

天虹商场 002419-SZ

业绩符合预期，稳健经营是王道

◇ 报告起因：公司公布 2010 年年报

◆业绩符合预期，2010 年净利润同比增速 36.25%：

2010 期间公司营业收入 101.74 亿，同比增长 26.28%，完全符合我们之前全年 101.60 亿元的预判。同时，2010 年归属母公司净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，亦完全符合我们之前 4.89 亿元的估计，2010 年全面摊薄后 EPS 为 1.21 元，基本符合我们全年 EPS1.22 元的判断。此外，公司拟以 2010 年底总股本 40010 万为基数，向全体股东每 10 股派发现金 6 元并送 5 股（含税）。

◆外延内涵稳健经营，跨区域策略初战告捷：

报告期内外延扩张稳步提升是营业收入与净利润稳步增长的两大因素。2010 年公司新增面积 14.37 万平米（不含加盟店，经营面积同比增速 16.93%），基本符合我们未来三年外延面积扩张 50% 的预计。内涵方面，公司单店收入与单位面积坪效有较大的反弹，其中单店收入 25435.9 万/店，同比增速 10.49%（2009 年为 0.64%），面积坪效 10248 元/平米，同比增速 7.99%（2009 年为 -1.71%）。我们认为内生性的提升有两方面原因：1）2009 年整体基数较低 2）公司内生性成长依靠标准化门店复制策略取得较大成果以及公司高效的运营管理能力。

2010 年公司成功实现东莞长安、南昌中山、福州万象、南昌红谷、惠州惠阳等 5 家门店的扭亏，符合我们之前对上述门店扭亏的预判，其中中山店及万象店为城市中心店，我们认为中心店的扭亏更能增强公司在当地零售百货业的影响力，有助于公司未来门店区域加密布局的信心。

◆期间费用控制得当，商品资源进一步优化：

管理费用较同期上升 0.29 个百分点至 1.88%，主要原因是公司 2010 年新建门店导致运营费用以及用地摊销费增加所致。而财务费用同比下降 0.18 个百分点，主要原因是利息收入增加所致。总体 2010 公司的期间费用率控制较为得当，三费率 2010 年为 16.44% 较 2009 年下降 0.47 个百分点，我们认为公司通过优化内部管理，推进节能创效的措施取得初步成效。

此外公司成功引进国内外一线品牌，包括兰蔻、娇兰、碧欧泉、SK-II 和 Dior 等知名化妆品以及 23 区等高档服装，进一步丰富了原本公司较弱的品牌招商能力，而公司 2010 年新增 SKU 数超过 100 种，自有品牌和产地直采销售同比增加 50% 和 35%，为未来公司毛利率的逐步提升打下夯实的基础。

◆维持买入评级，建议积极配置：

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.67/2.27/2.96 元（不考虑送股，2011/12EPS 分别上调 0.01/0.06 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR 为 34.7%，六个月目标价 58.45 元，对应 2011 年 35 倍市盈率。我们认为公司未来二三线城市布局较为有序，而前期培育门店逐渐步入成长期将逐渐为公司提供利润贡献。公司 2010 年业绩符合我们之前的判断和逻辑，公司在外延规模和内生坪效方面有条不紊地发展初步取得硕果，跨区域连锁初战告捷，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标（股本不考虑送股）

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,057	10,174	13,090	16,648	20,823
营业收入增长率	17.41%	26.28%	28.65%	27.18%	25.08%
净利润（百万元）	356	485	668	907	1,185
净利润增长率	13.50%	36.25%	37.81%	35.65%	30.69%
EPS（元）	0.89	1.21	1.67	2.27	2.96
ROE（归属母公司）	39.41%	14.65%	17.88%	20.40%	22.12%
P/E	50	37	27	20	15
P/B	20	5	5	4	3
EV/EBITDA	25	25	18	14	11

维持

买入

当前价格	44.38 元
目标价格	58.45 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿（执业证书编号：S0930510120009）

CFA CAIA FRM

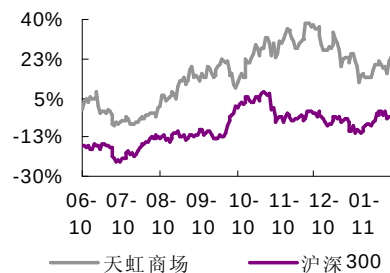
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	400
总市值(百万元)	17,756
流通比例(%)	12.52%
12 个月最高/最低（元）	52.55/33.36
近 3 月日均成交量(百万股)	0.73
主要股东	中国航空技术深圳有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.73	-11.21	0.00
绝对收益	4.08	-12.01	0.00

相关报告：

天虹商场：开业当年即盈利，彰显深圳地区雄厚基础——公司公告点评

..... 2011-02-22
天虹商场：风物长宜放眼量，未来三年门店面积增幅超 50%（维持买入）——公司公告点评

..... 2011-01-24
天虹商场：借大股东之力，加速布局二三线城市——公司公告点评（维持买入，强烈推荐）

..... 2011-01-13

有别于市场的观点和认识

市场对于天虹中高端市场定位褒贬不一，尤其是公司在二三线城市的定位，以及相对于高端百货的定位及招商能力仍有质疑。我们认为公司定位社区百货以及较强的外延扩张能力决定了未来公司的优势是以规模为优势，稳扎稳打的全国布局策略，我们认为轻资产的模式和重资产模式孰是孰非一说，相反轻资产模式在公司经营扩张初期释放业绩能力更为快速。此外天虹百货定位是大众市场，而我们认为零售板块要出牛股，必定是要定位于大众的市场，因此天虹具备类似苏宁外延复制型好、定位大众市场的条件，而两大股东背景较佳，亦为天虹未来的成长起到推波助澜的作用，相信天虹未来稳健经营虽无爆发性增长机会，但每个夯实的扩张脚印将奠定未来零售一线白马股的基础。

公司 2010 表现符合预期

2010 期间公司营业收入 101.74 亿，同比增长 26.28%，完全符合我们之前全年 101.60 亿元的预判。同时，2010 年归属母公司净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，亦完全符合我们之前 4.89 亿元的估计，2010 年全面摊薄后 EPS 为 1.21 元，基本符合我们全年 EPS1.22 元的判断。此外，公司拟以 2010 年底总股本 40010 万为基数，向全体股东每 10 股派发现金 6 元并送 5 股（含税）。报告期内外延扩张稳步提升是营业收入与净利润稳步增长的两大因素，具体经营分析探讨如下：

其中外延方面，公司 2010 年全年共计开设东莞黄江天虹、北京国展天虹、深圳公明天虹（加盟店，2011 年 2 月 22 日收购成为直营店）、东莞厚街天虹、浙江湖州天虹和深圳横岗天虹六家天虹商场及君尚百货门店一家（2010 年 11 月 25 日开业），当年新增面积 14.37 万平米（不含加盟店）。截至 2010 年底，公司直营店经营面积达到 99.28 万平米¹，经营面积同比增速 16.93%，基本符合我们未来三年外延面积扩张 50%的预计。而我们认为天虹百货外延方面较为稳定的扩张速度符合目前“有效益扩张”和“可持续发展”的外延策略，通过区域聚集逐步形成门店群以获得区域规模优势，在弱势地区则快速培养，稳健推动跨区域发展。

¹ 公司年报显示直营店面积约 103 万平米，和我们根据 IPO 以及历次公告统计的 40 家直营店面积估算的 99 万平米略有差距，我们估计可能公司统计年报时将 2011 年 2 月收购的 3.8 万平米原加盟店深圳公明店计入营业面积中，亦有可能预计之前门店面积可能因装修而扩大，敬请投资者注意风险，下同。

图表 1： 2010 天虹门店地区分布仍以华南为主

2010 天虹商场地区门店分布情况

地区	华南区	华中区	华东区	东南区	北京
门店数	28	4	4	4	2
总比	66.67%	9.52%	9.52%	9.52%	4.76%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

而内涵方面，公司在经历了 2009 年宏观经济下滑导致全行业景气度下滑的阵痛后，单店与单位面积坪效有较大的反弹，其中单店收入 25435.9 万/店，同比增速 10.49%（2009 年为 0.64%），面积坪效 10248 元/平米，同比增速 7.99%（2009 年为 -1.71%）。我们认为内生性的提升有两方面原因：1）2009 年整体基数较低，宏观经济的恢复有利于百货业态的内生性恢复。2）公司内生性成长依靠标准化门店复制策略取得较大成果以及公司高效的运营管理能力。

公司费用控制方面，管理费用较同期上升 0.29 个百分点至 1.88%，主要原因是公司 2010 年新建门店导致运营费用以及用地摊销费增加所致。而财务费用同比下降 0.18 个百分点，主要原因是利息收入增加所致。总体 2010 公司的期间费用率控制较为得当，三费率 2010 年为 16.44%较 2009 年下降 0.47 个百分点，我们认为一方面公司通过优化内部管理，推进节能创效的措施取得初步成效，同时和公司营业收入稳健增长，从而拉高总体营业收入分母基数有关。

图表 2： 2010 天虹门店分地区同店增长率情况较好

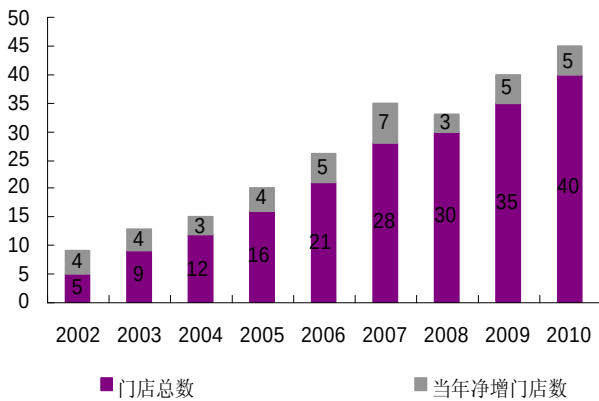
2010 天虹商场门店分地区 SSS 情况一览

SSS%	2010
华南	15.24%
华中	31.58%
华东	23.43%
东南	25.13%
北京	N.A.
合计	17.48%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表3：2010 天虹门店外延扩张稳健有序

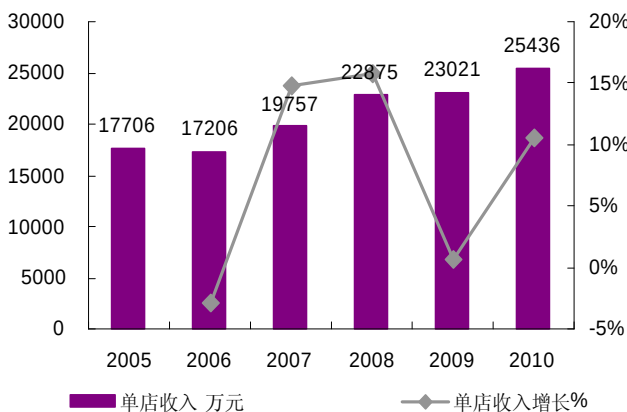
2002-2010 天虹商场门店总数和新增门店数（不含加盟店）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表5：2010 天虹单店收入同比增长 10.49%

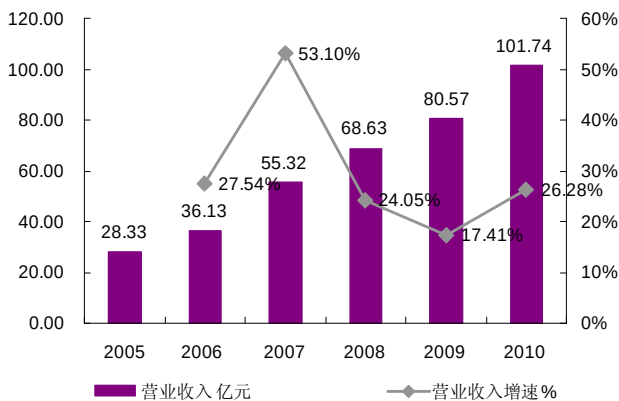
2005-2010 天虹商场单店收入及同比增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表7：2010 天虹营业收入增速稳中有升

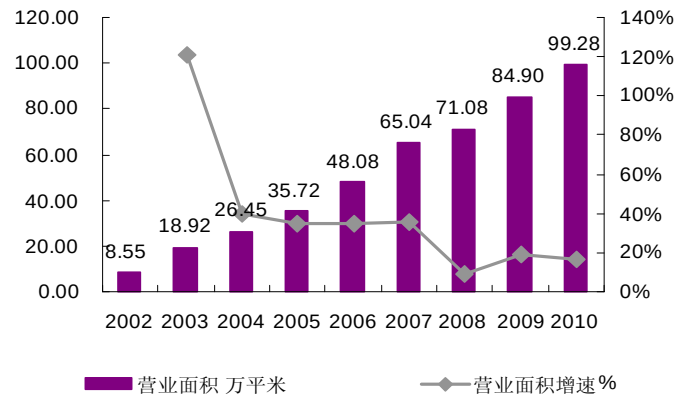
2005-2010 天虹商场营业收入及同比增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表4：2010 天虹营业面积同比增速放缓

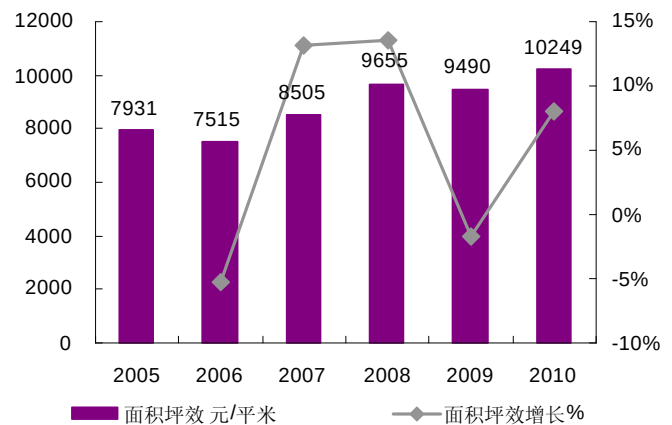
2002-2010 天虹商场营业面积及同比增速%（不含加盟店）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表6：2010 天虹面积坪效同比增长 7.99%

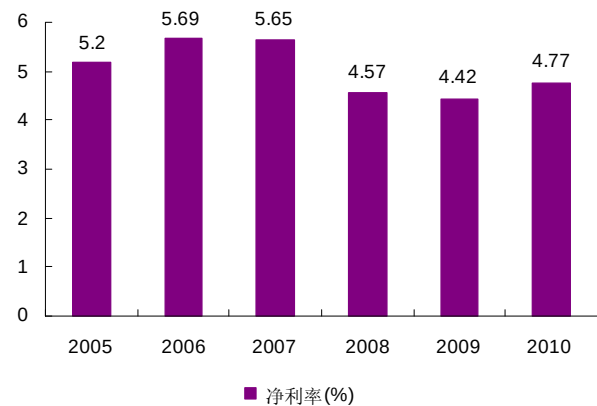
2005-2010 天虹商场面积坪效及同比增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表8：2010 天虹净利率较 2009 有所上升

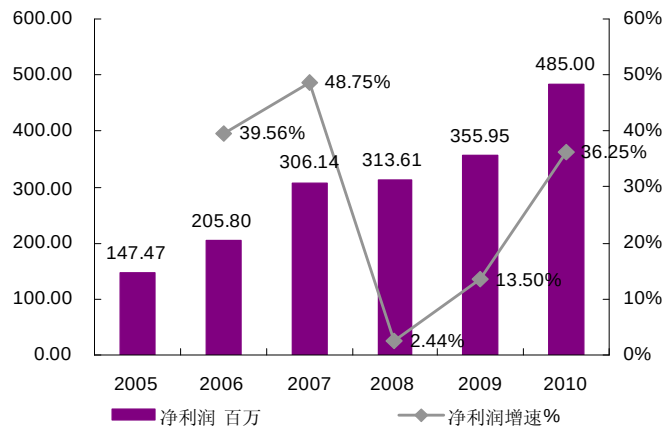
2005-2010 天虹商场净利率情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 9：2010 天虹净利润同比增速较 2008 持续反转

2005-2010 天虹商场净利润及同比增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 10：2010 天虹毛利率提升仍有空间

2005-2010 天虹商场毛利率情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 11：2010 天虹商场期间费用率较 2009 有所下降

2005-2010 天虹商场期间费用率情况%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
期间费用率(%)	18.34	16.83	17.73	18.15	16.9	16.44
销售费用率(%)	16.02	14.57	16.05	15.79	15.19	14.61
管理费用率(%)	2.1	2.16	1.47	2.36	1.59	1.88
财务费用率(%)	0.22	0.1	0.21	0	0.12	-0.05

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 12：2007-2010 天虹商场业务拆分

2007-2010 天虹商场业务拆分情况

金额	2007		2008		2009		2010	
占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
百货	273815.87	49.50%	343430.26	50.04%	459115.73	56.98%	600153.6	58.99%
其中：自营	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	835.65	0.08%
其中：专柜	273815.87	49.50%	343430.26	50.04%	459115.73	56.98%	599317.96	58.90%
超市	231938.52	41.93%	292501.9	42.62%	295280.2	36.65%	350701.77	34.47%
其中：自营	177994.93	32.18%	228220.84	33.26%	234788.33	29.14%	279817.72	27.50%
其中：专柜	53943.59	9.75%	64281.06	9.37%	60491.87	7.51%	70884.05	6.97%
电器小计	38033.17	6.88%	39400.72	5.74%	37274.58	4.63%	47804.23	4.70%
其中：自营	17733.17	3.21%	17895.18	2.61%	16890.51	2.10%	19720.73	1.94%
其中：专柜	20300	3.67%	21505.54	3.13%	20384.07	2.53%	28083.5	2.76%
加工修理	53.25	0.01%	27.31	0.00%	22.76	0.00%	61.6	0.01%
其他业务收入	9367.29	1.69%	10901.62	1.59%	14033.31	1.74%	18714.94	1.84%
收入合计	553208.1	100.00%	686261.81	100.00%	805726.58	100.00%	1017436.14	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

未来趋势展望

我们在公司 2010 年年报中注意到如下细节，在此进行简要讨论：

- 1) **网上销售破冰之旅：**2010 年 3 月，公司网上天虹正式上线，初步构建了商品、物流、客服等运营体系，并积极开展商品业务模式、物流、营销等方面创新探索；自上线以来，网站流量呈上升趋势，实现销售额逐月快速增长。我们认为，公司探索线上线下零售业务的有效整合，通过积分商城、跨界营销等方式，加强了网上业务对实体门店顾客的吸引力。而网上销售是大势所趋，鉴于公司未来全国布局，适当的网络销售有助于提升公司全国的整体形象。而东莞大朗仓储加工中心于 2010 年 11 月 6 日正式运营，将大大提升公司商品在广东地区的配送能力。
- 2) **优化商品资源，提升经营能力：**公司成功引进国内外一线品牌，包括兰蔻、娇兰、碧欧泉、SK-II 和 Dior 等知名化妆品以及 23 区等高档服装，进一步丰富了原本公司较弱的品牌招商能力，而公司 2010 年新增 SKU 数超过 100 种，自有品牌和产地直采销售同比增加 50% 和 35%，为未来公司毛利率的逐步提升打下夯实的基础。
- 3) **成功实现部分门店扭亏：**公司成功实现东莞长安、南昌中山、福州万象、南昌红谷、惠州惠阳等 5 家门店的扭亏，符合我们之前对上述门店扭亏的预判，其中中山店及万象店为城市中心店，我们认为中心店的扭亏更能增强公司在当地零售百货业的影响力，有助于公司未来门店区域加密布局的信心。同时我们关注到苏州金鸡湖天虹净利润 2010 年为 -3543.09 万较 2009 年增加 676.95 万元亏损额，我们认为鉴于苏州天虹门店体量较大，扭亏为盈尚需一定培育期。从目前公司地区分布来看，除深圳以外，公司已经在东莞、南昌、福州、惠州等地区建立了品牌优势和较强的盈利能力，而未来能否将这一模式成功复制到华东、华中及北京地区将直接影响公司未来的持续盈利能力和估值溢价水平。

盈利预测和投资建议

关键假设

- 1) 我们将天虹商场门店根据年报数据分为五大区域，其中华南、华中、华东、东南及北京地区 2011-2013 年开店数分别为 2/3/3、0/1/2、2/3/3、2/11 及 0/1/1 家。

2) 2011-2013 年主营业务毛利率分别为 21.95%/22.10%/22.30%，其他业务毛利率均为 93.00 %。

3) 2011-2013 年新增门店平均单店面积为 25000 平米/店。

4) 2011-2013 年营业收入增速分别为 28.65%/27.18%/25.08%，综合毛利率为 23.27%/23.42%/23.62%。

5) 2011-2013 年期间费用率分别为 15.97%/15.79%/15.64%，而实际税率均为 24.5%。

6) 综上，我们预测 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 1.67/2.27/2.96 元。

图表 13：天虹商场营业收支预测表

2011-2013 年天虹商场营业收支预测（2011/02/26 更新）

单位(万元)	2011E	2012E	2013E
营业收入合计	1,308,975.55	1,664,788.34	2,082,261.69
营业成本合计	1,004,314.38	1,274,861.91	1,590,467.86
综合毛利率%	23.27%	23.42%	23.62%
营业收入增速	28.65%	27.18%	25.08%
主营业务收入	1,284,568.74	1,633,747.14	2,043,436.40
主营收入增速%	28.62%	27.18%	25.08%
主营业务成本	1,002,605.90	1,272,689.02	1,587,750.08
主营业务毛利率%	21.95%	22.10%	22.30%
其他业务收入	24,406.81	31,041.20	38,825.29
其他业务占主营比%	1.90%	1.90%	1.90%
其他业务成本	1,708.48	2,172.88	2,717.77
其他业务毛利率%	93.00%	93.00%	93.00%
门店收入统计 万元	1,259,381.12	1,601,712.89	2,003,369.02
门店总数	46	55	64
当年新增门店数	6	9	9
营业面积 平米	1159253.64	1384253.64	1609253.64
当年新增面积 平米	154000.00	225000.00	225000.00
单店收入 万元	27377.85	29122.05	31302.64
面积坪效 元/平米	10863.72	11570.95	12449.06
华南地区			
营业收入	951047.99	1140401.77	1359024.36
营业收入增速%	23.92%	19.91%	19.17%
门店数	29	32	35
新增门店	2	3	3

面积	698240.33	773240.33	848240.33
新增面积	50000	75000	75000
单店面积	24077.25	24163.76	24235.44
单店销售	32794.76	35637.56	38829.27
单店销售增速%	15.37%	8.67%	8.96%
面积坪效	13620.64	14748.35	16021.69
面积坪效增速%	12.83%	8.28%	8.63%
东南区			
营业收入	150797.12	196424.48	245129.90
营业收入增速%	61.47%	30.26%	24.80%
门店数	5	6	7
新增门店	2	1	1
面积	135752.53	160752.53	185752.53
新增面积	50000	25000	25000
单店面积	27150.51	26792.09	26536.08
单店销售	30159.42	32737.41	35018.56
单店销售增速%	-3.12%	8.55%	6.97%
面积坪效	11108.24	12219.06	13196.58
面积坪效增速%	2%	10%	8%
华中地区			
营业收入	67236.98	91869.27	137711.64
营业收入增速%	15.75%	36.64%	49.90%
门店数	4	5	7
新增门店	0	1	2
面积	117378.67	142378.67	192378.67
新增面积	0.00	25000.00	50000.00
单店面积	29344.67	28475.73	27482.67
单店销售	16809.25	18373.85	19673.09
单店销售增速%	15.75%	9.31%	7.07%
面积坪效	5728.21	6452.46	7158.36
面积坪效增速%	15.75%	12.64%	10.94%
华东地区			
营业收入	63834.76	124446.48	186668.93
门店数	6	9	11
新增门店	2	3	2
面积	170484.36	245484.36	295484.36
新增面积	54000	75000	50000
单店面积	28414.06	27276.04	26862.21
单店销售	10639.13	13827.39	16969.90
单店销售增速%	17.26%	29.97%	22.73%
面积坪效	3744.32	5069.43	6317.39
面积坪效增速%	20.18%	35.39%	24.62%

北京子公司			
营业收入	26464.27	48570.89	74834.19
营业收入增速%	12.00%	83.53%	54.07%
门店数	2	3	4
新增门店	0	1	1
面积	37397.75	62397.75	87397.75
新增面积	0	25000	25000
单店面积	18698.88	20799.25	21849.44
单店销售	13232.13	16190.30	18708.55
单店销售增速%	12.00%	22.36%	15.55%
面积坪效	7076.43	7784.08	8562.48
面积坪效增速%	12.00%	10.00%	10.00%
加工维修业务 万元	123.20	221.76	354.82
增速%	100%	80%	60%
误差项收入	25187.62	32034.26	40067.38
误差占门店收入%	2.00%	2.00%	2.00%
误差项支出			
其他业务收入	24406.81	31041.20	38825.29
其他业务收入占主营收入比%	1.90%	1.90%	1.90%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

跨区域连锁初战告捷，建议积极配置

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.67/2.27/2.96 元(不考虑送股，2011/12EPS 分别上调 0.01/0.06 元)，以 2010 年为基期未来三年 CAGR 为 34.7%，认为公司的合理价值在 58.45 元，六个月目标价 58.45 元，对应 2011 年 35 倍市盈率，维持“买入”评级。我们认为公司未来二三线城市布局较为有序，而前期培育门店逐渐步入成长期将逐渐为公司提供利润贡献。公司 2010 年业绩符合我们之前的判断和逻辑，公司在外延规模和内生坪效方面有条不紊地发展初步取得硕果，跨区域连锁初战告捷。随着 2008-2009 年公司开设的 9 家门店将逐渐步入成长期，相信这 9 家门店利润增速将有一次较大提升阶段，成为 2012-2013 年业绩可持续发展的稳定器。建议投资者积极配置该股！

风险分析

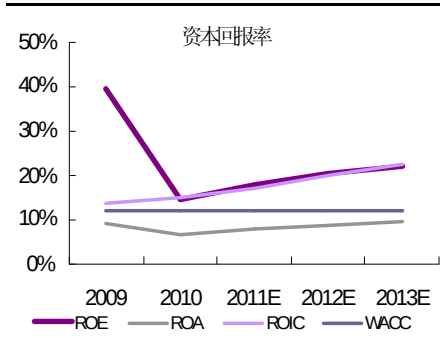
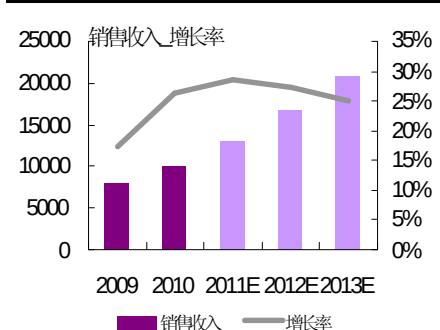
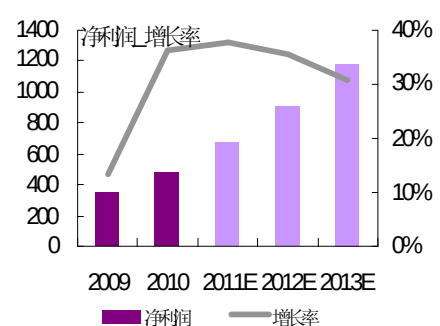
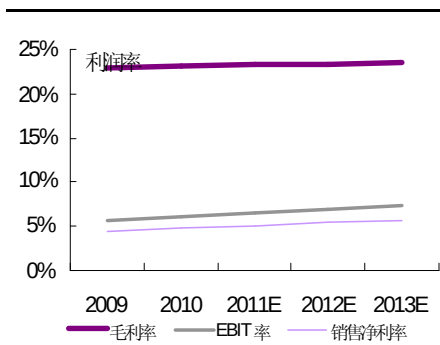
- 1) 公司外延扩张轻资产模式抵抗租金上涨能力较弱。
- 2) 新开门店培育期超预期。

3) 管理团队建设无法跟上外延扩张速度。

相关报告

- 20100514 连锁百货的成功范例—IPO 询价报告
- 20100806 有激情、有梦想，终将厚积薄发---1H2010 天虹中报点评
- 20100916 优势地区加密布局，弱势地区精密选址—天虹商场公告点评
- 20100920 因人成事，稳健而不失“野性”的白马---天虹商场公告简评
- 20100929 先天拥有“好爸爸”，后天关键靠自身--天虹商场公告简评
- 20101013 加速扩张彰显未来经营信心—天虹商场公告点评
- 20101025 待到山花烂漫时，她在丛中笑---天虹商场 2010 年三季度报点评
- 20101103 自有物业再下一城、适度重资产利于长远---公司快评
- 20101109 外延加速扩张，门店日趋高举高打---公司公告简评
- 20101209 天虹商场：聚沙成塔，外延扩张能力可圈可点--公司公告点评
- 20110113 天虹商场：借大股东之力，加速布局二三线城市---公司公告点评
- 20110124 天虹商场：风物长宜放眼量，未来三年门店面积增幅超 50%---公司公告点评
- 20110222 天虹商场：开业当年即盈利，彰显深圳地区雄厚基础----公司公告点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,057	10,174	13,090	16,648	20,823
营业成本	6,207	7,832	10,043	12,749	15,905
折旧和摊销	231	82	107	115	121
营业税费	34	48	65	83	104
销售费用	1,224	1,487	1,859	2,347	2,915
管理费用	128	191	242	291	354
财务费用	10	-6	-10	-11	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	454	622	865	1,181	1,549
利润总额	471	641	885	1,201	1,569
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	355.95	485.00	668.39	906.66	1,184.90

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,933	7,150	8,417	10,220	12,366
流动资产	2,399	5,061	6,325	8,092	10,259
货币资金	1,698	4,453	5,498	7,045	8,954
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	25	31	41	52	65
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	151	161	224	285	356
存货	205	290	352	446	557
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	644	1,090	1,137	1,181	1,179
无形资产	525	527	500	475	451
总负债	3,030	3,840	4,679	5,776	7,008
无息负债	3,030	3,840	4,655	5,776	7,008
有息负债	0	0	24	0	0
股东权益	903	3,310	3,738	4,444	5,357
股本	350	400	400	400	400
公积金	142	2,060	2,161	2,297	2,474
未分配利润	411	850	1,178	1,748	2,483
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,169	1,262	1,400	1,911	2,268
净利润	356	485	668	907	1,185
折旧摊销	231	82	107	115	121
净营运资金增加	49	-14	629	595	779
其他	533	709	-4	295	183
投资活动产生现金流	-885	-429	-150	-150	-100
净资本支出	-587	-589	150	150	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-298	160	-300	-300	-200
融资活动现金流	-155	1,923	-206	-214	-259
股本变化	0	50	0	0	0
债务净变化	0	0	24	-24	0
无息负债变化	674	810	816	1,121	1,233
净现金流	129	2,756	1,044	1,547	1,909

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.41%	26.28%	28.65%	27.18%	25.08%
净利润增长率	13.50%	36.25%	37.81%	35.65%	30.69%
EBITDA 增长率	80.60%	0.61%	37.76%	33.56%	29.02%
EBIT 增长率	20.61%	32.91%	38.80%	36.85%	31.29%
估值指标					
PE	50	37	27	20	15
PB	20	5	5	4	3
EV/EBITDA	25	25	18	14	11
EV/EBIT	37	29	21	15	11
EV/NOPLAT	49	38	28	20	15
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	7	6	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.96%	23.02%	23.27%	23.42%	23.62%
EBITDA 率	8.61%	6.86%	7.35%	7.72%	7.96%
EBIT 率	5.75%	6.06%	6.53%	7.03%	7.38%
税前净利润率	5.84%	6.30%	6.76%	7.21%	7.54%
税后净利润率 (归属母公司)	4.42%	4.77%	5.11%	5.45%	5.69%
ROA	9.05%	6.78%	7.94%	8.87%	9.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.41%	14.65%	17.88%	20.40%	22.12%
经营性 ROIC	13.54%	14.89%	17.16%	20.12%	22.53%
偿债能力					
流动比率	0.79	1.32	1.35	1.40	1.46
速动比率	72.42%	124.25%	127.65%	132.38%	138.44%
归属母公司权益/有息债务	-	-	156.53	-	-
有形资产/有息债务	-	-	313.42	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.89	1.21	1.67	2.27	2.96
每股红利	0.00	0.60	0.50	0.68	0.89
每股经营现金流	2.92	3.15	3.50	4.78	5.67
每股自由现金流(FCFF)	2.24	2.75	0.00	0.65	1.03
每股净资产	2.26	8.27	9.34	11.11	13.39
每股销售收入	20.14	25.43	32.72	41.61	52.04

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

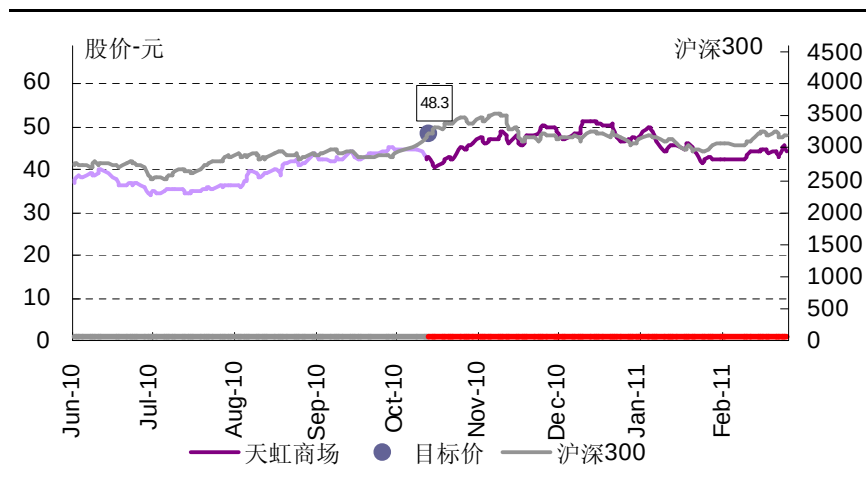
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天虹商场 (002419)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-10-13	42.57	48.30	增持
2010-10-24	42.29	49.80	买入
2010-11-02	47.77	49.80	买入
2010-11-09	47.10	49.80	买入
2010-12-09	48.40	58.10	买入
2011-01-13	45.55	58.10	买入
2011-01-22	44.18	58.10	买入
2011-02-21	43.84	58.10	买入

资料来源: 光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。