

强烈推荐-A (维持)

天虹商场 002419.SZ

目标估值: 70.00 元

当前股价: 45.50 元

2011 年 2 月 28 日

基础数据

上证综指	2879
总股本(万股)	40010
已上市流通股(万股)	5010
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	14.2
资产负债率	53.7%
主要股东	中航技深圳有限公司
主要股东持股比例	39.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	8	14
相对表现	1	-5	17



相关报告

1、《天虹商场(002419) - 高速成长的扩张型连锁百货》08/16/2010

2、《天虹商场(002419) - 小社区商业, 大成长空间》12/24/2010

朱卫华

S1090203100034

研究助理

杨夏

0755-82944685

yangxia@cmschina.com.cn

异地扩张曙光显现

公司 2010 年实现收入 102 亿, 增长 26%, 净利润 4.85 亿, 增长 36%, 全面摊薄 EPS1.21 元, 并拟 10 送 5 转 5 派 6 元。天虹的核心卖点在于开店空间大, 以及门店的快速复制能力和跨区域拓展能力。受深圳上调城建税率影响, 略微调整 2011-12 年 EPS 为 1.68、2.31 元, 维持强烈推荐-A 评级, 目标价 70 元!

- 快速的扩张及强劲的内生增长是推动收入和利润快速增长的主要原因。2010 年新开 6 家门店, 经营面积增长 20%; 可比门店增速 17.48%, 华南地区门店普遍 4 年以上店龄也有 15.24% 的可比门店增长, 彰显公司超强的经营及单店挖潜能力。值得注意的是, 此业绩增速是在 8 月大幅涨薪及购物广场店关店改造的背景下实现的, 实际门店经营情况更好。
- 异地门店纷纷扭亏、减亏, 区域密集布点所带来的规模优势开始显现。代表异地店整体经营业绩的天虹投资 2010 年整体大幅减亏, 其中东莞长安、南昌中山、福州万象、南昌红谷、惠州惠阳店成功扭亏, 北京、长沙、苏州等亏损店也在减亏趋势中。
- 招商能力进一步提高, 供应链精耕细作提升盈利能力。百货部门引进兰蔻等核心关键品牌 54 个, 带动百货部门收入增长 30%, 高于总收入增速; 超市部门加大统采直采比例, 提升毛利率 0.2%。
- 成本控制良好, 营销管理费用率下降 0.29%。在快速扩张的同时, 成本没有失控, 租售比下降 0.06%; 在大幅提薪的背景下, 员工薪酬占收入比依然下降了 0.15%; 推进节能减排, 打造绿色商场, 门店水电费下降 2.3%, 带动整体水电费下降 0.31%。
- 盈利预测与投资建议。天虹的核心卖点在于开店空间大, 以及门店的快速复制能力和跨区域拓展能力, 股东实力雄厚, 公司治理结构完善, 管理层激励充分。由于深圳上调城建税率由 1% 提高至 7%, 相应调整 2011-12 年 EPS 为 1.68、2.31 元。上调税率并不影响公司核心价值, 维持强烈推荐 A 评级, 目标股价 70 元!
- 风险因素: 宏观经济波动影响消费者信心; 新店培育低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6863	8057	10174	13178	17335
同比增长	24%	17%	26%	30%	32%
营业利润(百万元)	384	454	622	872	1201
同比增长	11%	18%	37%	40%	38%
净利润(百万元)	314	356	485	674	923
同比增长	0%	14%	36%	39%	37%
每股收益(元)	0.90	1.02	1.21	1.68	2.31
PE	49.5	43.6	36.6	26.3	19.2
PB	22.6	17.2	5.4	4.7	4.0

资料来源: 招商证券

正文目录

一、经营趋势向好，利润分配方案喜人.....	3
二、快速扩张及良好内生增长推升收入快速增长.....	3
1、门店扩张有条不紊，2010 年面积扩张 20%.....	3
2、单店质量过硬，内生增长依然强劲，可比门店增速达 17.48%.....	5
三、异地门店纷纷扭亏、减亏，密集布点规模优势显现.....	5
四、招商能力进一步提高，供应链精耕细作及品类管理推升盈利能力.....	7
1、百货部门收入增速达 30%，高于总收入增速.....	7
2、超市部门收入增速显著回升，毛利率较 09 年提升 0.2%.....	8
3、X 部门加大餐饮、影院等配套品类引进，丰富业态.....	8
4、综合毛利率稳中有升.....	9
五、成本控制良好，期间费用率下降明显，经营日趋稳健.....	9
六、盈利预测与投资建议.....	10

图表目录

图 1: 历年门店扩张.....	3
图 2: 历年面积扩张.....	3
图 3: 城市扩张之路.....	4
图 4: 分地区收入增速.....	4
图 5: 分地区收入占比.....	4
图 6: 天虹投资发展历年净利润.....	5
图 7: 南昌江大店与红谷店日均销售对比.....	6
图 8: 南昌江大店与红谷店综合毛利率对比.....	6
图 9: 深圳以外地区毛利率变动趋势.....	7
图 10: 百货部门历年收入增速.....	8
图 11: 百货部门历年毛利率表现.....	8
图 12: 超市部门历年收入增速.....	8
图 13: 超市部门历年毛利率表现.....	8
图 14: X 部门历年收入增速.....	9
图 15: X 部门历年毛利率表现.....	9
图 16: 历年综合毛利率表现.....	9
图 17: 天虹商场历史 PE Band.....	12
图 18: 天虹商场历史 PB Band.....	12
表 1: 门店城市分布.....	4
表 2: 各区域可比门店表现.....	5
表 3: 各地子公司经营情况.....	6
表 4: 南昌各门店培育期情况.....	7
表 5: 分业务收入结构.....	9
表 6: 各项费率一览.....	10
附: 财务预测表.....	13

一、经营趋势向好，利润分配方案喜人

2010 年实现收入 102 亿，同比增长 26%，归属母公司所有者净利润 4.85 亿，同比增长 36%，完全摊薄 EPS1.21 元，基本符合预期。利润分配方面，拟以未分配利润 10 送 5 派 6，并以资本公积金 10 转 5。

净利润与我们之前预期的有约 1500 万元的差异，主要原因在于：

- ✓ 综合毛利率低了 0.1%，影响约 1000 万元；
- ✓ 今年计入上市费用约 776 万，但此为一次性费用；
- ✓ 财务费用差异约 300 万元。

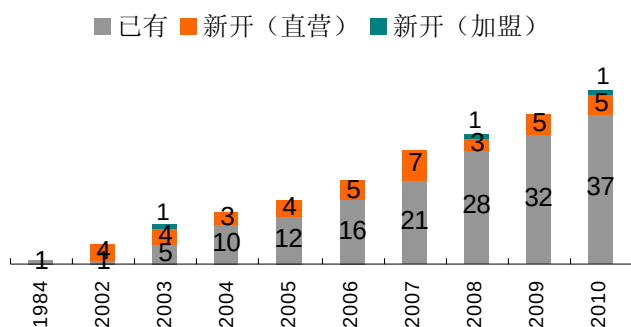
我们要强调的是，此增长率是在公司 8 月大幅调薪及主力门店 - 天虹购物广场停业改造升级为君尚百货的背景下实现的，实际门店经营情况更好。下面，我们就对年报所披露的信息一一做出详细分析。

二、快速扩张及良好内生增长推动收入快速增长

1、门店扩张有条不紊，2010 年面积扩张 20%

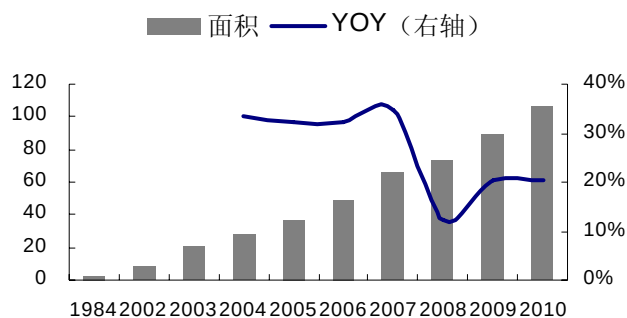
报告期内，公司新开直营店 5 家，分别为东莞黄江店、北京国展店、东莞厚街店、湖州爱山店、深圳横岗信义店；加盟店 1 家，深圳公明店，并将天虹购物广场店升级为君尚百货。截止 2010 年 12 月 31 日，公司已有门店 43 家，其中直营店 40 家，加盟店 3 家；按门店类型分，城市中心店 9 家，社区购物中心 33 家，君尚百货 1 家。总面积约 102 万平米，租赁面积占比约 95%。

图1：历年门店扩张



资料来源：招商证券研发中心

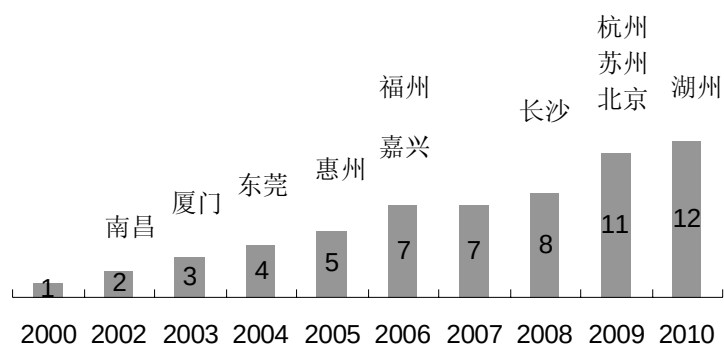
图2：历年面积扩张



资料来源：招商证券研发中心

报告期内，共进入城市 12 个，其中 2010 年新进入城市 1 个——湖州。

图3: 城市扩张之路



资料来源: 招商证券研发中心

表 1: 门店城市分布

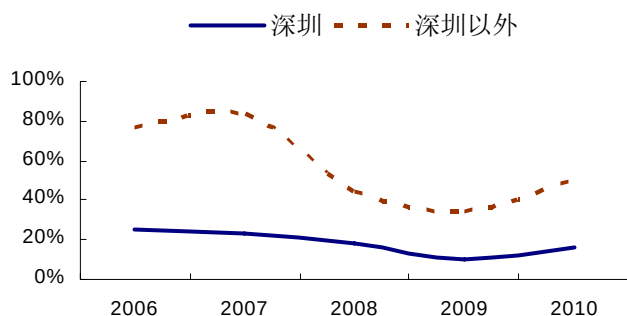
城市	门店数量	进入时间
深圳	22	1984
南昌	3	2002
厦门	3	2003
东莞	5	2004
惠州	2	2005
福州	1	2006
嘉兴	1	2006
长沙	1	2008
杭州	1	2009
苏州	1	2009
北京	2	2009
湖州	1	2010
合计	43	

资料来源: 招商证券研发中心

此外, 我们了解到, 公司于 2011 年 1 月开设了江苏溧阳店及福建永安店 (加盟), 截止目前, 公司共有门店 45 家, 总面积约 106 万平米。

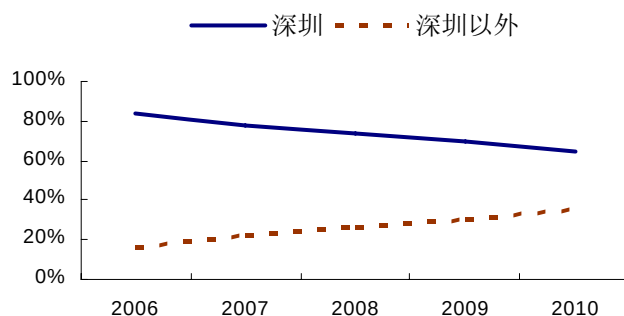
异地拓展逐渐深入, 深圳地区收入占比逐渐下降。

图4: 分地区收入增速



资料来源: 招商证券研发中心

图5: 分地区收入占比



资料来源: 招商证券研发中心

2、单店质量过硬，内生增长依然强劲，可比门店增速达 17.48%

在外延快速开店的同时，公司丝毫没有放松对单店经营质量的提升，总体可比门店增速达到 17.48%，值得注意的是，在门店店龄普遍达 4 年的华南地区，可比门店增速依然有 15.24%，我们认为，这虽然有 09 年上半年零售行业普遍受金融危机影响销售不佳，使得全年基数不高的原因，更多的则在于管理层优异的经营与单店挖潜能力！

表 2：各区域可比门店表现

区域	可比店同比增速
华南	15.24%
华中	31.58%
华东	23.43%
东南	25.13%
北京	
合计	17.48%

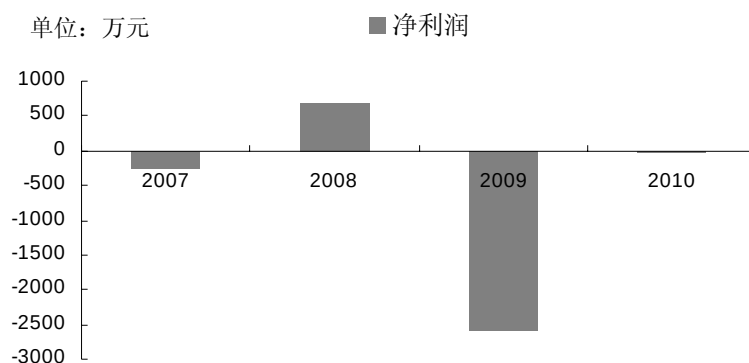
资料来源：公司公告

三、异地门店纷纷扭亏、减亏，密集布点规模优势显现

公司在深圳地区的发展态势已毋庸置疑，强大的规模优势使得在深圳新开门店第一年即可盈利，不少门店甚至当月即可盈利，之前公告的深圳公明店经营业绩已经充分说明了这一点，开业当年即实现约 300 万盈利。

我们更为关注的是异地店的经营情况，从总的结果来看，情况十分理想。公司深圳以外的门店都挂在天虹投资发展的下面，因此看天虹投资发展的经营状况即可知道公司异地店总的经营趋势。从数据上来，天虹投资发展，2010 年净利润 -25 万，而在 09 年，由于公司初进北京和苏州，当年净利润约为 -2600 万，显示在 2010 年，异地门店整体经营业绩有了较大的提升。

图6：天虹投资发展历年净利润



资料来源：招商证券研发中心

具体来看，东莞长安、南昌中山、福州万象、南昌红谷及惠州惠阳成功实现扭亏，而造成 09 年亏损较大的北京宣武店和苏州店，虽然 2010 年亏损额度与 09 年基本相同，但 09 年运营时间只有 8 个月，2010 年单月亏损额显著降低。

表 3: 各地子公司经营情况

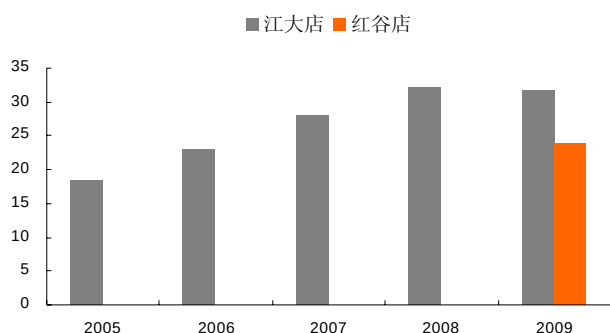
单位: 万元	09 年净利润	10 年净利润
南昌天虹	-1189	1978
厦门天虹	6656	7822
福州天虹	-982	130
东莞天虹	1784	3198
长沙天虹	-1838	-1463
浙江天虹	-304	-1090
嘉兴天虹	-443	453
苏州天虹	-2866	-3543
北京天虹商业（宣武）	-3251	-3546
北京时尚天虹（国展）		-1992
君尚百货		-235
常州天虹		-426
湖州天虹		-743

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

而北京的宣武店和国展店虽然亏损额较大，但相比两家门店的首年表现，同为当年 4 月底开业，宣武店的首年每平米亏损额约为 1478 元，而国展店的首年每平米亏损额约为 1245 元。

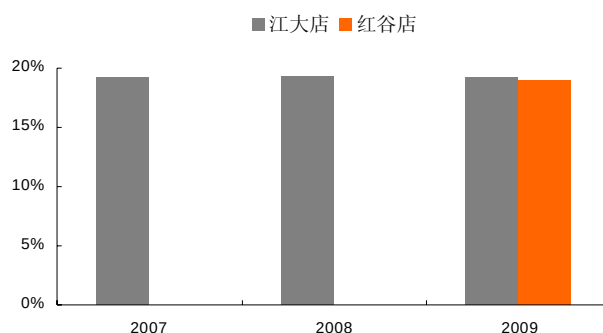
我们认为公司取得如此好的经营业绩主要的原因在于区域密集布点所带来的规模优势，主要体现在：老门店树立的良好品牌及口碑，使得新店的首年日均销售起点较高；区域内统采和招商，使得新店的综合毛利率起点较高；管理费用与促销广告费用的分摊。综合来看，不仅是新店的培育期渐短，还能进一步加强老店的盈利能力。

图7: 南昌江大店与红谷店日均销售对比



资料来源：招商证券研发中心

图8: 南昌江大店与红谷店综合毛利率对比



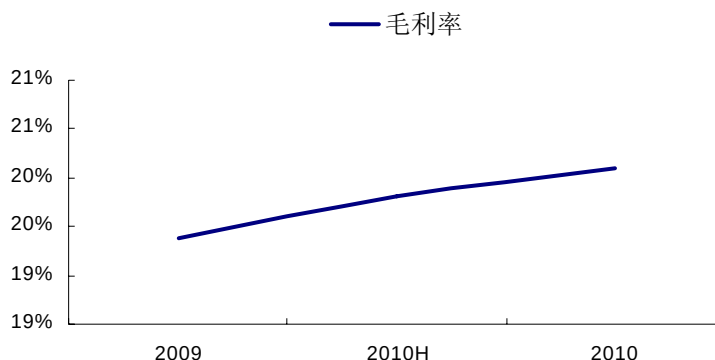
资料来源：招商证券研发中心

表 4: 南昌各门店培育期情况

	培育期
江大店	4 年左右
中山路店	3 年左右
红谷店	1 年左右

资料来源：招商证券研发中心

图9：深圳以外地区毛利率变动趋势



资料来源：招商证券研发中心

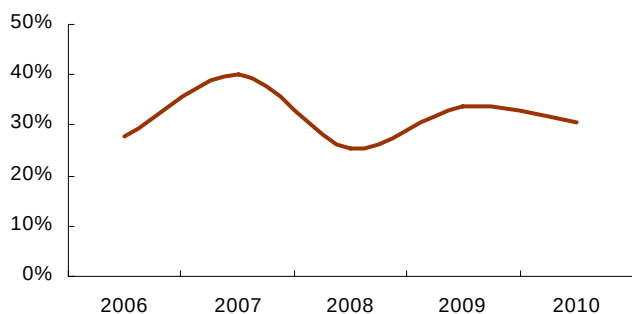
我们注意到，公司在 2010 年将经营组织架构进行了调整，成立华南、华中、华东、东南四个区域总部及北京公司，下设区域商品部、营销部、行政管理部和财务部，推进经营管理权下放，贴近市场和顾客，提高市场反应速度。我们认为此举更能适应百货行业地区间消费者习惯差异的现状，经营因地制宜，更加有利于长期发展。

四、百货部门招商能力进一步提高，供应链精耕细作及品类管理推升盈利能力

1、百货部门收入增速达 30%，高于总收入增速

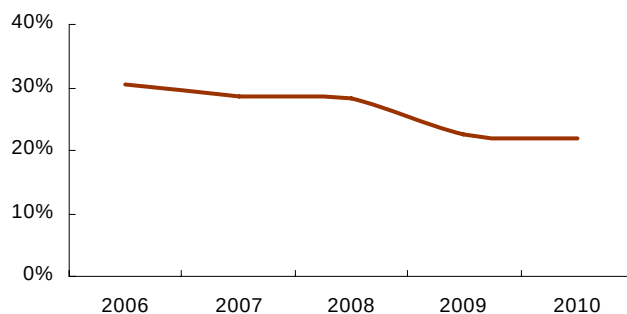
报告期内，百货部门成功引进核心品类关键性品牌 54 个，包括 LANCOME、BIOTHERM、SK-II、Dior、Guerlain、ANNA SUI、例外、23 区等国际和国内一线品牌，进一步丰富百货商品品牌资源；加快发展品牌代理业务，新增 3 个代理品牌；持续推进业务模式创新，开展鞋区统装、女鞋自营的试点经营并筹划百货自有品牌。

图10: 百货部门历年收入增速



资料来源: 招商证券研发中心

图11: 百货部门历年毛利率表现

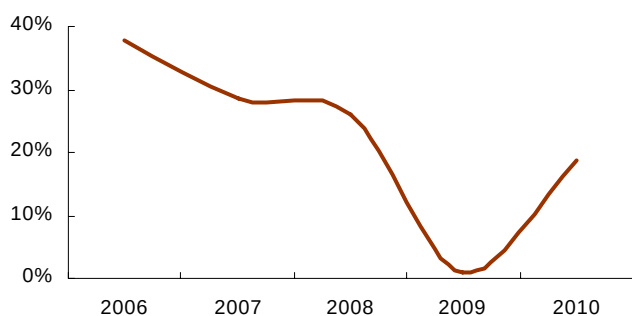


资料来源: 招商证券研发中心

2、超市部门收入增速显著回升，毛利率较 09 年提升 0.2%

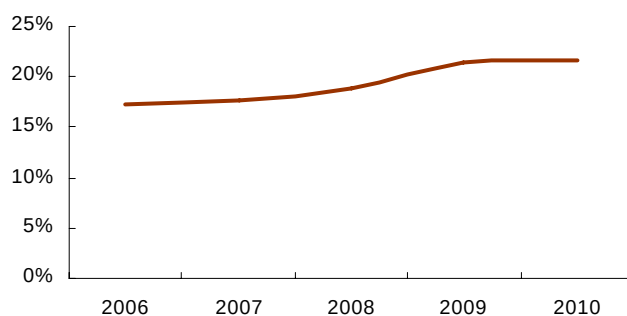
报告期内，进一步推进供应链优化和向供应链延伸；加快开发自有品牌，新增商品 SKU 数超 100 种；新增全国直供商品客户数 11 家；新建 4 个生鲜直采基地；同时构建内部供应商机制，优化陈列效果、新品上柜及营销计划性，均取得一定成果。2010 年，自有品牌和产地直采商品的销售分别同比增长近 50%、35%；深入推进品类管理，试点推进品类经理制度，进一步完善商品结构，并有效减低商品积压断货率。

图12: 超市部门历年收入增速



资料来源: 招商证券研发中心

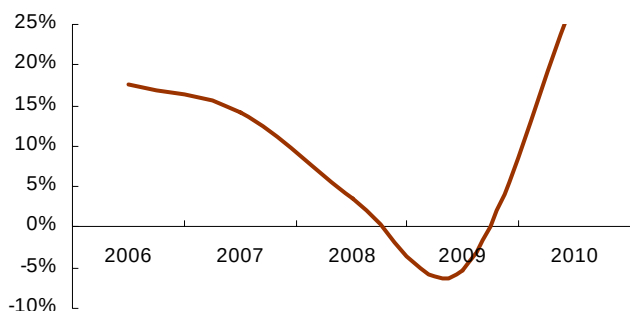
图13: 超市部门历年毛利率表现



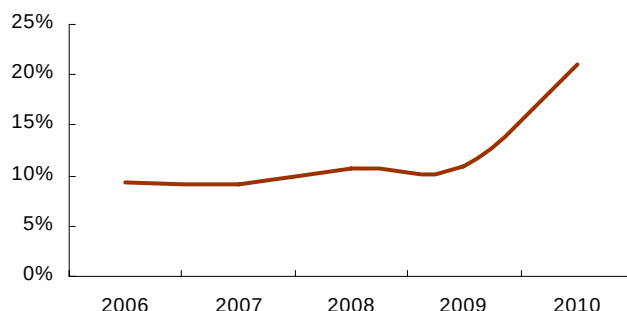
资料来源: 招商证券研发中心

3、X 部门加大餐饮、影院等配套品类引进，丰富业态

我们注意到 X 品类毛利率大幅上升了 9.94 个百分点，一方面原因是引进新的品类，低毛利率的家电产品销售占比降低，另一方面原因是将原家居品类从百货中分离出来，纳入 X 部门核算，使得收入及毛利率陡升。

图14: X部门历年收入增速


资料来源: 招商证券研发中心

图15: X部门历年毛利率表现


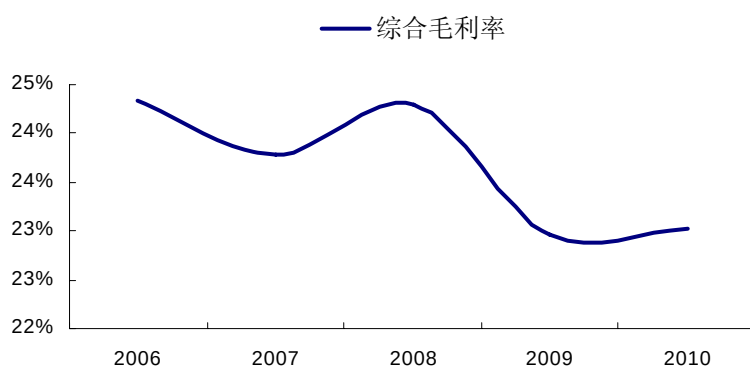
资料来源: 招商证券研发中心

4、综合毛利率稳中有升

表 5: 分业务收入结构

	2009	2010
百货	56.98%	58.99%
超市	36.65%	34.47%
X	4.63%	4.70%
维修加工	0.00%	0.01%
其他业务收入	1.74%	1.84%

资料来源: 招商证券研发中心

图16: 历年综合毛利率表现


资料来源: 招商证券研发中心

五、成本控制良好，期间费用率下降明显，经营日趋稳健

在快速扩张的同时，公司严格控制成本，加上强劲的内生增长，期间费用率呈下降趋势。虽然8月公司大幅提薪，但整体来看，员工薪酬占收入的比重依然下降了0.15%；租售比下降0.06%。积极推进节能减排，打造绿色商场，门店用水、用电量下降了2.3%，带来水电费占比总体下降0.31%。

表 6: 各项费率一览

营销费用率	15.19%	14.61%
职工薪酬	4.17%	3.82%
租赁费	4.64%	4.60%
水电费	2.58%	2.27%
折旧及摊销	1.74%	1.66%
运杂费	0.30%	0.25%
促销费	0.46%	0.48%
其他	1.30%	1.53%
管理费用率	1.59%	1.88%
职工薪酬	0.95%	1.16%
租赁费	0.13%	0.10%
水电费	0.02%	0.01%
折旧及摊销	0.21%	0.29%
上市费用	0.00%	0.08%
其他	0.28%	0.23%
营销管理费用率合计	16.78%	16.49%

资料来源：招商证券研发中心

资产负债表和现金流量表健康,经营性净现金流量达到 12.62 亿元,零供关系日趋和谐,应付帐款周转天数较去年同期下降了 3.5 天。

六、盈利预测与投资建议

由于深圳市国税局在去年底调整了城建税的征收比例,由 1%上调至 7%,我们测算对公司的负面影响约为 1000 万元,使得营业税金及附加率上调,我们略微修正公司 2011-12 年的盈利预测为 EPS1.68 及 2.31 元。

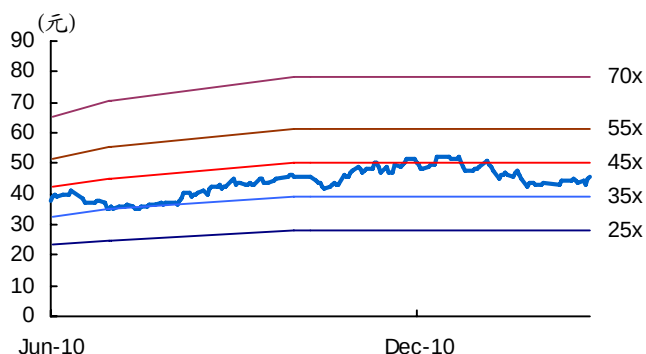
加税并不影响公司的核心价值,天虹的核心卖点在于开店空间大、快速的门店复制及异地拓展能力、密集布点的展店策略体现规模优势,股东实力雄厚,公司治理结构完善,管理层激励到位。维持“强烈推荐-A”投资评级,目标价位 70 元。

表 7：2010 年已开及公告新开店一览

	门店	地点	面积(平方米)	投资额(万元)	每平方米投资额	开业时间	备注
直营	东莞黄江店	东莞	26264			2010 年 4 月	
	北京国展店	北京	15398	2953	1918	2010 年 4 月	1686 万/年, 3 元/平米/天 (含管理费)
	东莞厚街盈丰广场	东莞	50000	4530	906	2010 年 8 月	
	湖州爱山广场	湖州	27800	3072	1105	2010 年 12 月	
	横岗信义	深圳	25000	4088	1635	2010 年 12 月	
	溧阳平陵广场	常州	24000	3093	1289	2011 年 1 月	已开
	东莞虎门	东莞	38000	4648	1223	2011 年	20 年租金 3.54 亿
	泉州世纪嘉园	泉州	24500	2513	1026	2011 年末	
	娄底万豪城市广场店	娄底	33000			2012 年	20 年租金 2.84 亿, 自开业起
	苏州木渎新华商业广场	苏州	39000	2654	681	2012 年中	20 年总租金 3.2 亿
	绍兴柯桥蓝天影视文化中心	绍兴	30000	3039	1013	2012 年中	20 年总租金 2.02 亿
	南昌京东购物广场	南昌	30000	2632	877	2012 年	
	成都武侯祠	成都	30000	3358	1119	2012 年	20 年总租金为 4.34 亿, 其中租金 3.97 亿, 管理费 0.37 亿
	赣州中航城	赣州	25000	2100	840	2012 年	业主为中航地产, 20 年总租金 2.59 亿, 起始租金 34 元/平米/月, 商业服务费 5 元/平米/月, 租金自第四年起每年递增 2%
	总部大楼旗舰店	深圳	39000			2013 年	自有物业
	株洲银天商业广场店	株洲	33552	2849	849	2013 年	20 年租金 4.09 亿, 自开业起付
	青岛中联诺德广场	青岛	47000	4073	867		租赁期 20 年, 总租金及管理费 5.36 亿
	龙岗坪山店	深圳	16629				20 年租金 1.1 亿, 自房产交付日起
	吉安天虹商场有限公司	吉安					母公司层面注册资本一亿设立天虹置业, 天虹置业注册资本 6000 万设立吉安天虹
	岳阳汇泽	岳阳					
	苏州新地	苏州	22000	2511	1141		20 年总租金 2.89 亿
加盟	深圳公明店	深圳	38000			2010 年 4 月	
	金华世贸中心广场店	金华	24000				加盟期 10 年
	永安新世纪广场店		19120			2011 年 1 月	加盟期 10 年, 已开
	威海东城国际	威海	34800				加盟期 3 年

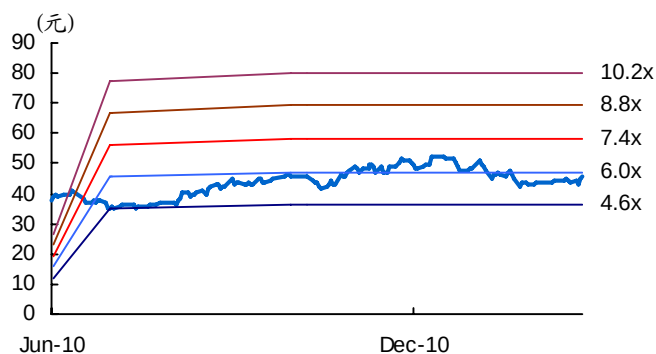
资料来源：招商证券研发中心

图17: 天虹商场历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图18: 天虹商场历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《天虹商场（002419）- 高速成长的扩张型连锁百货》08/16/2010

天虹是一个高成长性的零售公司，采取“百货+超市+X”组合业态的差异化经营模式，标准化程度高，可复制性强。开店拓展速度快，有数量有质量，采取区域密集布点的方式，体现规模效应，缩短门店培育期，内生性增速优异。公司未来保持年复合增长30%的增速可期，是不可多得的成长性百货公司。

2、《天虹商场（002419）- 小社区商业，大成长空间》12/24/2010

在大城市郊区化、交通日益拥堵、核心商圈竞争白热化及百货行业同质化竞争的背景下，社区商业将逐渐兴起。社区商业投资和运营成本低，投入产出比非常高，天虹商场作为运营社区商业的领先者，将有巨大发展空间。公司采取深耕优势区域，循序渐进、密集布点的扩张战略将有显著规模优势。我们认为天虹在每年8-10家新店基础上，利润保持30%-40%增速可期。

3、《天虹商场（002419）- 值得长期投资的百货龙头》08/19/2010

4、《天虹商场（002419）- 福建市场又添新店》09/08/2010

5、《天虹商场（002419）- 拟与股东“百货+商业地产”互动发展》09/20/2010

6、《天虹商场（002419）- 第三季度净利大增80%，全年有超预期可能》10/25/2010

7、《天虹商场（002419）- 进军成都》11/09/2010

8、《天虹商场（002419）- 山东市场再添新丁》12/09/2010

9、《天虹商场（002419）- 江西、苏州区域门店再加密》01/13/2011

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	2034	2399	5061	6432	8336
现金	1554	1698	4454	5645	7299
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	23	25	31	40	53
其它应收款	132	151	161	209	275
存货	198	205	290	376	495
其他	127	321	125	162	213
非流动资产	1010	1534	2089	2171	2277
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	663	644	1090	1023	974
无形资产	50	525	527	509	492
其他	297	365	472	638	811
资产总计	3044	3933	7150	8603	10613
流动负债	2356	3030	3840	4821	6184
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	876	1156	1279	1659	2186
预收账款	1102	1410	1964	2547	3357
其他	378	464	596	615	641
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	2356	3030	3840	4821	6184
股本	350	350	400	400	400
资本公积金	40	40	1912	1912	1912
留存收益	297	513	998	1470	2116
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	687	903	3310	3782	4428
负债及权益合计	3044	3933	7150	8603	10613

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	741	1169	1262	1727	2316
净利润	314	356	485	674	923
折旧摊销	0	0	0	278	314
财务费用	0	0	0	(27)	(35)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	801	1114
其它	427	813	777	0	0
投资活动现金流	(177)	(885)	(429)	(360)	(420)
资本支出	0	0	0	(360)	(420)
其他投资	(177)	(885)	(429)	0	0
筹资活动现金流	(172)	(155)	1923	(175)	(242)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(202)	(277)
其他	(172)	(155)	1923	27	35
现金净增加额	392	129	2756	1192	1654

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	6863	8057	10174	13178	17335
营业成本	5195	6207	7832	10155	13384
营业税金及附加	37	35	48	72	95
营业费用	1083	1224	1487	1895	2420
管理费用	162	128	191	211	269
财务费用	0	10	(6)	(27)	(35)
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	384	454	622	872	1201
营业外收入	20	20	24	24	24
营业外支出	11	3	4	4	4
利润总额	393	471	641	891	1220
所得税	80	115	156	217	297
净利润	314	356	485	674	923
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	314	356	485	674	923
EPS (元)	0.90	1.02	1.21	1.68	2.31

主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	24%	17%	26%	30%	32%
营业利润	11%	18%	37%	40%	38%
净利润	0%	14%	36%	39%	37%
获利能力					
毛利率	24.3%	23.0%	23.0%	22.9%	22.8%
净利率	4.6%	4.4%	4.8%	5.1%	5.3%
ROE	45.6%	39.4%	14.7%	17.8%	20.8%
ROIC	44.6%	38.8%	14.1%	16.9%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	77.0%	53.7%	56.0%	58.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.8	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.7	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	2.3	2.0	1.4	1.5	1.6
存货周转率	28.7	30.8	31.7	30.5	30.7
应收帐款周转率	269.5	334.2	363.7	369.9	372.4
应付帐款周转率	6.5	6.1	6.4	6.9	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.90	1.02	1.21	1.68	2.31
每股经营现金	2.12	3.34	3.15	4.32	5.79
每股净资产	1.96	2.58	8.27	9.45	11.07
每股股利	1.14	2.14	3.14	0.51	0.69
估值比率					
PE	49.5	43.6	36.6	26.3	19.2
PB	22.6	17.2	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	31.7	27.1	20.7	14.9	11.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。