

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490200010031

联系人： 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn

差异化经营、跨区域发展的连锁百货

事件描述

发行基本情况：公司本次发行前总股本为35000 万股，本次拟发行股份5010 万股，本次发行后总股本40010 万股，本次发行股份占发行后总股本的比例为12.52%，采用网下向询价对象配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式或中国证监会认可的其他方式。

本次募集资金将用于：新设 7 家新商场项目、收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业、仓储加工中心建设项目、现有 3 家商场装修改造项目以及信息管理系统建设项目，总投资额为 105643.54 万元。

事件评论

差异化经营、跨区域发展的连锁百货

天虹商场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，经营百货业逾 25 年，先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 35 家直营连锁百货商场，还以特许经营方式管理商场，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。公司是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。

公司实际控制人为中国航空工业集团公司，第一大股东为中国航空技术深圳有限公司（持股比例为 46.61%，上市后为 39.52%），第二大股东为五龙贸易有限公司（持股比例为 44.30%，上市后为 38.75%），五龙公司将其持有的占公司总股本 16%的股份的投票权授予中国航空技术深圳有限公司，使得上市后中国航空技术深圳有限公司实际享有 55.52%的投票权，从而有效保障了中国航空技术深圳有限公司的绝对控股地位。

此外，天虹商场 115 名管理人员通过奥轩股份公司 100%控股奥尔公司、可来公司和康达特公司，即间接持有天虹商场 3181.85 万股，占发行后总股本的 7.95%。

表 1：天虹商场上市前后股权结构

发起人股东名称	持股数(股)	占发行前股本比例(%)	持股数	占发行后股本比例	投票权
中航技深圳公司(SLS)	16313.85	46.61%	15813	39.52%	55.52%
五龙贸易有限公司	15504.3	44.30%	15504	38.75%	22.75%
奥尔公司	3161.9	9.03%	3162	7.90%	
可来公司	11.9	0.03%	12	0.03%	
康达特公司	8.05	0.02%	8	0.02%	
本次 IPO			5010	12.52%	
全国社会保障基金理事会			501	1.25%	
合计	35,000	100.00%	40,010		

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

实施“城市中心店确立商业地位，社区购物中心占领市场份额”的发展战略。公司坚持实施“有效益扩张和可持续发展”的原则，将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。

公司在过去几年保持持续扩张态势。1) 2002 年开始对外扩张，而在 2009 年异地扩张提速，目前已进入 11 个城市，截至 2009 年底，拥有直营门店 35 家，营业面积 84.9 万平米。2) 公司在珠三角地区优势地位明显。从收入、利润占比看，目前盈利仍主要靠深圳门店，仅有深圳后海天虹出现亏损，异地店中进入较早的厦门汇腾店以及东莞东纵天虹、厦门大西洋天虹百货盈利状况良好。3) 老店的内生增长以及高速扩张构建过去几年的成长。4) 采用轻资产策略，以租赁物业为主。仅有 2 家物业属自有物业（见表 2）。

“百货+超市+X”业态组合模式以及管理水平优秀是天虹商场的主要特点和优势。

弹性定制的业态组合模式使得：1) 能满足顾客的“一站式”购物需求；2) 发挥业态间的协同效应；3) 通过商品结构调整适应不同地区顾客的需求差异。这样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。

此外，商品定位和选址也与当地商场形成错位和差异，这些构成了天虹有别于其他百货的差异化经营模式。

管理水平优秀表现在：1) 管理团队经验丰富。主要成员长期从事百货行业，对百货行业有深入的见地。2) 公司管理团队间接持股的股权激励设计使公司高、中层管理人员个人利益和公司利益保持高度一致，保证了管理团队的稳定。3) 公司超过 25 年的经营历史培育了大批连锁百货经营的优秀人才。

盈利能力好于行业平均水平。天虹商场毛利率高于行业平均水平，主要因为公司品牌结构以国内二三线品牌为主，扣点相对较高，以及公司在深圳地区拥有一定规模和品牌优势使得议价能力较强。而期间费用率水平较高，销售费用率在 16% 左右，这与公司轻资产经营租赁费用较高相一致。此外，公司近年来的高速扩张并未带来费用失控侵蚀利润的现象，费用控制较好，体现了优秀的经营管理水平。

未来几年的增长点在于：1) 次新门店度过培育期，逐步实现减亏及扭亏；2) 外延扩张带来的收入增长；3) 行业转暖带来内生增长提速以及促销相对较少带来毛利率的回升。

盈利预测和询价建议。我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 1.22 元和 1.56 元。我们认为，可给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，对应估值区间 36.6 元—42.7 元，建议询价区间为 30.5-36 元（对应 25-30 倍 PE）。

天虹商场门店简介及发展情况

图 1: 天虹商场门店分布



资料来源：招股说明书

表 2: 天虹商场门店基本情况

商场	成立时间	营业面积 (平方米)	类型	说明
南昌江大天虹商场	2002.6.14	13000	社区购物中心	租赁物业
厦门汇腾天虹商场	2003.4.22	19778	社区购物中心	租赁物业
东莞东纵天虹商场	2004.9.9	26411	城市中心店	租赁物业
东莞常平天虹商场	2005.8.1	15350	社区购物中心	租赁物业
惠州天虹商场	2005.8	23024	城市中心店	租赁物业
嘉兴天虹百货	2006.3.1	19972	城市中心店	租赁物业
福州天虹百货	2006.7.12	46486	城市中心店	租赁物业
子公司 南昌中山路天虹百货	2007.4.19	54379	城市中心店	租赁物业
司 厦门大西洋天虹百货	2007.1.18	19488	城市中心店	自有物业
东莞长安天虹商场	2007.12.28	24000	社区购物中心	租赁物业
长沙芙蓉天虹	2008.12.6	30000	社区购物中心	租赁物业
苏州金鸡湖天虹	2009.4.24	50912	城市中心店	租赁物业
北京宣武天虹	2009.4.25	22000	城市中心店	租赁物业
杭州萧山天虹	2009.12.17	17800	社区购物中心	租赁物业
南昌红谷天虹	2009.9.4	20000	社区购物中心	租赁物业
惠州惠阳天虹	2009.9.12	27500	社区购物中心	租赁物业
直属 深南天虹商场	1984.1.24	21793	城市中心店	2008 年 6 月关闭，将升级成定位高端的君尚百货，预计 2011 年底开业
福民天虹商场	2002.11.25	12553	社区购物中心	租赁物业

创业天虹商场	2002.11.25	19129	社区购物中心	租赁物业
龙华天虹商场	2002.11.25	19006	社区购物中心	租赁物业
常兴天虹商场	2003.10.31	31348	社区购物中心	租赁物业
龙新天虹商场	2003.12.9	14810	社区购物中心	租赁物业
天虹购物广场	2003.12.9	37781	城市中心店	租赁物业
沙井天虹商场	2004.5.9	31888	社区购物中心	租赁物业
布吉天虹商场	2004.5.12	17014	社区购物中心	租赁物业
双龙天虹商场	2005.2.3	20721	社区购物中心	租赁物业
东门天虹商场	2005.6.2	25730	社区购物中心	租赁物业
前进天虹商场	2006.1.10	21048	社区购物中心	租赁物业
松岗天虹商场	2006.10.8	18585	社区购物中心	租赁物业
西丽天虹商场	2006.1.11	17521	社区购物中心	租赁物业
观澜天虹商场	2007.10.9	16660	社区购物中心	租赁物业
深南天虹新店	2007.11.21	19544	社区购物中心	自有物业
民治天虹商场	2007.11.22	20180	社区购物中心	租赁物业
后海天虹百货	2007.11.23	15374	城市中心店	租赁物业
沙河天虹商场	2008.06.12	16456	社区购物中心	租赁物业
国贸天虹	2008.12.5	35698	城市中心店	租赁物业
管理店 梅林天虹商场		21837		
店 厦门名汇天虹百货	2008.12.18	25000		
公明天虹商场	2010.4.30			
国展天虹	2010.4	20000	城市中心店	租赁物业
黄江天虹	2010.4	25500	社区购物中心	租赁物业

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

回顾天虹商场的发展历程，我们可以看到：

1) 2002 年开始对外扩张，而在 2009 年异地扩张提速，目前已进入 11 个城市。

表 3：天虹商场外延扩张情况

已开门店	当年新开	当年新开异地店	进入城市
1984	1		
2002	1	4	1 南昌
2003	5	4	1 厦门
2004	9	3	1 东莞
2005	12	4	2 惠州
2006	16	5	1 嘉兴、福州
2007	21	7	3
2008	27	3	1 长沙
2009	30	5	5 苏州、北京、杭州

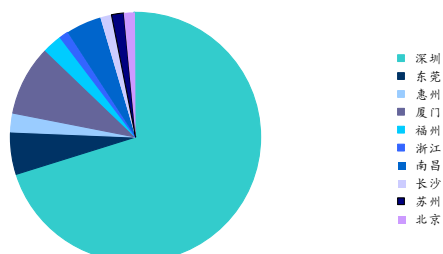
资料来源：招股说明书，长江证券研究部 注：2008 年关闭老深蓝店

2) 实施“城市中心店确立商业地位，社区购物中心占领市场份额”的发展战略。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。

3) 公司已在珠三角地区确立了优势地位，并成功进入了福建和江西市场。从收入、利润占比看，目前盈利仍主要靠深圳门店，仅有深圳后海天虹出现亏损，异地店中进入较早的厦门汇腾店以及东莞东纵天虹、厦门大西洋天虹百货盈

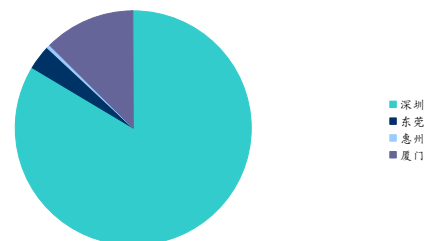
利状况良好，而 08-09 年新开门店处于培育期存在亏损。

图 2: 天虹商场收入结构（分地区）



资料来源：长江证券研究部

图 3: 天虹商场营业利润结构（分地区）



资料来源：长江证券研究部 注：仅计算盈利门店

4) 老店的内生增长以及高速扩张构建过去几年的成长

公司自 2002 年开始外延扩张以来，每年保持着 5 家左右的新开店速度。从新老店收入结构上看，新店占比逐渐增大。

表 4: 新店收入占比逐渐增大

项目	2009		2008		2007	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
新设商场	235523.16	29.52%	131733.95	19.32%	46149.87	8.39%
原有商场	562317.35	70.48%	550049.55	80.68%	504064.82	91.61%
合计	797840.51	100.00%	681783.50	100.00%	550214.69	100.00%

资料来源：招股说明书

在高速外延扩张的同时，老店也保持了较高的同店增速。

表 5: 老店 2007-2009 年同店增速

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
同店营业收入增长额	112,140.02	122,861.47	107,842.10
同店营业收入增长比率	17.12%	22.33%	26.03%

资料来源：招股说明书

5) 深圳地区门店培育期较短，近年新开门店处于培育期。

公司在深圳地区优势明显，大部分门店能够实现快速盈利。亏损门店主要是外地门店，且有逐渐扭亏的趋势

截至 2009 年 12 月 31 日，天虹有 11 家处于亏损状态，其中 7 家门店为 2007-2009 年新开异地店，仍处于培育期，而南昌中山路天虹百货、福州天虹百货和浙江嘉兴天虹百货逐年减亏，仅有深圳前海店出现了亏损额逐年加大的情形。

整体而言，我们认为公司的开店成功率和质量均较高。

表 6: 天虹商场亏损门店统计

		2009 年度	2008 年度	2007 年度	说明
南昌中山路天虹百货	营业收入	23155.83	18669.25	5545.47	逐步减亏
	营业利润	(1058.04)	(1380.81)	(2472.43)	
南昌红谷天虹	营业收入	2873.03	-	-	2009 年新开门店

	营业利润	(228.48)	-	-	
福州天虹百货	营业收入	19324.46	16069.79	13732.31	逐步减亏
	营业利润	(974.84)	(1481.70)	(509.98)	
东莞长安天虹商场	营业收入	7723.09	6861.89	289.16	2007 年新开门店
	营业利润	(837.02)	(180.53)	(295.38)	
长沙芙蓉天虹	营业收入	11131.99	1013.04		2008 年新开门店
	营业利润	(1823.62)	(998.83)		
杭州萧山天虹	营业收入	536.98			2009 年新开门店
	营业利润	(376.13)			
浙江嘉兴天虹百货	营业收入	8423.36	5383.32	4098.68	逐步减亏
	营业利润	(411.86)	(1507.52)	(1543.41)	
苏州金鸡湖天虹	营业收入	14145.21			2009 年新开门店
	营业利润	(3044.56)			
北京宣武天虹	营业收入	11120.11			2009 年新开门店
	营业利润	(3364.75)			
惠州惠阳天虹	营业收入	2638.01			2009 年新开门店
	营业利润	(459.83)			
后海天虹百货	营业收入	8583.07	6661.23	420.85	亏损额逐年增大
	营业利润	(1312.57)	(1196.76)	(460.52)	

资料来源：招股说明书

6) 天虹采用轻资产策略，以租赁物业为主。仅有 2 家物业属自有物业（见表 2）。

“百货+超市+X”业态组合模式以及管理水平优秀是天虹商场的主要特点和优势

“百货+超市+X”业态组合模式是天虹商场的主要特点

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，并根据顾客需求和竞争对手情况灵活配置“X”部分（如电器、家居、银行、餐饮等）。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。

公司下属各百货商场的市场定位在符合统一标准的同时，更贴近目标市场需求，更容易吸引顾客、凝聚商业氛围，有效降低了经营风险，提高了盈利水平。

弹性定制的业态组合模式使得：1) 能满足顾客的“一站式”购物需求；2) 发挥业态间的协同效应；3) 通过商品结构调整适应不同地区顾客的需求差异。这样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。

此外，商品定位和选址也与当地商场形成错位和差异，这些构成了天虹有别于其他百货的差异化经营模式。

管理团队经验丰富，管理水平优秀

1) 管理团队经验丰富。天虹商场的经营管理团队由一批年富力强、开拓创新、团结进取的商业专业人员组成，主要

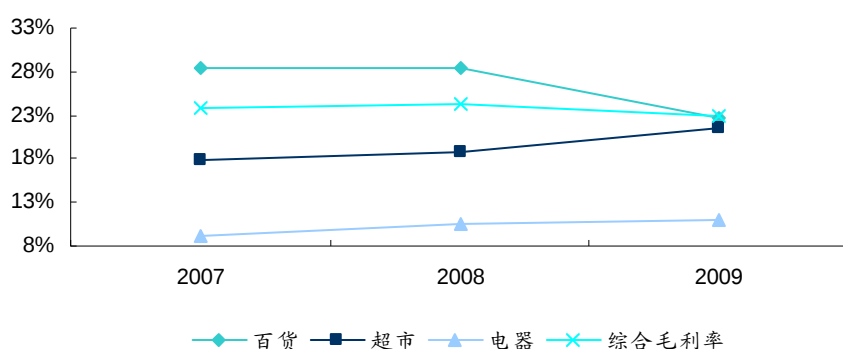
成员长期从事百货行业，经验丰富，对百货行业有深入的见地，对百货经营的各个环节有清晰的了解。

2) 公司管理团队间接持股的股权激励设计使公司高、中层管理人员个人利益和公司利益保持高度一致，保证了管理团队的稳定。

3) 公司超过 25 年的经营历史培育了大批连锁百货经营的优秀人才。公司高度重视员工培训工作，建立了完善的人才培养制度和人才梯队建设系统。完整的培训体系、针对不同岗位员工进行相应的业务技能和服务规程培训是公司长期维持较高的服务水准和管理水平的坚实保证。

天虹商场毛利率高于行业平均水平

图 4: 天虹商场毛利率变动情况



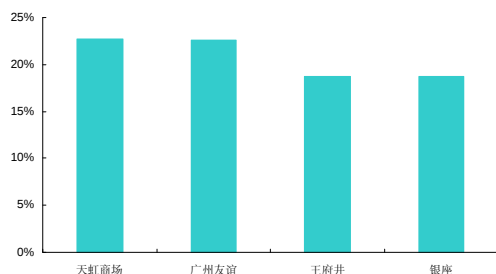
资料来源：长江证券研究部

公司百货业态的毛利率最高，基本稳定在 26-30%的水平，只是由于 2008 年开始的经济危机的影响，公司为扩大销售规模开展促销活动导致 2009 年度毛利率略有下降；超市毛利率较百货业态偏低，基本维持在 17-20%的水平，同时自营模式超市商品的毛利率略高于专柜模式超市商品的毛利率，由于百货业促销对超市的带动作用，以及公司近年来加大直接采购力度、推行品类管理，2009 年度超市毛利率略有上升；电器商品处于补充地位，目的在于满足顾客一站式购物的需求，与百货、超市业态相比较，公司的电器业态毛利率较低。

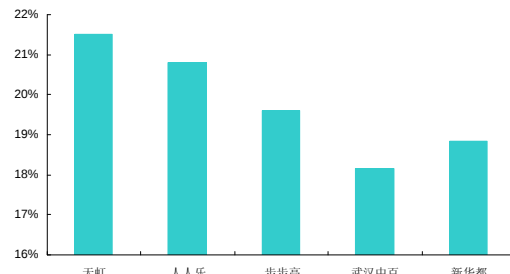
公司的综合毛利率略高于同行业上市公司平均值

公司的综合毛利率略高于同行业上市公司平均水平，主要原因在于：

- 1) 公司主要收入来自深圳地区门店，而深圳是天虹的优势区域，销售规模大且市场影响强，因此，相对供应商，公司有较高的议价能力，由此带来了公司较高的毛利率水平。
- 2) 公司百货品牌结构以国内二三线为主，扣点率要高于国内一线品牌和国际名品。

图 5：百货毛利率同业对比


资料来源：长江证券研究部

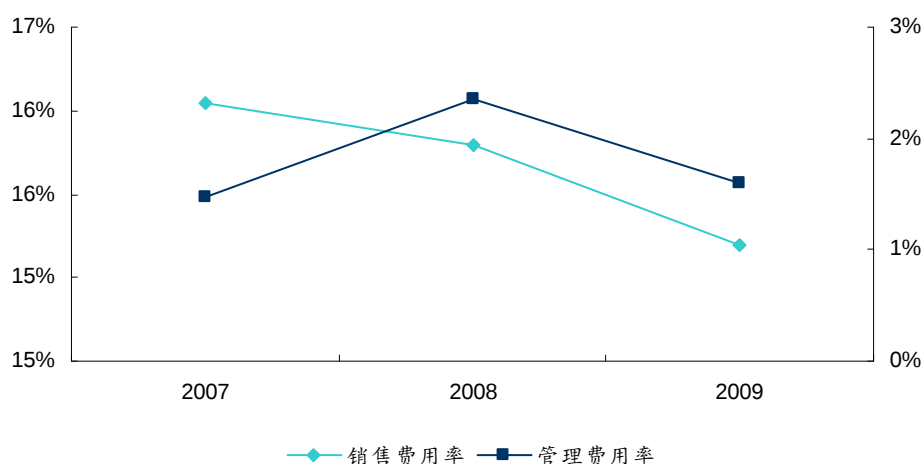
图 6：超市毛利率同业对比


资料来源：长江证券研究部

百货毛利率 2009 年略有下降

从毛利率变化趋势分析，公司百货业态毛利率略有下降，主要原因在于：市场竞争深化；近年来实施跨区域发展战略的影响。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所差距，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，

费用控制良好，费用率水平稳中有降

图 7：公司费用率水平稳中有降


资料来源：长江证券研究部

公司的期间费用中，销售费用所占的比例最大，基本维持在期间费用的 84 - 90% 之间，销售费用率稳定在 16% 左右。

公司近年来的高速扩张并未带来费用失控侵蚀利润的现象，体现了优秀的经营管理水平。

跟同业相比，天虹的销售费用率水平略高，我们认为主要原因在于公司大多门店采用租赁经营，而租金较自有物业折旧额略高所致。

募投项目分析

公司募投项目中所包括的开设 7 家门店目前都已经开业，拟用募集资金进行置换。

表 7：募投项目及进度

项目类型	项目名称	投资金额	形象进度
新商场开设项目	深圳国贸项目	6768	已开业
	长沙 BOBO 天下城	5053	已开业
	苏州金鸡湖项目	8200	已开业
	北京朗琴国际项目	6545	已开业
	惠州惠阳锦江国际项目	6476	已开业
	南昌红谷滩项目	5110	已开业
	杭州萧山柠檬公寓项目	4201	已开业
收购东莞愉景东方威尼斯广场项目部分商业物业		43783	中期筹备
仓储加工中心建设项目		19800（使用募投资金 15658.30）	初期筹备
老商场改造项目	南昌江大天虹商场	2683.32	
	厦门汇腾天虹商场	3337.47	阶段性投入
	双龙天虹商场	2711.45	
信息管理系统建设项目		3900	逐期投入
合计		118568.24	-

资料来源：招股说明书

购置东莞市愉景东方威尼斯广场的商场房产

公司计划购置东莞东纵天虹商场目前所租赁使用的东莞市愉景东方威尼斯广场的 1-3 层商业房产，并将东莞东纵天虹商场升级改造为东莞市场的旗舰店。

收购东莞天虹物业后，天虹商场将针对项目及其商圈特点自主进行重新经营定位及调整，将被打造成以百货商场为主，综合其他各种辅助业态，集购物、休闲、餐饮等多种功能的大型购物消费场所，各业态间的顾客可以共享服务，该项目将成为东莞营业规模最大的综合性百货商场。

表 8：收购后东莞东纵天虹盈利预测

年份	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
收入	20685.00	27925.00	34906.00	41887.00	48170.00
净利润	492.32	1574.10	2731.96	3888.97	4926.48
年份	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年
收入	52987.00	55637.00	58419.00	60171.00	61976.00
净利润	5762.59	6180.82	6620.60	6884.51	7156.33

资料来源：招股说明书

仓储加工中心建设项目

公司拟投资 15658.30 万元进行仓储加工中心建设项目建设。

公司现有仓储管理体系由天虹商场沙河仓储配送中心及 3 个城市配送中心(南昌、厦门、福州)构成，覆盖范围为全国 3 省 6 个城市。沙河仓储配送中心的仓储面积仅 1.2 万平方米，日最高分拣能力 2 万箱，年配送能力 8 亿元，只能满足 20 家左右商场的需求，与发展计划所需的仓储能力差距较大。

表 9: 仓储加工中心基本要求

年份	年出货总量 (亿元)	日均出货量 (万元)	平均库容(万元)	所需仓储面积 (平方米)	所需建筑面积(平方米)
2013 年	25.80	707	10,605	4.24 万	5.51 万
备注	按年出货总额年 递增 20%计算	年出货量 /365 天	食品非食品平均 周转天数 15 天计 算	按每平米仓储商品按 2500 元计, 现仓储加 工中心每平米仓储商品金额约为 2000 ~ 2500 元/平米	现沙河中心建筑面积 /仓储面积比约为 1.3

资料来源: 招股说明书

仓储加工中心完成后, 常温年出货金额预计将达 26 亿元以上, 加工区具备日均生产加工 30 吨肉制品、10 吨蔬菜, 以及分拣出货 240 吨水果的生产能力。项目建成后可满足至少未来 5 年内公司发展的需要。

我们认为, 仓储加工中心的建成, 可以满足地区的物流配送需求, 可有效降低成本, 提高合理配送能力, 实行集约化经营, 是提高企业核心竞争力, 创造规模效益的有效措施。直接的看, 物流的作用体现在支撑销售, 减少缺货率方面。

信息管理系统建设项目

公司拟投资 3900 万元进行信息管理系统建设。

通过信息管理系统建设, 完善连锁经营所必需的信息技术平台, 以信息技术推进连锁零售业的发展, 最终实现公司综合竞争能力的全面提升。

根据公司战略规划对 IT 技术的要求, 本次拟利用募集资金进行信息化基础优化、业务系统、供应链管理系统(SCM)、客户关系管理系统(CRM)、商业智能系统(BI)、办公自动化系统(OA)、项目管理系统(PM)、知识管理系统(KM)建设, 通过上述信息系统将顾客、供应商与公司联系得更为紧密, 为公司的运营及重大决策提供信息支持。

天虹商场目前正处在快速发展的关键时期, 公司的业务战略、组织架构与管理模式以及业务流程的变化都将对信息化建设产生重要影响, 信息化建设是实现天虹商场竞争力和效率的重要手段和保证。为了实现天虹商场业务目标, 天虹须通过不断提升业务规划与拓展、业务运营与管理、及运营支持水平来提高自身在零售行业中的市场竞争力。

盈利预测与询价建议

我们认为, 天虹商场未来几年业绩增长点主要在于:

- 1) 次新门店度过培育期, 逐步实现减亏及扭亏;
- 2) 外延扩张带来的收入增长;
- 3) 行业转暖带来内生增长提速以及促销相对较少带来毛利率的回升。

假设天虹商场 2010 年、2011 年新开店 8 家、10 家, 我们预计公司 2010-2011 年收入增长分别为 22.89%和 25.52%, 同时假设综合毛利率回升 1 个百分点, 销售费用率和管理费用率小幅提升。我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 1.22 元和 1.56 元。

我们认为, 可给予公司 2010 年 30 - 35 倍 PE, 对应估值区间 36.6 元 - 42.7 元, 建议询价区间为 32-38 元。

风险提示

- 1) 新开店数量低于预期，次新店培育期延长
- 2) 行业竞争加剧使得销售不达预期以及毛利率下降

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8057	9902	12428	15287	货币资金	1698	4651	5897	7343
营业成本	6207	7525	9446	11618	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1850	2376	2983	3669	应收账款	175	204	256	315
% 营业收入	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	存货	205	246	309	380
营业税金及附加	34	42	53	65	预付账款	321	374	470	578
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1224	1545	1926	2369	流动资产合计	2399	5475	6931	8615
% 营业收入	15.2%	15.6%	15.5%	15.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	128	160	201	245	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	10	-11	-19	-24	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	645	691	755	839
资产减值损失	0	3	5	6	无形资产	525	499	474	450
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	62	62	62	62
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	23	1	1	2
营业利润	454	637	815	1007	其他非流动资产	279	279	279	279
% 营业收入	5.6%	6.4%	6.6%	6.6%	资产总计	3933	7006	8503	10247
营业外收支	17	15	15	15	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	471	652	830	1022	应付款项	1169	1435	1801	2216
% 营业收入	5.8%	6.6%	6.7%	6.7%	预收账款	1410	1782	2237	2752
所得税费用	115	163	208	256	应付职工薪酬	109	142	178	220
净利润	356	489	623	767	应交税费	108	148	188	231
归属于母公司所有者					其他流动负债	234	276	346	425
的净利润	356.0	489.3	622.8	766.5	流动负债合计	3030	3783	4750	5843
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.89	1.22	1.56	1.92	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1169	1220	1455	1700	负债合计	3030	3783	4750	5843
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	903	3223	3752	4404
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	903	3223	3752	4404
固定资产投资	-885	-109	-134	-163	负债及股东权益	3933	7006	8503	10247
其他	0	0	0	0					
投资活动现金流净额	-885	-109	-134	-163					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	0	1904	0	0					
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0					
筹资成本	140	-62	-74	-91					
其他	-295	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-155	1842	-74	-91					
现金净流量	129	2953	1246	1446					

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。