	30	24	21	20	1.0
000417.SZ	合肥百货	8,645	0.56	0.67	0.84	32	27	21	23	1.2
600858.SS	银座股份	6,359	0.52	0.65	0.82	43	34	27	26	0.7
000987.SZ	广州友谊	8,838	0.91	1.19	1.52	27	21	16	29	2.5
600694.SS	大商股份	12,689	0.74	1.38	1.73	58	31	25	53	0.5
600729.SS	重庆百货	15,875	1.41	1.62	1.96	30	26	22	18	0.8
600785.SS	新华百货	5,576	1.04	1.20	1.44	26	22	19	18	1.4
600697.SS	欧亚集团	4,669	0.79	1.05	1.37	37	28	21	31	1.0
	行业加权平均					36	27	21	30	1.5
	行业加权平均*					32	26	20	28	1.6
002419.SZ	天虹商场	18,377	1.24	1.61	2.24	37	28	20	37	1.8

*剔除大商股份和银座股份

以上数据已公布 2010 年年报的公司按照披露数据, 其余按照预测值; 股价按照 2011 年 3 月 17 日收盘价

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

风险因素

- 1) 伴随明后年异地主力门店扩张和深圳大体量店的开发, 公司将持续进行资本开支投入, 保守的财务政策下期间费用有可能超出我们预期。
- 2) 由于公司对异地门店尤其是大店销售状况没有有效的披露, 对盈利预测的波动产生较大影响。
- 3) 以君尚为品牌进军中高档百货领域, 公司将面临招商和经营体系磨合的过程。

众星拱月战略

公司根据目标客户群的不同，按照社区购物中心和城市中心店的两种模式经营百货商场，以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额，并以“众星拱月”状布局两类商场。定位准确的差异化业态组合模式有效地促进了公司整体规模和盈利能力稳定增长，确立了公司的市场地位和品牌形象。

公司业务拓展的区域选择以公司已进驻区域为主，根据已开店的经营情况确定新店开设计划，具体为快速发展华南、东南区域市场，稳步拓展华东、华中、北京区域市场，适度关注其他区域市场；区域内以“众星拱月”式架构发展，城市中心店和社区购物中心相互协同，以谋求区域协同效应和规模经济。

我们观察公司开店的历程可以看到，06年前天虹除了在南昌和厦门试水外，其余门店均处于深圳及周边区域。06-08年集中位于珠三角和闽、赣和长沙，在已有门店区域开始辐射多点开店，强化优势。09年开始逐步进入江浙京等区域开疆拓土。而根据我们观察其未来两年新开门店，区域来讲，开始深化闽赣湘市场，在苏州、常州、绍兴、湖州等江浙城市和北京加密，同时成都、青岛逐步开店。这个开店节奏和区域分布是符合公司众星拱月的战略目标的。

而对于此种模式，我们认为，公司应提升中心店定位，实现国际品牌/领导品牌的突破；优化社区购物中心的商品结构，培养新的核心品类；推进品类管理，创新业务模式，丰富商品资源；提高顾客对商品的满意度，最终实现盈利能力的提高。城市中心店作为“众星拱月”中的“月”，必须进一步提升定位，才能提高公司在市场上地位和影响力；以“百货+超市+X”的社区购物中心只有进一步优化商品结构和强化核心品类，才能增强对所在区域顾客的吸引力；推进品类管理和创新业务模式是提高商品采购能力的重要手段。

差异化与标准化的平衡—弹性定制

不管是“连锁”还是“差异”，都无法避开竞争对手和目标顾客这两个核心要素，这是差异化百货连锁的依据和基础。连锁经营和差异化战略的目的，在于创造规模经济和细分市场。公司在详实周密调研项目所处城市商圈目标顾客需求的基础上，发挥公司“百货+超市+X”业态组合的优势，弹性定制业态组合、品类组合和商品配置以及服务提供方式，尽最大可能贴近市场需求。

盯准目标顾客的需求和与竞争对手错位经营，就是差异化连锁百货战略的核心。

- 1) 与竞争对手在定位、业态组合和服务提供方式上的区别。定位的差异在于高中低档的错位；业态组合的差异在于“百货+X₁+...+X_n”中，对X的不同选择；服务方式的差异在于自助为主还是实施个性化的服务，或者是二者相结合。
- 2) 从顾客满意的角度看，一个百货公司的商品、卖场环境、服务人员的内在统一却能体现出与众不同的风格和魅力。其中，商品包括品种（类）、价格和质量的一贯性；卖场环境包括交通的便利性、面积大小的相似性、商品陈列的科学和美观性、装饰风格的一致性等等；服务人员包括其所提供的服务的亲切、便捷和专业程度。这些要素的关键在于相对于竞争对手，要有自己的特色，而且这些特色要让顾客感知到；对于内部管理而言，既要照顾到上述要素的弹性，又要保持内在的统一性。只有这样，才能达到差异化连锁百货经营的目的。概括地说，差异化连锁百货的实施要义在于：要科学地建立起相互匹配的公司组织结构和流程，使其能够很好地通过对不同区域内的顾客和竞争对手的调查分析，识别出百货连锁经营的差异要素，并针对这些要素来确定连锁分店的发展区域、定位和业态组合以及服务提供方法，合理配置商品资源、人力资源和卖场环境资源，制定激励政策，最终实现公司差异化连锁经营的战略目标。

特别是在连锁百货企业跨区域扩张中，弹性定制将非常重要。一般的说，连锁百货公司在进入某个区域后，必须先做出一个样板店，才谈得上在区域内的分店复制问题。区域内的分店复制的关键在于流程的建立和完善。就其与样板店的异同来说，区域内的经济状况、人口数量、习俗、供应链以及地方法规都是相同的，但由于商圈的差异，新店与样板店所面临的竞争对手是有可能不同的，其所面对的客户需求也可能会因商圈的差异而有所侧重。所以，在同一个区域内复制分店的时候，要适当注意定位、业态组合和商品配置中的微调，而在招商采购、存储配送、售后服务、人力资源、财务管理、信息技术、风险管理等方面，只要保持适度的弹性，都可以用统一的流程来规范。样板店的模式一旦成型，区域内分店复制就能够快速进行，而随着市场份额的增大，对供应商的议价能力、对客户的方便程度、对商品的配送成本、对管理成本的降低都会进入一个良性循环。

公司主营业务

天虹根据商圈里的具体情况来确定商场定位和业态组合，再通过顾客能感知的包括商品、卖场环境和服务等因素，将这些定位和业态组合转化成有别于竞争对手的对顾客的吸引力。

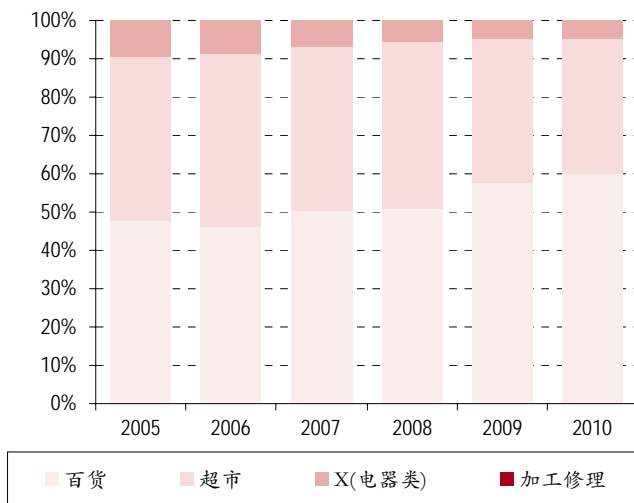
公司主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务，该类顾客群体工作较忙，更需要一站式的购物服务，在百货购物的同时也具有超市购物需求。公司在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式，提高了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用，将超市打造成为可与百货共享顾客群体的精致超市，现营百货店中多数设有大型超市区，面积介乎约1,000平方米至约5,500平方米不等，并根据顾客需求和竞争对手灵活配置“X”部分（如电器、家居、餐饮等）。公司弹性定制的业态组合模式，强化了业态间的协同效应，利于满足顾客的“一站式”购物需求。公司实施业态组合弹性定制的出发点在于顾客需求、竞争对手等因素。根据每一家商场的具体定位和当地实际需求进行调整

1999年开始尝试“百货+超市+X”业态组合模式。截至2009年底，与公司有业务往来的专柜供应商共有3,707家，其中超过588家专柜供应商与公司保持了超过5年的稳定合作关系；与公司有业务往来的自营供应商共有487家，其中超过170家自营供应商与公司保持了超过5年的稳定合作关系。

在定位为社区购物中心门店中，超市的功能主要在于集客，而与其配套的百货则满足社区客流周一至周五的日常需求，其中门店的服务功能性质较传统超市为多，故人力资源的配备也较传统超市多；正因为此天虹超市更多体现在精致超市，以20-45岁白领为目标客层。

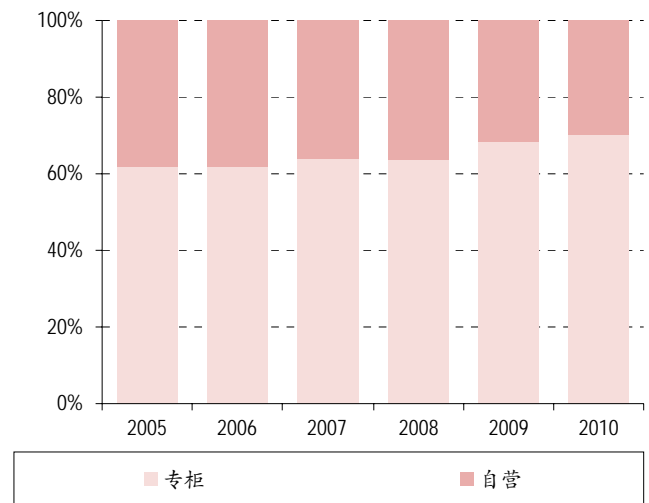
公司主营业务收入各业态营业收入占公司营业收入的比重趋于稳定，基本格局为百货业态占比约55%，超市业态占比约40%，含电器在内的“X”业态占比约5%；百货业务占比最近逐步上升。我们从天虹商场业态分布的面积来看，百货超市和“X”的占比为70:20:10。专柜和自营模式的收入结构也处于稳定状态，专柜模式与自营模式占实现收入占比约为65%:35%。

图表 3. 2005-2010 各业态占销售收入比重



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 4. 2005-2010 专柜与自营占销售收入比重



资料来源：公司资料及中银国际研究

我们从百货品牌来看，公司百货定位处于中等，其深圳区域的百货客单价中值多处于 200-300 元，普遍处于 400 元以下。我们看到，处于相同强势区域的茂业国际 2010 年华南区域客单价 559 元，华强北店客单价 640 元。从简单客单价比较来看，天虹不能被看作现代时尚百货，而应该定位于社区百货之列。

正因为超市业务在公司销售中占有较大比重，进一步强化全国直供、产地直采、自有品牌等业务模式推进对于公司而言意义深远。也正因为此，公司能够较同业更早的投入供应链管理并完成公司客户管理体系的全面建立。

天虹的毛利率比较高和管理有较大的关系，因为天虹是采取“百货+超市+X”的模式，百货品牌上是以中略偏高的品牌为主，相应毛利率比中高端现代百货要高一些。其次天虹采取密集布点的方式，在优势地区与供应商的谈判能力比较强。第三，因为超市与百货融为一体，超市采取精致超市，用较少的面积经营较多的品类，这也是非常重要的因素。在精选品类的时候对于毛利率的控制也有了一定的空间，相应导致无论是超市还是百货的毛利率都要高一些。但是我们看到公司百货业务毛利率水平随着异地扩张速度加快而逐步下降，而超市和家电业务毛利率在缓慢上升，并与百货毛利率逐步趋同。由于公司在 2010 年将家居类从百货业务调整至“X”类别，所以我们看到，“X”类毛利率大幅上升而百货下降较快。

公司的经营模式稳定且具有可复制性，相应能保持较高的毛利率。

图表 5. 2005-2010 各业态毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 6. 2005-2010 专柜与自营毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

尽管跨区域发展过程中，公司的市场影响力有所渗透、连锁经营模式能够提高一定的运营效率，但由于百货业态的个性化，导致百货零售市场区域间差异较大，公司在新市场进入初期对百货商品供应商的议价能力较深圳地区有差距，且需要以让利消费者为手段之一打造市场影响力，故异地店开业初期毛利率处于相对深圳市场较低的状态，从而公司百货业态总体毛利率略有下降。随着公司在外埠市场的影响力逐步提升，公司毛利率将能够呈现回升的趋势。

公司于 2000 年首次推出天虹 VIP 卡，使用 VIP 卡的顾客在天虹商场购物时可享受折让优惠或积分优惠。2004 年，公司推出 VIP 金卡，进一步对 VIP 顾客进行细分。通过构建亲密的顾客关系，有效提高了顾客对公司品牌和服务的认知度，扩大了市场份额。截至 2009 年 12 月 31 日止，公司的 VIP 顾客达 176 万人，顾客忠诚度的不断提高，为公司带来了市场份额的持续增长和获利能力的持续提升。

我们预期随着公司异地扩张步伐变化，我们需要关注新增门店所处区域以及异地门店扩张节奏，总体来说随着新开门店经营面积占比下降以及公司在强势区域不断加密，毛利率会逐步稳定并缓幅回升。

扩张节奏和展店质量

公司在 2002-2010 年期间，在公司门店数形成一定规模后，07 年公司新开门店增速达到相对高点，2008 年净增门店数最少，而 2009 和 2010 年开始逐步恢复。我们认为，这和公司扩张节奏有一定的关系，在 07 年及 07 年前，深圳本地门店占比相对较高，28 家门店中有 18 家门店是深圳门店，异地门店 10 家，其中有 5 家为 06-07 两年开设。而异地门店又多集中于厦门，东莞和南昌。08 年末开始公司加快了异地门店开设数量。同时自 06 年开始单店店均面积逐步扩大，2010 年底直营门店 40 家，店均面积达到 23,600 余平米。

公司目前新签约但是未开业门店约为 20 家左右，主要集中于今明两年开业。新签租约的租期多为 20 年左右，前期租约的租期多为 15 年，未来 3 年内到期的合约尚无，而集中于未来 5 年后到期。在未来扩张策略中仍然以租赁形式为主，同时将适度采取自购物业为辅的操作方式，以此抵御商业物业租金的上涨压力，公司希望以年均 1 家速度购置自有物业。目前自有物业 3 个，在建 1 个。

图表 7. 2002-2010 年天虹商场门店数和经营面积

(平方米)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年末门店数	5	9	12	16	21	28	30	35	40
当年净增门店数		4	3	4	5	7	2	5	5
年末营业面积	85,480	189,197	264,510	357,203	439,795	609,420	669,781	786,199	930,239
增长率 (%)		121.3	39.8	35.0	23.1	38.6	9.9	17.4	23.2
单店平均经营面积	17,096	21,022	22,043	22,325	20,943	21,765	22,326	22,463	23,256

注：深南天虹所处物业于 2008 年 7 月拆除，在原址建设地标建筑“中航广场”，深南天虹商场亦于 2008 年 6 月关闭。
 资料来源：公司资料，中银国际研究

2010 年公司净增 6 家门店，营业面积增长 23.2%，达到 97 万平米。其中经营已满六年的天虹购物广场升级调整改造为首家中高端定位的君尚百货于 2010 年 11 月 25 日正式开业。而 2011 年新开门店主要包括溧阳天虹，苏州木渎天虹和泉州天虹等。若一切顺利，坐落于深圳市华强北商圈的中航广场君尚百货也可能于 2012 年底开业。公司预期未来 3 年内开店数量将达到年均 8-10 家门店，且店均营业面积在 2 万平米以上，且深圳区域预计年均新增 2 家门店。这其中不排除采取购并的方式。另外根据公告我们可以看到 2011 年后尚有 11 个门店项目储备，其中包括总部裙楼的君尚百货第 3 店。

从区域战略来看，按照天虹商场的战略布局，华南、中南地区是公司快速发展的区域，开店速度和盈利能力较强，新店培育期也会较短；华北、华东等环渤海湾地区，是公司稳步发展的区域；中西部地区，则是公司待机进入的地区。近期计划投资的青岛项目就是要打开在环渤海湾地区的局面，公司将在山东、河北、天津等地区不断增加投资项目；公司将借助成都项目开拓中西部市场。

公司在进入的区域选择来看，对所选区域人口密度多选择于100万以上人口，且核心商圈日均流不低于15万人。以经济发达地区为选择重心。公司对所有处于培育期的亏损店有完整的培养计划。公司的选址要素主要取决于：城市经济发展水平、商业规划；行业竞争激烈程度、是否能跟对手做出差异；消费者的购物心理和行为习惯；供应链的整合效果等。

由于区域间的差异，跨区域发展是比较困难的。公司进入新区域的第一家商场的培育期相对较长，但只要第一家商场站住脚，公司将快速开出第二、第三商场，公司的管理成本、对供应商的议价能力、市场知名度等逐渐加强，新商场的市场培育期将越来越短。

我们根据公司披露的异地门店的信息可以看出，公司异地拓展相对稳健，在异地首家门店逐步实现营业利润的盈亏平衡或者盈利后公司才继续在此区域加密，而多门店的运作又相应带动既有门店的收入和利润提升，形成规模效应。公司已在珠三角地区确立了优势地位，成功进入了福建和江西市场，并开始了长三角和华北地区的投入。华中区域尤其是南昌店正在逐步走出经营困境，南昌中山店2010年开始赢利，根据公司披露的信息，2010年前9个月南昌天虹实现营业收入3.6亿元，净利润546.56万元，而去年全年为亏损1190万元。城市中心店一旦进入赢利区，将会对公司的总体效益贡献很大。公司嘉兴店已经赢利，处于培育期的苏州店成长良好。福州、南昌中山、红谷，惠州惠阳和东莞长安2010年均实现盈利，但是我们认为公司新进入区域如华东和华北门店经营状况仍然需要进一步改善。

图表 8. 2005-2009 年天虹商场异地门店经营状况

(人民币, 百万元)	2005		2006		2007		2008		2009	
	销售收入	营业利润	销售收入	营业利润	销售收入	营业利润	销售收入	营业利润	销售收入	营业利润
厦门汇腾天虹	176.69	7.31	276.27	28.62	329.60	34.93	410.15	48.68	409.51	51.06
福州天虹			8.67	(6.14)	137.32	(5.10)	160.70	(14.82)	193.24	(9.75)
厦门大西洋天虹			12.39	(2.57)	180.60	4.51	275.12	22.17	305.24	27.17
惠州天虹	32.28	(1.12)	94.44	(3.56)	128.73	(0.97)	169.77	5.05	186.65	9.37
惠州惠阳天虹									26.38	(4.60)
南昌江大天虹	66.27	(3.93)	82.58	(1.14)	100.72	4.36	115.69	8.45	114.70	5.87
南昌中山路天虹					55.45	(24.72)	186.69	(13.81)	231.56	(10.58)
南昌红谷天虹									28.73	(2.28)
长沙芙蓉天虹							10.13	(9.99)	111.32	(18.24)
嘉兴天虹			7.81	(13.21)	40.99	(15.43)	53.83	(15.08)	84.23	(4.12)
杭州萧山天虹									5.37	(3.76)
苏州金鸡湖天虹									141.45	(30.45)
北京国贸天虹									228.64	8.48
北京宣武天虹									111.20	(33.65)

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

从店龄结构来看, 我们以各门店经营面积为权重, 截至 2011 年 1 月公司 42 家门店平均店龄 3.8 年, 其中深圳区域门店 21 家, 平均店龄 4.8 年, 异地区域门店 21 家, 平均店龄 2.9 年。根据百货门店培育期的大体规律来看, 异地门店也逐步进入了盈亏平衡期, 所以我们预计异地门店的扭亏为盈将在近两年内拉动公司业绩出现较好的表现。

图表 9. 2005-2009 年天虹商场深圳门店和异地门店销售和营业利润 (人民币, 百万元)

门店销售	2005	2006	2007	2008	2009
深圳	2,770	3,477	4,281	5,048	5,585
占比(%)	88	84	78	74	70
异地	377	666	1,228	1,777	2,409
营业利润					
深圳	231	337	368	478	541
占比(%)	99	98	99	90	99
异地	2	6	5	53	3

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

从收入占比上来看, 深圳门店的占比逐步下降, 但是从营业利润占比来看, 深圳门店仍然占比较大, 异地门店由于近年来新开门店占比较大, 且异地新门店规模效应尚未显现, 培育周期较长, 所以营业利润贡献较小。08 年异地营业利润的大幅上升, 主要因素在于厦门汇腾和大西洋天虹的营业利润大幅上升和南昌 2 两家天虹的业绩改善。但是 09 年异地营业利润的下滑主要是因为新开门店亏损对于利润的侵蚀作用, 尤其是苏州金鸡湖天虹和北京宣武天虹 09 年合计亏损 6,400 万元。所以异地新门店的改善以及扩店节奏和质量对于天虹当期业绩以及未来业绩的影响非常敏感。

虽然我们无法对天虹多达 40 余家分门店数据进行跟踪,但是由于公司损益表中的母公司报表反映的是深圳区域门店损益状况,故以合并报表损益表与母公司报表损益表息税前利润 (EBIT) 差额来反映异地门店经营变化,以及结合公司新增门店的区域,开店节奏来考察业绩趋势是非常有帮助的。

图表 10 2005-2010 年天虹商场深圳门店和异地门店息税前利润变化 (人民币百万元)

母公司当期损益表	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1H09	3Q09	4Q09	2H09	1H10	3Q10	4Q10	2H10
息税前利润	195.1	255.3	307.3	356.2	464.2	570.2	235.5	99.6	129.1	228.7	285.9	143.2	141.1	284.3
同比变动(%)		30.8	20.4	15.9	30.3	22.8					21.4	43.8	9.3	24.3
息税前利润率(%)	6.9	7.2	7.0	6.9	8.1	8.5	8.5	7.7	7.6	7.7	8.7	9.2	7.5	8.3
合并报表息税前利润	194.1	251.8	308.0	385.2	463.7	616.4	239.2	78.5	146.0	224.4	306.2	133.3	176.9	310.2
异地门店息税前利润	(0.97)	(3.45)	0.76	28.95	(0.53)	46.2	3.74	(21.09)	16.83	(4.26)	20.28	(9.89)	35.8	25.9

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

我们可以看到, 异地门店息税前利润变化最显著的是在 08 年和 2010 年, 和汇总后的异地营业利润变化趋势一致。而 2010 年较 2009 年净利润增长 37.4%, 正是因为异地门店大幅减亏所致。2010 年公司实现可比店营业收入累计同比增长 17.5%, 其代表深圳门店的母公司报表中营业利润累计同比增长 22.8%, 而合并报表的营业利润累计同比增长 32.9%。

图表 11.2005-2010 年天虹商场息税前利润、息税折旧前利润以及净利率变化 (人民币, 百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
息税前利润	194.1	251.8	308	385.2	463.7	616.4
增长(%)		29.70	22.30	25.00	20.40	32.9
息税折旧前利润	243	303	419	527	621	808
息税折旧前利润率 (%)	8.70	8.50	7.70	7.80	7.80	7.94
净利率(%)	5.80	5.90	4.10	4.40	4.20	4.58

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

我们可以对比母公司损益表和合并报表中的息税前利润率可以看到, 07 年由于新开门店较多 (包括异地和深圳), 息税前利润率开始下降, 而 08 年 6 月由于利润贡献较大的深南天虹的关店, 导致 08 年深圳区域的息税前利润率下滑, 而合并报表则出现缓慢上升。09 年异地门店的大幅扩张是合并报表息税前利润率和母公司报表拉开差距的重要原因, 2010 年主要因为异地门店扭亏为盈导致息税前利润率回升。

我们观察了以下同店增长数据：

图表 12.各店龄层门店同店增速

分年度门店增速(%)	06vs05	07vs06	08vs07	09vs08
2002年开业	18.47	1.51	5.10	4.54
2003年开业	39.54	24.65	17.42	7.22
2004年开业	32.53	31.01	25.64	8.83
2005年开业		21.50	16.80	5.06
2006年开业			21.30	12.27
2007年开业				22.48

资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 13.各期间门店同店增长变化(不含深南天虹)

下列日期前开业	2006	2007	2008	2009	2010
门店销售增长(%)					
2004-1-1	28.8	13.8	12.2	6.2	
2005-1-1	29.5	17.2	15.3	6.8	
2006-1-1	32.4	18.1	15.6	6.5	
2007-1-1	37.1	25.4	16.5	7.5	
2008-1-1	37.6	37.8	31.6	12.4	
2009-1-1	37.6	37.8	32.3	17.0	17.5

资料来源：公司资料及中银国际研究

同样我们根据公司披露口径分区域进行了同店增长的计算。

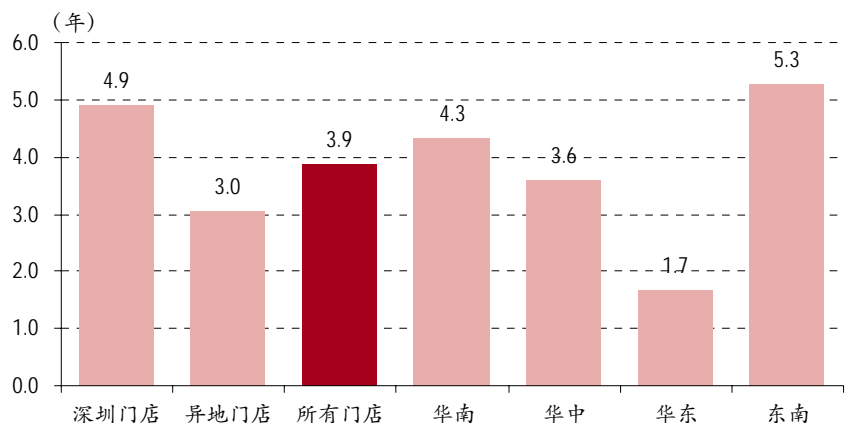
图表 14. 2006-2010 年天虹商场各区域门店可比门店营业收入增长率

可比门店增长(%)	2006	2007	2008	2009	2010
华南(含深南天虹)	21.1	15.0	7.4	4.8	
华南(不含深南天虹)	26.9	17.8	15.7	10.1	15.2
华中	24.6	22.0	14.9	12.8	31.6
华东			31.3	56.5	23.4
东南	56.4	19.3	22.3	7.3	25.1

资料来源：公司资料,中银国际研究

注：2010年数据为公司所披露。该处同店增长为可比门店,举例来说2010年可比门店为2009年1月1日之前开业的门店。

图表 15. 目前为止各区域平均店龄



资料来源：公司数据，中银国际研究

注：店龄以各门店面积为权重加权。

我们可以看到，华东区域店龄最年轻，其次为华中区域，东南最老化。我们可以看到东南店由于最近并未新开门店，其可比门店销售增速衰减较快，但是值得注意的是由于福州门店已经进入盈利，在福建区域新开门店是必然，泉州店将于2011年年中开业，这也会降低该区域的平均店龄以及提升未来的可比门店增速。华南区域虽然已经平均店龄在4.3年，但是仍然保持双位数增速，已属不易。尤其是2010年新开的4家门店均为较大体量的门店，整体拉低了平均店龄，我们预期作为公司强势区域所在，这些新门店对公司未来2年左右的同店增速将起到较大拉升作用，使得华南区域同店增速仍然保持10%以上。而华中区域来看公司较为谨慎，07-09年各开1家门店，我们认为最主要的原因在于南昌中山天虹和长沙芙蓉天虹持续亏损。根据公司一向的风格我们认为随着南昌3家天虹均盈利，江西区域天虹的扩张步伐会加快。而湖南区域短期则不会新开门店而等待长沙芙蓉的盈利。2010年华中区域的可比门店增速高达32%应该主要源于南昌中山天虹和长沙芙蓉天虹销售增长。华东区域2009-2010年新开3家门店导致其店龄年轻。而可比门店23.4%的增速只是萧山天虹1家的表现（因为2010年可比门店是指09年元旦前开业的门店）。苏南和浙北将是天虹华东区域的重心，但是我们认为这些区域的培育周期会较天虹在华南和华中地区长，虽然苏州金鸡湖店经营状况喜人，但是我们并不认为该店能够在今年实现盈亏平衡，而有可能在2012年实现微盈。而公司在木渎、苏州新区各开1家门店表明了公司对苏州地区的重视，江苏溧阳、浙江湖州以及绍兴柯桥店是公司逐步在该区域织网的节点城市。而华东店网的核心节点仍然是苏州和杭州。

根据我们测算，09年1月1日前开设的门店在2010年实现的营业收入约为90.05亿元（计入2010年改为君尚百货的天虹购物广场经营的8个月的收入），占当年天虹全部营业收入（剔除特许经营收入）101.52亿元的88.7%。而09年和2010年开业的10家门店于2010年实现营业收入则为11.47亿元（含君尚百货1个月6天的销售），而09年开业的5家门店09年实现营业收入3.13亿元，由于2010年新开的5家门店多于下半年开业，故我们认为09年新开门店在2010年实现的收入增长很可能超过150%。

公司认为连锁商场的培育期在 3-4 年；培育期过后，店面将进入 5-7 年的快速成长期，盈利能力增速很快；之后，百货连锁店会进入为期十年的成熟期，根据当地的经济的发展，保持每年 2%左右的增速。

我们可以看到，目前天虹所有门店的平均店龄恰恰在 4 年左右。目前天虹拥有 42 家自有门店，若按照年均 8-10 家门店开店速度，今年将新增 20%左右的门店数，如果我们按照以往店均面积不变以及新开门店年中开业的假设，则新增门店面积约为 20%，而门店平均店龄上升到 4.16 年。如果需要保持平均店龄 4 年不变则需要新增 25%左右的面积，意味着新店单店面积增长。

按照这样的判断我们认为，2011-2013 年公司平均店龄正处于公司认为的高速增长期，也就是说门店生命周期恰逢成长期。

如何缩短培育期关键是选址和经营能力的提升。新进地区店面的培育期在 4 年左右，然而在公司立足已稳的成熟地区，培育期将大大缩短。我们其实从 2010 年年报中已经能够看到。

试水中高端时尚百货

打造中高端门店君尚百货，也是天虹上市后的一项重要尝试。君尚百货定位中高端客户，打破了超市单纯追求客流量的传统，而是把客单价作为主要经营目标。天虹商场现在活跃的VIP客户已经超过200万。按照规划，公司判断，“君尚”店将能够满足中产阶级中的升级消费需求。坚持“机会式发展君尚”的思路，君尚百货不会大规模布点，而是在中心城市选择发展1-2家。我们能够预期到的君尚新店主要是深圳中航广场店和总部裙楼店。

开业6年多的天虹购物广场闭店升级并于2010年11月25日推出君尚百货第一家门店。此次升级调整改造斥资8,700余万元。从目前的经营情况看，日流水与原天虹店基本相当，客单价大幅上升，但是由此我们可以推算出客流量下降也较大，这是门店转型必然经历的阶段，但是如何有效的形成集客功能，缩短转型期是公司不得不面对的问题。综合扣点率并没有下降。该门店的租金条款中有销售额分成的要求，因此公司不会为追求销售而做活动搞促销。天虹和君尚会员卡的申办起点分别是当日消费满800元和3,000元。天虹会员中VIP自动转为君尚会员。我们实地调研的感受：1)单个专柜面积明显扩大（很可能拖累坪销），一层化妆品区域尤其明显。2)高端品牌资源不足，品牌档次提升空间大。君尚百货虽然已汇聚兰蔻、迪奥、SK-II、资生堂、娇兰、碧欧泉、欧舒丹、安娜苏、Make up for ever等国际化妆品牌，及玉兰油、欧珀莱、欧莱雅、羽西、ZA、美宝莲等众多国内知名化妆品牌。一线品牌雅诗兰黛、CLINIQUE、HR、sisley尚缺席。3)君尚所有推广选场单DM系统完全区别于天虹系列。4)男装、珠宝和家纺品类的品牌尚需和君尚定位契合。

我们认为君尚百货的招商体系和客层完全异于天虹商场既有渠道和客群，但是由于天虹招商品牌和君尚品牌仍然存在一定的差距，所以短期来看，对君尚的经营和复制还需观察，我们不认为君尚短期对公司形成有效的贡献。如何有效的驾驭新品牌，是一向稳健著称的天虹管理层需要认真思考的。

相对分权的管理架构

目前公司总体管理架构是以区域经营为重心的,自09年开始先前以城市为经营单元逐步集合到区域,在异地门店筹备过程中,公司成立项目小组,以区域商品部为主,总部利用自身招商资源加以协助,完成招商任务是以项目小组为谈判主体的。而在成熟门店的调整上,仍然是以区域为主,根据调整项目的具体状况,成立相应的项目小组,门店对品牌调整具有建议权,但是决定权仍然在区域总部,区域总部的商品部负责招商方案的设定和推进以及监督年度计划的完成。总体来看,天虹的区域总部在整个体系中的枢纽作用不容忽视,这也是为了协调集团总部集权和门店分权之间的平衡做出的必然选择,而营采分离在运营体系中处于核心作用。

对于门店经营团队的绩效考核以经营能力和管理能力并重,体现于财务指标上以收入和利润为核心,强调过程管理,以月为单位量化考核。

有效运作的具体策略

公司进行有效率运作和扩张对应的4项具体策略如下：

1. 整合内外资源，实现规模效应

横向整合跨区域商品资源。公司将总部与区域的招标采购业务分离，成立总部和区域商品中心，分工协作，建立动态分级管理体系，总部商品中心负责协调全国商品资源分配，自有品牌、直采、直供、代理等业务模式创新由总部统一领导。公司调配资源最主要的方式是与供应商建立战略合作伙伴关系，以确保公司重点区域的商品资源。

纵向整合，向供应链上下游延伸。向供应商方向延伸，就是要大力推广联合生意计划，利用双方资源在营销、采购、服务等层面建立全面协作。另外，将商场看成客户推广，以销促采。

整合卖场资源。主要体现在陈列、位置和促销等方面，其关键是消除营运部门和采购部门的壁垒。通过完善流程和标准，实现资源配置的优化。通过成立跨部门组织，管理品类布局，尽可能消除部门间壁垒。

知识管理。总部通过优化采购流程、拟订经营策略、组织跨地区的交流等途径实现共享。

2. 提高业务效率，满足顾客需求

通过适当授权和按照品类分工，实现部门内的扁平化，缩短决策链条，加快市场反应速度。统一管理和优化流程与标准，培养采购人员的专业能力，以提高采购工作的效率。

3. 拓展供应渠道，适应发展需要。

只有丰富的商品资源和供应商资源，才能满足公司扩张的需要。公司差异化连锁百货战略的实施，要求有差异化的商品资源作为保证。对于主动上门来的商品引进，需要提高速度和有效性，同时采购人员需要走出去了解顾客和商品供应情况，主动开发更为适合的商品和供应渠道。

4. 创新业务模式，增加公司利润

推进品类管理，提高经营水平。品类管理的核心是根据顾客需求划分类别，也就是站在客户的角度来看待商品，通过品类建立“顾客-商场-采购-营销-供应商”的联系，从而进一步优化公司的流程和组织结构。品类管理过程也是建立品类战略和执行品类战略的过程。

加大对新业务培养力度，开拓新商业机会。在百货方面，公司通过执行联合生意计划，实现全国协同品牌的业绩增长，并持续扩大供应商资源的全国性合作；可以考虑自有品牌、自营集合店、统装柜、代理等多种经营方式。在超市方面，进一步强化全国直供、产地直采、自有品牌等业务模式推进。不断完善商品配送体系，以支持各区域门店的集中采购和配送。

5. 不断提升资源的获取能力和经营业务能力

通过制定动态人力资源规划，实施系统的员工培训计划和关键人才储备培养计划，拓展外部招聘渠道来获得发展所需的人力资源。

同时我们看到，公司与关联公司——中航地产以及股东方莱蒙国际建立了战略合作伙伴关系，根据莱蒙国际招募说明书我们可以看到，天虹商场未来可能会在常州、东莞、余杭、深圳龙华龙岗等地与莱蒙国际有物业合作的机会。

公司也在积极发展电子商务，2010年3月网上天虹升级版开始试运行。有效绑定线下会员体系和线上商城平台，调整和探讨物流体系的配合。

与全国连锁的同业比较

我们将天虹商场和形成初具规模的全国连锁零售商王府井、百盛以及金鹰大体做一比较，天虹和其他3家公司的业态上的差异也表现在财务数据上。这里需要说明的是，百盛和天虹是2010年全年数据，而王府井和金鹰因为尚未公告2010年报，故为2010半年度数据。

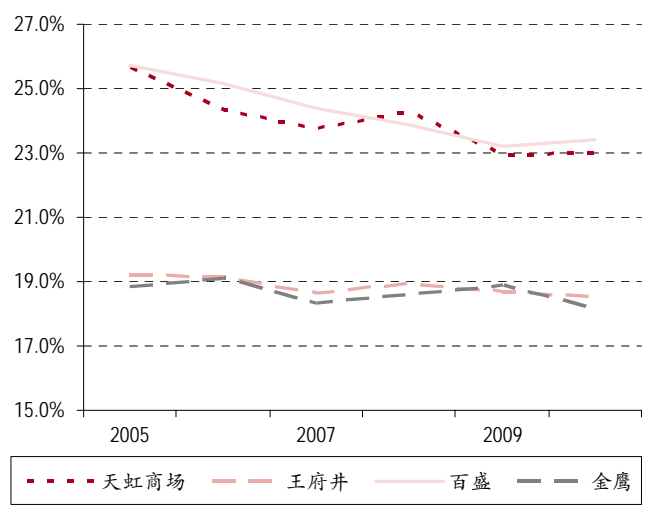
我们首先看4家公司的商品毛利率和综合毛利率。我们可以看到天虹商场商品毛利率高于其他3家现代时尚百货，而综合毛利率与百盛基本持平，但是也大大高于王府井和金鹰。我们认为天虹商场作为社区百货的典范，其商品组合相对较时尚百货低，而相对于商品品牌的侃价能力就较高。

图表 16.2005-1H10 各公司商品毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

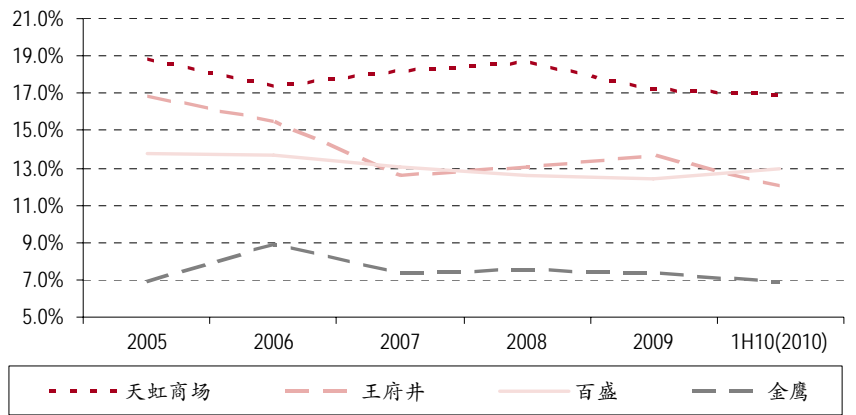
图表 17.2005-1H10 各公司综合毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

其次我们观察费用率状况，因为A股上市公司并未将费用分拆，所以我们根据王府井以及2005-2008年天虹现金流量表中披露的租赁费、折旧摊销以及支付给职工以及为职工支付的现金来代替租赁费、折旧摊销费和员工费用。2009-2010年天虹披露了费用细节，故我们直接采用所披露数据。从总体费用率来看，金鹰的管理和销售费用率远低于其他3家公司，而天虹最高。但是天虹总体经营和管理费用率处于持续下降中，这也是天虹利润增速快于销售增速的推手，显现其规模效应带来的影响。

图表 18. 2005-1H10(2010)各公司管理和销售费用率变化



资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

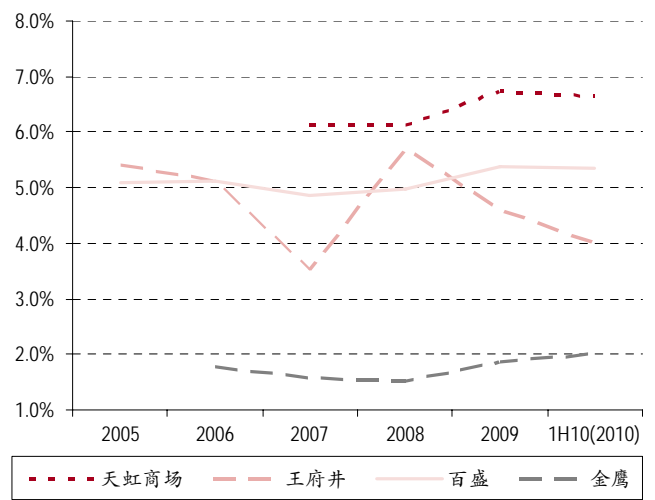
这和天虹的业态有一定的关联，由于天虹租赁物业为主，租金的占比明显高于同业，而将租金折旧和摊销加总后销售占比来看天虹商场也是4家公司中最高的。我们认为这也和天虹业态导致的单店平均销售收入低于其他3家时尚百货有关。而虽然天虹所处的商圈之商业地产租金价格要低于主力商圈，但是相对而言的物业成本占比不低。从某种意义上来说，天虹商场的租赁模式同样受到租金上涨的压力挑战，虽然和关联方结成战略联盟，但是我们认为相对市场化的租约水平仍然要求天虹必须提高单店销售才能有效的抵抗租金上升的压力。

图表 19. 2005-1H10 各公司人员费用率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

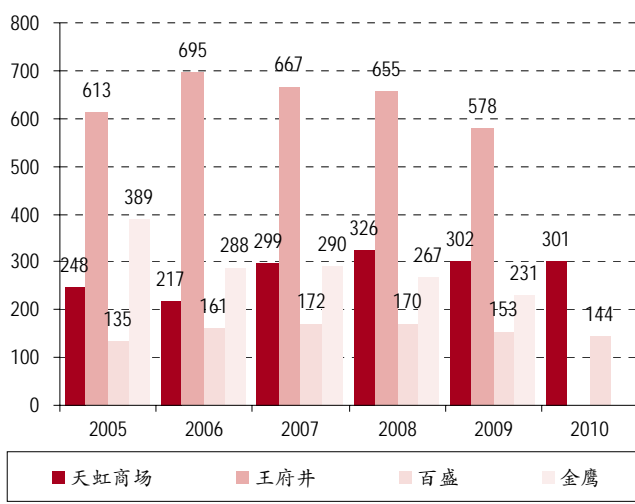
图表 20. 2005-1H10 各公司租金折旧摊销占销售收入变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

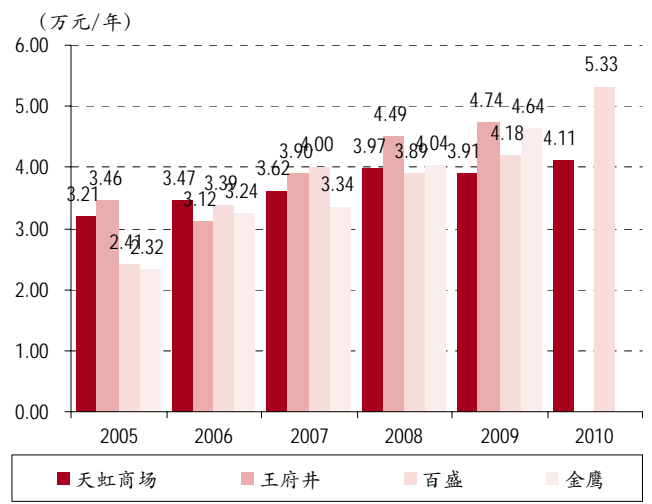
从人员费用角度来看，天虹的人员费用率与3家时尚百货相比仍然是较高的。再看看各公司店均人数，王府井远高于同业，主要原因是国有体制下沉淀的冗员较多，而天虹自07年后店均人数超过金鹰，这意味着天虹在快速扩张过程中加大了人员积累，也许和超市业态占相当比例相关联。有意思的是09年各公司店均人数均开始下降，我们认为这和国内行业性扩张加快有关，展店速度加快，我们预测2010年随着各公司持续保持扩张速度，店均人数将进一步下降。从09年员工年人均费用来看，王府井最高，天虹最低。但是我们认为4家公司中百盛可能成为2010年人均费用最高的百货公司。

图表 21. 2005-2010 各公司店均人数



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 22. 2005-2010 各公司员工人均费用变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

所以综合来看，天虹虽然在商品毛利率和综合毛利率上领先于同业，但是其租赁折旧和摊销费用率以及人员费用率均高于同业，这侵蚀了天虹的营运利润率（营业综合毛利率减去管理费用和销售费用率）。金鹰09年营业利润率高达11.5%，百盛2010年营业利润率是10.4%。而天虹09年只有5.8%，2010年恢复到6.1%，但是也远高于很多A股上市公司的水平。

从某种程度来看，天虹商场单店平效是较时尚百货低的，这也直接导致了其费用率较高，而社区百货的平效相对较低会对展店速度上提出较高的要求，以此来保证销售收入的提升并在此基础上实现规模效应降低费用率。所以我们对天虹展店速度高于时尚百货是能够理解的。而能否继续降低费用率，提高运作效率，我们是有所担心的，首先因为其人员费用率虽然在下降，但是人均年费用并不高，下降的空间还有多大值得商榷；其次租赁为主模式在租金上涨的背景下将承受较大的压力，故天虹管理层也清醒的意识到了这点开始了自购物业的战略步伐。归根结蒂，我们期待更多的是规模效应的体现以及更多的是单店平效的提升。

业绩预测假设和逻辑

我们首先对销售收入进行预测，基本逻辑如下：

- 09年1月1日前开业的门店在2010年同店增长及以往年份的销售数据均进行了披露。我们据此计算出05年度开始新开业门店当年及随后数年的平效（当年按照开业时间进行年化加权处理），并依此规律对09年后开业的门店当年及随后数年的平效进行了预测。2011-2013年均假设年中开业（即当年开业运营半年）。

图表 23. 2005-2013 年天虹商场各年新开业门店平效计算及假设

开业年份 (万元/平方米)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
开业当年平销	0.80	0.52	0.69	0.64	0.48	0.64	0.66	0.68	0.71
次年度平销	0.67	0.61	0.73	0.65	0.59	0.73	0.70	0.71	0.75
第3年平销	0.81	0.74	0.89		0.72	0.89	0.85	0.88	0.93
第4年平销	0.95	0.83			0.81	1.00	0.94	0.97	1.03

资料来源：公司资料,中银国际研究

注：浅色区域为按照实际已披露数据计算得出，深色区域为推断假设。

- 我们对各年度的公司新开门店经营面积也进行了假设，我们假设了新开门店店均面积和当年新开门店数，以此计算出当年新增经营面积。

图表 24. 2005-2013 年天虹商场各年新开业门店数及经营面积假设

(万元/平方米)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
运营门店数	16	21	28	30	35	40	49	57	66
年末经营面积	357,203	439,795	609,420	669,781	786,199	930,239	1,198,704	1,430,704	1,700,704
增长率(%)	35.0	23.1	38.6	9.9	17.4	18.3	28.9	19.4	18.9
单店面积	22,325	20,943	21,765	22,326	22,463	23,256	24,463	25,100	25,768
增长率(%)	1	(6)	4	3	1	4	5	3	3
新开门店数	4	5	7	2	5	5	9	8	9
当年新店平均单店面积	23,173	16,518	24,232	30,180	23,284	28,808	28,808	29,000	30,000

资料来源：公司资料,中银国际研究

- 在此同时我们假设了09年1月1日前开业的门店未来数年的同店增长。

图表 25. 2009 年 1 月 1 日前开业门店销售增长

(%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
2009 年 1 月 1 日前开业门店销售增长	17.0	17.5	15.0	16.0	13.0

资料来源：公司资料,中银国际研究

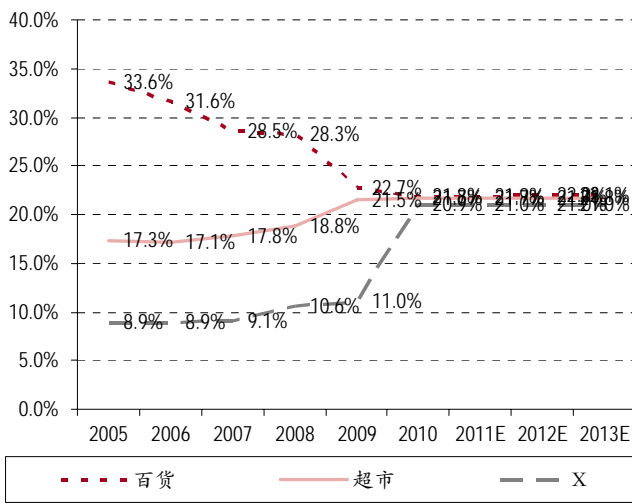
4. 根据上述数据和假设我们计算出 2011-2013 年各年度的销售收入状况。

图表 26. 2009 年 1 月 1 日前及 2009—2013 年开业门店营业收入

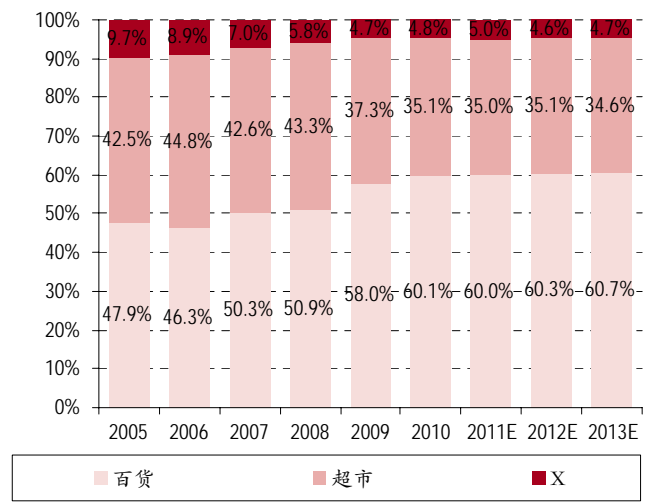
(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
2009 年前开业门店	7,665	9,005	10,356	12,013	13,575
2009 年开业	313	814	997	1,120	1,378
2010 年开业		355	1,045	1,280	1,437
2011 年开业			855	1,803	2,208
2012 年开业				785	1,656
2013 年开业					965
合计	7,978	10,174	13,253	17,000	21,218
增长率(%)		27.5	30.3	28.3	24.8

资料来源：公司资料,中银国际研究

其次我们假设了各业态销售毛利率和费用率变化状况，具体如下：

图表 27. 2005-2013 各业态毛利率变化


资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 28. 2005-2013 各业态销售占比变化


资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 29. 2005-2013 年销售费用率和管理费用率变化

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售费用率	16.35	14.83	16.33	16.04	15.46	14.89	14.81	14.79	14.75
管理费用率	2.14	2.19	1.49	2.39	1.62	1.91	1.78	1.79	1.77

资料来源：公司资料,中银国际研究

图表 30.2009-2010 年销售费用和管理费用细项

(人民币, 百万元)	2009	2010		2009	2010
销售费用	1,224	1,487	管理费用	128	191
职工薪酬	336	388	职工薪酬	77	118
租赁费	374	468	租赁费	10	10
水电费	208	231	水电费	1	1
折旧摊销	140	169	折旧摊销	17	30
运杂费	24	26	上市费用		8
促销费	37	49	其他	23	24
其他	104	156			
合计			销售占比(%)		
职工薪酬	413	507	职工薪酬	5.1	5.0
租赁费	384	478	租赁费	4.8	4.7
水电费	209	232	水电费	2.6	2.3
折旧摊销	158	199	折旧摊销	2.0	2.0

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

基于以上基本假设, 我们以 2010 年末 4 亿股总股本测算, 得出 2011-2013 年扣除非经常性的每股收益约为 1.61、2.24 和 3.01 元。2010-2013 年销售收入复合增长率约为 27.8%, 扣除非经常性净利润复合增长率约为 37.3%。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	8,015	10,113	13,173	16,897	21,091
销售成本	(6,200)	(7,818)	(10,180)	(13,054)	(16,274)
经营费用	(1,194)	(1,486)	(1,875)	(2,392)	(2,972)
息税折旧前利润	621	808	1,117	1,451	1,845
折旧及摊销	(158)	(192)	(284)	(376)	(469)
经营利润(息税前利润)	464	616	833	1,075	1,376
净利息收入(费用)	(10)	6	(22)	(40)	(67)
其他收益/(损失)	17	19	7	8	8
税前利润	471	641	818	1,043	1,318
所得税	(115)	(156)	(166)	(138)	(104)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	356	485	652	905	1,214
核心净利润	343	490	653	906	1,215
每股收益(人民币)	0.980	1.293	1.633	2.265	3.036
核心每股收益(人民币)	0.980	1.242	1.612	2.242	3.014
每股股息(人民币)	0.045	0.480	0.400	0.500	0.600
收入增长(%)	18	26	30	28	25
息税前利润增长(%)	20	33	35	29	28
息税折旧前利润增长(%)	18	30	38	30	27
每股收益增长(%)	12	33	26	39	34
核心每股收益增长(%)	12	27	30	39	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,698	4,454	4,972	5,828	7,389
应收帐款	346	146	279	362	409
库存	205	290	379	473	597
其他流动资产	151	171	322	362	411
流动资产总计	2,399	5,061	5,952	7,026	8,805
固定资产	645	1,092	1,098	1,270	1,278
无形资产	587	589	768	951	1,139
其他长期资产	302	409	422	524	598
长期资产总计	1,534	2,089	2,287	2,745	3,015
总资产	3,933	7,150	8,239	9,771	11,820
应付帐款	3,030	3,840	4,451	5,233	6,247
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	3,030	3,840	4,451	5,233	6,247
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	350	400	400	400	400
储备	553	2,910	3,388	4,138	5,173
股东权益	903	3,310	3,788	4,538	5,573
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,933	7,150	8,239	9,771	11,820
每股帐面价值(人民币)	2.58	8.27	9.47	11.34	13.93
每股有形资产(人民币)	0.90	6.80	7.55	8.97	11.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.85)	(11.13)	(12.43)	(14.57)	(18.47)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	471	641	818	1,043	1,318
折旧与摊销	158	192	284	376	469
净利息费用	10	(6)	22	40	67
运营资本变动	453	903	238	564	796
税金	(115)	(156)	(166)	(138)	(104)
其他经营现金流	193	(187)	(29)	(48)	(75)
经营活动产生的现金流	1,169	1,388	1,167	1,837	2,471
购买固定资产净值	(531)	(547)	(288)	(430)	(320)
投资减少/增加	15	17	10	16	13
其他投资现金流	(369)	0	(179)	(406)	(403)
投资活动产生的现金流	(885)	(530)	(457)	(820)	(710)
净增权益	0	1,913	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(180)	(16)	(192)	(160)	(200)
其他融资现金流	40	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(140)	1,898	(192)	(160)	(200)
现金变动	144	2,755	518	856	1,561
期初现金	1,554	1,698	4,454	4,972	5,828
公司自由现金流	309	908	745	1,049	1,786
权益自由现金流	274	863	688	976	1,694

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.8	8.0	8.5	8.6	8.7
息税前利润率(%)	5.8	6.1	6.3	6.4	6.5
税前利润率(%)	5.9	6.3	6.2	6.2	6.2
净利率(%)	4.4	4.8	4.9	5.4	5.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.3	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	13.2	13.9	14.6	14.6	15.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3
估值					
市盈率(倍)	46.9	35.6	28.2	20.3	15.2
核心业务市盈率(倍)	46.9	37.0	28.5	20.5	15.3
目标价对应核心业务	57.2	42.9	34.3	24.8	18.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	18.3	5.7	5.0	4.2	3.4
价格/现金流(倍)	14.1	12.7	16.2	10.3	7.6
企业价值/息税折旧前	23.8	17.8	12.4	9.0	6.2
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	11.9	11.5	12.0	9.2	9.3
应收帐款周转天数	11.3	8.9	5.9	6.9	6.7
应付帐款周转天数	122.6	124.0	114.9	104.6	99.3
回报率					
股息支付率(%)	4.4	39.6	24.6	22.1	19.8
净资产收益率(%)	44.8	23.0	18.4	21.7	24.0
资产收益率(%)	10.1	8.4	8.6	10.4	11.7
已运用资本收益率(%)	61.5	31.6	24.5	26.6	27.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

天虹商场 (002419.SZ/人民币 46.00, 买入)
欧亚集团 (600697.SS/人民币 30.74, 买入)
广州友谊 (000987.SZ/人民币 24.5, 买入)
合肥百货 (000417.SZ/人民币 17.59, 买入)
王府井 (600859.SS/人民币 41.66, 买入)
银座股份 (600858.SS/人民币 22.16, 持有)
东百集团 (600693.SS/人民币 10.95, 持有)
大厦股份 (600327.SS/人民币 12.51, 买入)
成商集团 (600828.SS/人民币 16.32, 买入)
重庆百货 (600729.SS/人民币 41.68, 买入)
百盛集团 (3368.HK/港币 10.90, 持有)
金鹰商贸 (3308.HK/港币 17.20, 持有)
鄂武商 A (000501.SZ/人民币 18.78, 未有评级)
大商股份 (600694.SS/人民币 43.15, 未有评级)

以 2011 年 3 月 18 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371