

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

北京、苏州门店减亏符合预期，长沙门店已扭亏，君尚经营超预期
—2011 年中期业绩说明会纪要

近日，公司组织了 2011 年中期业绩说明会并参观沙井天虹，公司高管悉数出席。上半年，公司北京、苏州门店减亏符合预期，长沙芙蓉天虹已扭亏，君尚经营超预期。2011 年，公司有望新开门店 7-9 家，其中直营店 4-6 家，加盟店 3 家；直营店营业面积有望增加 13.92-18.98 万平方米，相比 2010 年增加 13.7%-18.7%。

投资要点：

- **北京、苏州门店大幅减亏，长沙芙蓉天虹已盈利，君尚经营超预期：**北京宣武天虹和苏州金鸡湖天虹上半年的营业利润分别为-907 万元和-613 万元，相比 2010 年大幅减亏；长沙芙蓉天虹上半年营业利润 22 万元，成功扭亏；君尚上半年营业利润 1270 万元，大幅超预期。
- **沿着既定目标“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”稳步推进，优势区域开店空间广阔：**珠三角：公司在这个区域只进入了 3 个城市—深圳、东莞、惠州，在其他城市的调研选址一直在进行中；在大本营深圳的盐田区还没有门店，深圳关内、关外均有很大的开店空间；在强势区域福州仅 1 家门店；在厦门岛外的集美区、海沧区、同安区、翔安区还没有门店，在漳州等临近城市也还有很大的开店空间。
- **电子商务冲击有限，网上天虹全年收入有望近亿元，注重线上线下的互动：**天虹商场有城市中心店和社区购物中心店，前者注重购物“体验”，后者注重便利性。公司已请专业机构评估电子商务对公司经营的影响，论证显示影响不明显。公司发展线上业务以法国巴黎春天为榜样，坚持网上天虹与实体店的互动。
- **优势区域毛利率仍有提升空间：**1) 品牌代理，向上游延伸；2) 与供应商进行战略合作；3) 品类管理：以鞋类和童装为例，公司出钱进行统装，半年进行一次品牌调整，议价能力大幅提高；4) 创新：采购领域创新，经营定位创新；以后海天虹为例，4 楼调整为品牌折扣店。
- **下半年开店 5-7 家，不会对业绩产生重大影响：**新开业门店一般有免租期，下半年开业有节日效应、平均单店投资成本小、部分费用可摊销、部分费用在上半年已有所消化，故不会对业绩产生大的影响。
- **激励到位，在原管理层持股的基础上，正在酝酿对新晋管理层的激励措施。维持盈利预测和评级：**预测公司 2011-2013 年营业收入增速分别为 32.4%、30.9%和 26.8%，3 年复合增长率 30%，净利润复合增长率 37%，EPS 分别为 0.85、1.17 和 1.56 元。给予 2011 年 35 倍 PE，目标价 29.75 元。
- **风险提示：**1、下半年通胀居高不下，中等收入阶层消费受抑制；2、新项目集中开业，收入、毛利不达预期；3、预付卡新规细则严厉程度超预期，严重影响收入

6-12 个月目标价： 29.75 元

当前股价： 23.63 元

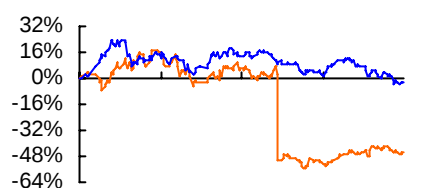
评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	10878.23
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	164
流通市值(亿)	39
EPS (TTM)	0.73
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	53.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	-5.59	13.06	1.64
深证成份指数	-6.75	-4.88	-15.45



2010/9 2010/12 2011/3 2011/6

— 天虹商场 — 深证成份指数

相关报告

《天虹商场-大本营深圳再签新项目，延续低成本扩张》2011-9-14

《天虹商场-首次进入区域门店大幅减亏，君尚表现超预期 —2011 年中报点评》

《天虹商场-严格管理，募集资金有节余；资金充裕，门店扩张有保障》2011-7-23

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10174	13472	17631	22350
同比(%)	26%	32%	31%	27%
归属母公司净利润(百万元)	485	680	937	1247
同比(%)	36%	40%	38%	33%
毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%
ROE(%)	14.7%	18.1%	21.4%	24.0%
每股收益(元)	0.61	0.85	1.17	1.56
P/E	38.97	27.81	20.16	15.15
P/B	5.71	5.04	4.31	3.63
EV/EBITDA	23	14	10	8

资料来源：中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

第一部分：高管交流	3
1、对下半年经营态势的判断	3
2、区域布点、门店扭亏情况	3
3、珠三角、福建省、江西省等优势区域开店空间	4
4、电子商务的冲击及网上天虹的经营情况	5
5、商业物业的供求情况、中国百货业的发展趋势	5
6、下半年门店集中开业，经营压力会否比较大？	6
7、2011 年开店情况	6
8、毛利率走势	7
9、再融资问题	8
10、解禁与减持	8
11、对新管理人员的激励	9
12、预付卡问题	9
第二部分：沙井天虹调研	9
1、沙井天虹概况	9
2、经营情况	9
3、竞争态势	9
4、增长点	9

第一部分：高管交流

总经理：赖伟宣；副总、总会计师：毛明华；副总 宋瑶明；董秘 万颖

1、对下半年经营态势的判断

总经理赖伟宣：下半年整体经济环境比较严峻，但零售行业还有不错的发展空间和机遇。

面临的挑战：

国际经济：全球经济复苏缓慢、新兴经济体通胀高企、大宗商品价格上涨导致输入性通胀

国内经济：国内经济增速放缓、货币政策趋紧、物价高企、城镇居民收入增速放缓、消费者信心不足

社会/人口：人口结构老化趋势加快、青壮劳动力缺口加大、人工成本快速上升

行业增长与发展机会：

国内经济：经济结构转型、区域规划相继出台、高铁网建设、城市化进程加快、区域发展不平衡。

2、区域布点、门店扭亏情况？

总经理赖伟宣：年初制定的扩展计划是“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”。目前，在快速发展华南区、东南区，华南区 80%以上的门店可以当年实现盈利；华北、华东区域在稳步发展，如果发展的过快，无法保证“有效益扩张，可持续发展”。嘉兴天虹 2010 年已实现盈利，苏州金鸡湖天虹今年或明年会实现盈利。北京宣武、国展天虹的减亏情况比较好，培育期在预计的 3-4 年内。

徐晓芳析：

表 1 部分门店减亏情况

序号	公司/门店	城市	区域	开业时间	营业面积 (平方米)	营业利润 (万元)				布局	培育期
						2008	2009	2010	2011H		
1	深圳国贸天虹	深圳	华南区	2008.12.5	35,698	-677	848	1,952	1,527	同城布点	1 年
2	君尚百货	深圳	华南区	2010.11.25	37,781				1,269.92	首家君尚	约 2 个月
3	深圳横岗信义天虹	深圳	华南区	2010.12.25	20,000				11.87	同城布点	半年
4	南昌红谷天虹	南昌	华中区	2009.9.4	20,000			171	483.15	同城布点	1 年
5	长沙芙蓉天虹	长沙	华中区	2008.12.6	30,000	-999	-1,823	-1,247	21.64	首次进入	3 年
6	惠州惠阳天虹	惠州	华南区	2009.9.12	27,500		-460	64	275.58	同城布点	1 年
7	东莞厚街天虹	东莞	华南区	2010.8.6	49,578				-933.46	同城布点	预计 2 年
8	苏州金鸡湖天虹	苏州	华东区	2009.4.24	50,912		-3,045	-2,924	-613.34	首次进入	预计 3 年
9	浙江湖州天虹	湖州	华东区	2010.9.30	27,800				-1259.09	首次进入	预计 2-3 年

10	杭州萧山天虹	杭州	华东区	2009.12.17	17,800		-376	-819	-691.45	首次进入	预计 3-4 年
11	江苏常州溧阳天虹	常州	华东区	2011.1.18	24,000				-416.81	首次进入	预计 1-2 年
12	北京宣武天虹	北京	华北区	2009.4.25	22,000		-3,365	-2,832	-907.43	首次进入	预计 3 年

资料来源：公司公告，中投证券研究所

从以上门店数据来看：

- a) 优势区域深圳、南昌等城市新门店的培育期在 1 年以内；
- b) 区域首次进入的门店中，长沙芙蓉天虹已实现盈利，苏州金鸡湖天虹、北京宣武天虹均大幅减亏。乐观情况下，苏州金鸡湖天虹有望 2011 年实现盈利；保守情况下，2012 年实现盈利。异地首家门店 3-4 年的培育期相吻合。

苏州储备项目有：

项目名称	性质	省份	城市	建筑面积 (平方米)	总投资额	单位面积 投资额 (元/平)	租金 元/月·平 米	物业 性质	预计开业时间
苏州新地项目	直营店	江苏省	苏州市	22,000	2,511	1,141	55	租赁	N.A.
苏州木渎新华商业广场项目	直营店	江苏省	苏州市	39,000	2,654	681	N.A.	租赁	2012 年中

以上两项目开业后，将与金鸡湖天虹形成很好的协同效应，盈利能力将大幅增强。

- c) 于 2010 年 11 月 25 日开业的首家君尚，上半年已实现营业利润 1269.92 万元，大幅超预期。2012 年，深圳中航广场君尚将开业；2013 年，公司总部大楼君尚将开业。随着门店的增加，公司在高端品牌方面的招商能力将进一步增强。

3、珠三角、福建省、江西省等优势区域开店空间

总经理赖伟宣：三个优势区域均有很大的开店空间

- a) 珠三角：其实在这个区域只进入了 3 个城市—深圳、东莞、惠州，在其他城市（广州、佛山等）的拓展工作一直在进行中。但不会盲目开店，而是寻找时机进入。深圳：在盐田区还没有门店，关内、关外均有很大的开店空间。
- b) 福州：目前仅 1 家门店，开店空间很大。
- c) 厦门：只是在岛内布点了，在岛外的集美区、海沧区、同安区、翔安区还没有门店，在漳州等临近城市也还有很大的开店空间。

徐晓芳析：

现深圳 20 家社区购物中心店，1 家君尚，1 家加盟店；2011 年下半年深

圳龙华耀丰通项目（2 万平方米）将会开业，2012 年上半年南山振业店开业（1.9 万平方米）、下半年中航广场君尚店、横岗松柏路信义御城豪园项目（3.43 万平方米）有望开业；2013 年，总部君尚店有望开业。

深圳现有储备项目：

- 1) 深圳龙华耀丰通项目—2011 年下半年或 2012 年；
- 2) 中航广场（老深南店原址）--君尚—2012 开业；
- 3) 横岗松柏路信义御城豪园项目（3.43 万平方米）— 2012 年开业；
- 4) 总部大楼项目（5.6 万平方米）--君尚—2013 年开业；
- 5) 坪山时代花园项目（1.66 万平方米），开业时间不详；

4、电子商务的冲击及网上天虹的经营情况

总经理赖伟宣：认为电子商务对实体店的冲击是肯定存在的，但取代实体百货是不可能的。真正成长好的电商有两类：一类是平台式的，如淘宝，销售额很大，但不能算在淘宝身上；第二类是 B2C 模式，如凡客。像亚马逊和苏宁，其电子商务先是走专业化销售道路，后向百货业务发展。目前扩展的部分是不赚钱的，未来能否赚钱还不能确定，持怀疑态度。

天虹商场有城市中心店和社区购物中心店，前者注重购物“体验”，后者注重便利性。已请社科院的专家就网络购物对天虹实体店的影响进行过分析考证，目前看是没有影响，未来是否有影响未可知。

有人建议天虹大张旗鼓的发展电子商务，有风投愿意投资，但公司坚持网上天虹要与实体店互动。在这方面，公司以法国巴黎春天作为榜样。

目前，网上天虹的品类主要是超市用品、妇婴和折扣商品。网上天虹的销售增速在 100-200%左右，预计 2011 年销售收入近亿元。

5、商业物业的供求情况、中国百货业的发展趋势

总经理赖伟宣：前几年，房价和租金是倒挂的，房价很高，而租金很便宜。前几年，好的商铺甚至卖到几十万元每平方米，严重背离价值。目前，租金在慢慢回升，租金和房价的失衡逐渐减小，趋于合理化。

现在越来越多的市场参与者做商业地产。有些地方，如华东区商铺的供应已呈过剩态势，而中西部的商业物业是不足的。在西部，很难找到合适的商业物业。

国内百货业依然比较分散，未来集中度会提高。相比分散的欧洲模式，赖总认为中国百货业会逐渐向美国式的寡头垄断模式靠近。

国外百货的毛利率远高于国内，以美国为例，自营和自有品牌的毛利均超过 40%，平均毛利 30%以上。由于国外费用率高，国内外百货净利率差不多。

6、下半年门店集中开业，经营压力会否比较大？

副总、总会计师毛明华：开店注重节日效应，上半年只有两个大节日，下半年节日较多，倾向于放在下半年开业。新开业门店一般有免租期、下半年开业有节日效应、平均单店投资成本小、部分费用可摊销、部分费用在上半年已有所消化，故不会对业绩产生大的影响。

7、2011 年开店情况

总经理赖伟宣，副总、总会计师毛明华：2011 年 1 月 16 日，加盟店福建永安天虹开业；1 月 18 日，直营店江苏常州溧阳天虹开业；9 月 8 日，虎门天虹开业。预计 2011 年要开业的门店有：

- 1) 深圳龙华耀丰通项目 2 万平米 直营店（2011 年底或 2012 年初）
- 2) 赣州中航城项目 2.5 万平米 直营店
- 3) 泉州世纪嘉园项目 2.45 万平米 直营店
- 4) 娄底万豪城市广场项目 3.3 万平米 直营店（2011 年底或 2012 年初）
- 5) 威海东城国际项目 3.48 万平米 加盟店
- 6) 金华世贸中心项目 2.4 万平米 加盟店

徐晓芳析：

预计 2011 年新开门店在 7-9 家左右，其中加盟店会有 3 家（确认开 3 家）；另，3 月 4 日，公明天虹（3.8 万平米）由加盟店转为直营店。全年预计新增直营店 4-6 家，营业面积增加 13.92-18.98 万平方米，相比 2010 年增加 13.68%-18.65%。

表 2 储备项目情况

序号	项目名称	性质	省份	城市	建筑面积 (平方米)	总投资额	单位面积 投资额 (元/平)	租金 元/月·平 米	物业性 质	预计开业 时间
1	威海市东城国际项目加盟店	特许加盟店	山东省	威海市	34,800	-	-	-	加盟	2011 年 10 月
2	金华世贸中心广场项目	特许加盟店	浙江省	金华市	24,000	-	-	-	加盟	2011 年
3	深圳龙华耀丰通项目	直营店	广东省	深圳市	20000				租赁	2011 年底或 2012 年
4	赣州中航城项目	直营店	江西省	赣州市	25,000	2,196	878	39	租赁	2011 年
5	泉州世纪嘉园项目	直营店	福建省	泉州市	24,500	2,513	1,026	N.A.	租赁	2011 年末
6	娄底市万豪城市广场项目	直营店	湖南省	娄底市	33,000	3,193	968	36	租赁	2011 年末或 2012 年
7	株洲银天商业广场项目	直营店	湖南省	株洲市	33,552	N.A.	N.A.	51	租赁	2012 年
8	岳阳中航国际广场项目	直营店	湖南省	岳阳市	18,500	2,892	1,563	39.5	租赁	2012 年

9	深圳南山区振业星海商业广场项目	直营店	广东省	深圳市	19,000	2,203	1,159	84	租赁	2012 年
10	深圳中航广场项目	直营店	广东省	深圳市	18,180	N.A.	N.A.	N.A.	租赁	2012 年
11	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	直营店	浙江省	绍兴县	30,000	3,039	1,013	28	租赁	2012 年
12	青岛中联诺德广场项目	直营店	山东省	青岛市	47,000	N.A.	N.A.	47	租赁	2012 年
13	南昌联发广场项目	直营店	江西省	南昌市	38,000	36,134	9,509	-	购买	2012 年
14	成都莱蒙置地广场项目	直营店	四川省	成都市	30,500	3,358	1,101	59	租赁	2012 年
15	北京新奥购物中心项目	直营店	北京市	北京市	37,000	5,629	1,521	109	租赁	2012 年
16	苏州木渎新华商业广场项目	直营店	江苏省	苏州市	39,000	2,654	681	N.A.	租赁	2012 年中
17	深圳横岗松柏路信义御城豪园	直营店	广东省	深圳市	34360	5467	1,591	58	租赁	2012 年
18	南昌达观国际广场项目	直营店	江西省	南昌市	30,000	N.A.	N.A.	24	租赁	2013 年
19	苏州新地项目	直营店	江苏省	苏州市	22,000	2,511	1,141	55	租赁	N.A.
20	深圳坪山东晟时代花园项目	直营店	广东省	深圳市	16,629	N.A.	N.A.	28	租赁	N.A.
合计					575,021	71,789				
平均（租赁项目）							1,149	51		
	项目名称	性质	省份	城市	土地面积（平方米）	土地成交金额（万元）	土地价格（元/平方米）	建筑面积（平方米）	总投资额（万元）	预计开业时间
21	总部大楼工程建筑投资项目	竞拍土地自建商场	广东省	深圳市	39,600	47,600	12,020	56,000	88,000	2013 年
	总部大楼配套停车场	配套项目	广东省	深圳市	3,354	2,596	7,740	11,400	N.A.	2013 年
22	吉安市吉州区项目	竞拍土地自建商场	江西省	吉安市	17,062	4,994	2,927	N.A.	N.A.	2013 年

资源来源：公司公告，中投证券研究所

8、毛利率走势

副总宋瑶明：未来综合毛利率的走势，目前无法判断。但就珠三角、福建、江西等优势区域来讲，毛利率还有提升空间：

1) 品牌代理：向上游延伸，做某些品牌全中国的代理、区域代理或城市代理；

2) 战略合作：去年签订了 40 多份战略合作协议

3) 品类管理：以鞋类和童装为例，公司出钱进行统装，节约空间，对品牌调整的频率加大，提升议价能力，提高扣点；

4) 创新：采购领域的创新；经营定位创新，以后海天虹为例，4 楼变为品

牌折扣店

9、再融资问题

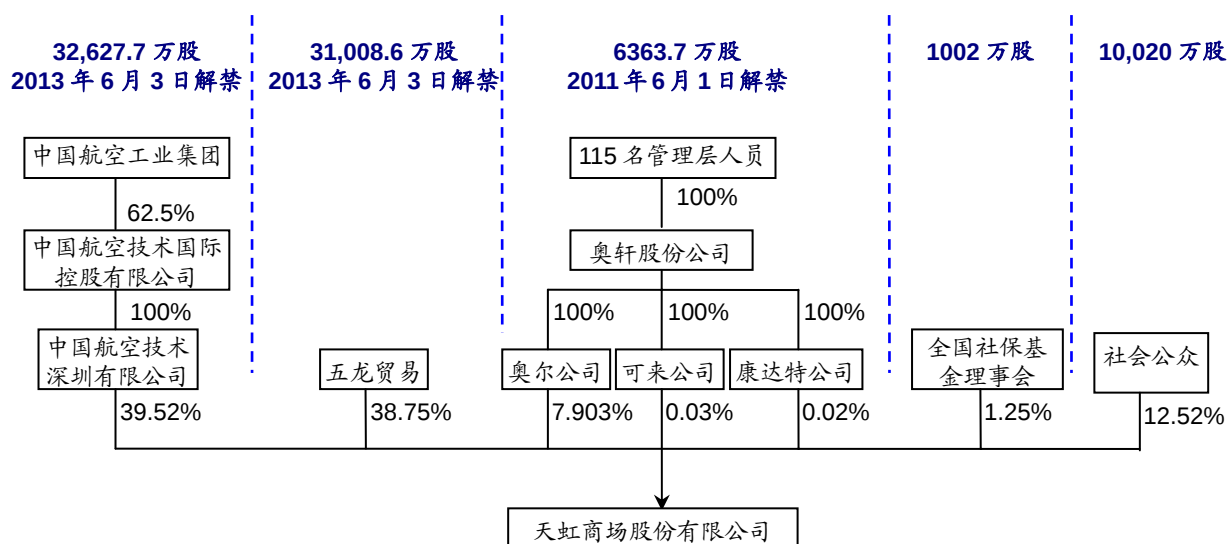
副总、总会计师毛明华：超募资金 2.39 亿、加上公司目前的现金流，应对开店完全没有问题，暂无再融资考虑。

10、解禁与减持

总经理赖伟宣，副总、总会计师毛明华：奥轩、奥尔、可来、康达特公司有关于员工减持的明确规定，但细节不便于透露。高管锁定 3 年，2013 年 6 月才可解禁。持股人都是独立的投资者，减持不存在同进同出的问题。

徐晓芳析：

图 1 公司股权架构及解禁时间



资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们认为，6 月 1 日管理层持有的 6363.7 万股解禁不会对股价产生大的冲击，原因如下：

首先，赖伟宣、高书林、胡自轩、宋瑶明等 11 位高管持有 6363.7 万股中的 1351.64 万股，占比 21.24%。根据上市时的承诺，董事、监事、高管所持有的股票限售期为 3 年，即该 1351.64 万股的解禁日期为 2013 年 6 月 1 日。

其次，根据公司的规定，若管理层出售股权时在公司服务不满 10 年，则必须以市价的一定折扣出售。经计算，在 104 名中层持股管理人员中，在公司服务不满 10 年的有 33 名，所持股占管理层持股总数的 21.38%。我们认为，服务不满 10 年的 33 名管理人员减持的概率较低。

第三，管理层对上市公司是间接持股，所持股不能在二级市场流通。管理层套现上市公司股权需先转让奥轩股份公司的股权，涉及企业所得税、个人所得税等，预计综合税负在 40%左右。以 2010 年为基期，预计未来 3 年公司

营业收入年复合增长率 30%、净利润复合增长率 37%；而公司正处于上市后的高速发展初期，相信理性的管理层不会选择减持。

第四，公司流通盘小，股票流动性不足。若管理层适度减持，将有助于提高流动性，使股价更合理的反映公司的内在价值。

11、对新管理人员的激励

总经理赖伟宣：上市时就承诺过，会对新管理层做激励。至于采用什么形式，目前尚不确定。

12、预付卡问题

总经理赖伟宣，副总、总会计师毛明华：购物卡是悬在商业企业头上的达摩克里斯之剑，现在掉下来了——政府明确了预付卡的合法性。就购物卡的销售情况来看，今年和去年差不多，本以为会有大的增长，但目前来看增长不明显。

第二部分：沙井天虹调研

1、沙井天虹概况

店长张总：沙井天虹 2004 年 4 月 24 日开业，经营面积经过 3 次扩充至目前的 31850 平方米。当年开业，当年盈利。沙井本地人口仅 2 万多人，最实际上常驻人口最多时超 90 万；所处地理位置优越，顾客以政府部门公务员、工厂里的白领为主。周边仅 3 个商业住宅区，其他全是集资房和农民房。

2、经营情况

店长张总：2011 年上半年同店收入增长 25%，利润增长也差不多是这个水平。该门店 2009 年销售收入 3.44 亿元，按年增长 25%推测，2011 年的销售收入可达 5.37 亿元，平效 1.68 万元。

目前，该门店有会员 10 万人，活跃会员约 7-8 万。

该门店客单价 140 元，其中百货 200 多元，超市 70 多元。

品类方面：百货占 51%、超市 39%、家电 10%

人员：专柜（联营）1444 人；自营 297 人

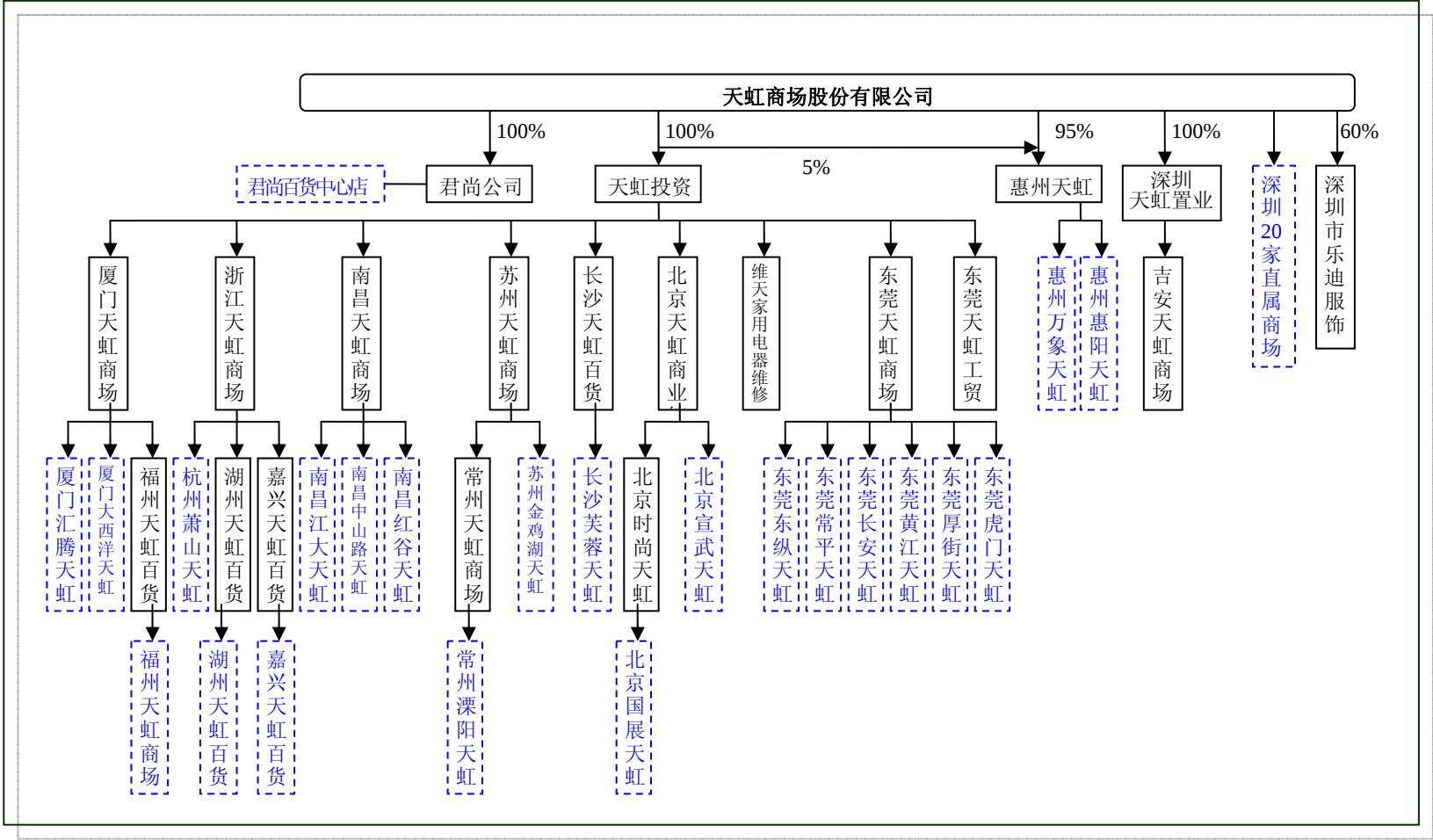
3、竞争态势

店长张总：目前，沙井天虹的主要竞争对手是万家、岁宝和佳华商场。明年会开沃尔玛，预计沙井天虹超市业务会受影响，但影响不会太大。

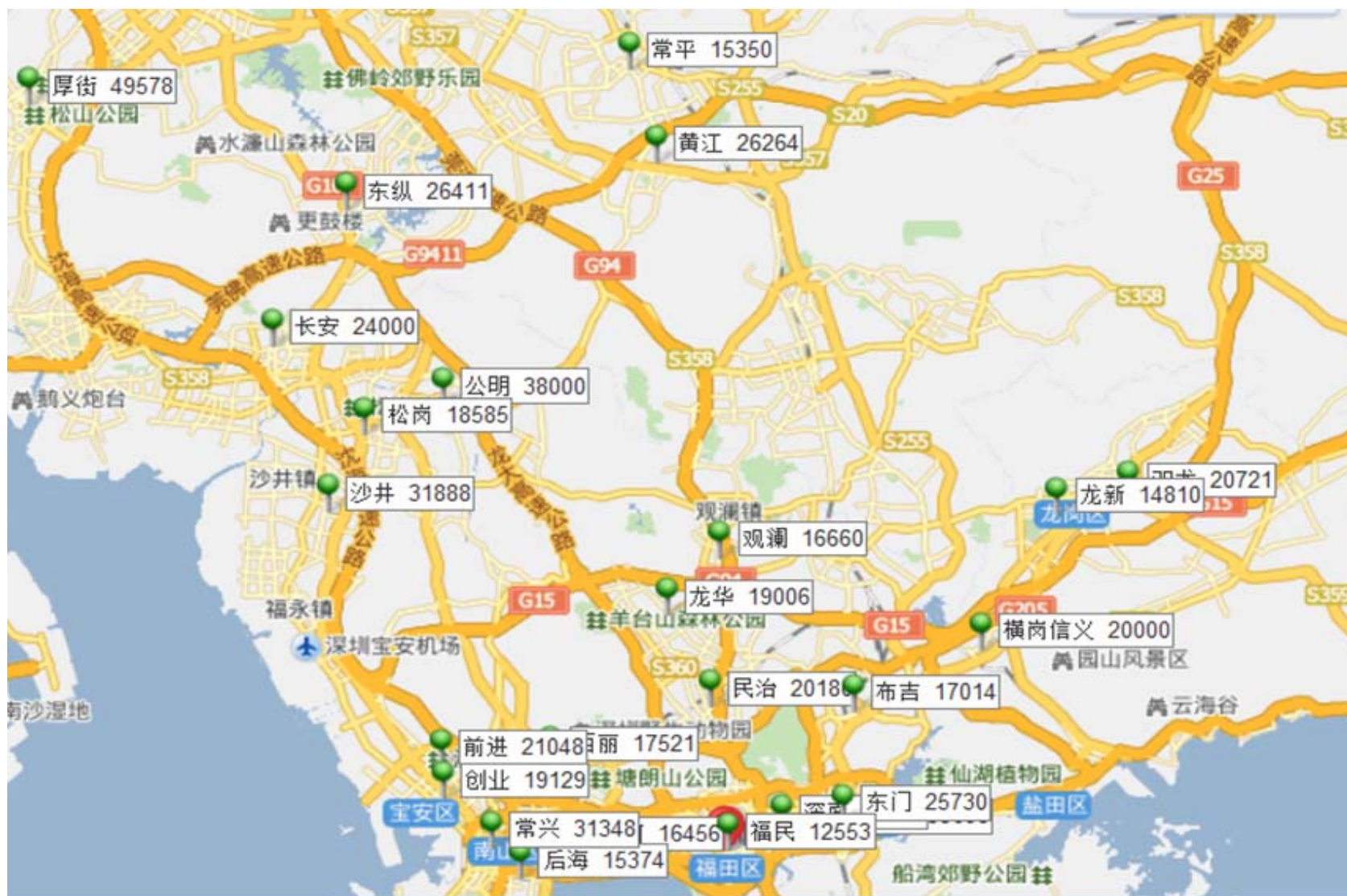
4、增长点

店长张总：1、大环境向好：宝安区计划把沙井打造成电子产业功能区，工厂数量和人数会增加，客群更庞大；2、优化品类组合，推动提档升级

附录 1 公司架构



附录 2 公司深圳门店分布图



附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5061	6503	8307	10509	营业收入	10174	13472	17631	22350
现金	4453	5650	7191	9093	营业成本	7832	10384	13608	17272
应收账款	31	43	56	72	营业税金及附加	48	63	82	105
其它应收款	161	269	353	447	营业费用	1487	1901	2400	2930
预付账款	115	156	204	259	管理费用	191	253	330	416
存货	290	384	503	639	财务费用	-6	-14	-12	-7
其他	10	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2089	2318	2541	2749	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1090	1329	1552	1760	营业利润	622	883	1224	1634
无形资产	527	527	527	527	营业外收入	24	20	20	20
其他	472	462	462	462	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	7150	8820	10848	13258	利润总额	641	898	1239	1649
流动负债	3840	5071	6467	8051	所得税	156	219	302	401
短期借款	0	0	0	0	净利润	485	680	937	1247
应付账款	1279	1765	2313	2936	少数股东损益	0	0	0	0
其他	2560	3306	4154	5115	归属母公司净利润	485	680	937	1247
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	616	1032	1389	1819
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.21	0.85	1.17	1.56
其他	0	0	0	0					
负债合计	3840	5071	6467	8051	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	400	800	800	800	成长能力				
资本公积	1912	1712	1712	1712	营业收入	26.3%	32.4%	30.9%	26.8%
留存收益	998	1238	1869	2695	营业利润	37.1%	42.1%	38.6%	33.5%
归属母公司股东权益	3310	3750	4381	5207	归属于母公司净利润	36.3%	40.1%	37.9%	33.0%
负债和股东权益	7150	8820	10848	13258	获利能力				
					毛利率	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%
现金流量表					净利率	4.8%	5.0%	5.3%	5.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.7%	18.1%	21.4%	24.0%
经营活动现金流	0	1813	2234	2717	ROIC	22.8%	23.2%	23.5%	24.2%
净利润	485	680	937	1247	偿债能力				
折旧摊销	0	162	177	192	资产负债率	53.7%	57.5%	59.6%	60.7%
财务费用	-6	-14	-12	-7	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.32	1.28	1.28	1.31
营运资金变动	0	995	1132	1285	速动比率	1.24	1.21	1.21	1.23
其它	-479	-9	0	0	营运能力				
投资活动现金流	0	-390	-400	-400	总资产周转率	1.84	1.69	1.79	1.85
资本支出	0	300	300	300	应收账款周转率	358	359	354	349
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.43	6.82	6.67	6.58
其他	0	-90	-100	-100	每股指标（元）				
筹资活动现金流	0	-226	-294	-415	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.85	1.17	1.56
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	2.27	2.79	3.40
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.69	5.48	6.51
普通股增加	50	400	0	0	估值比率				
资本公积增加	1872	-200	0	0	P/E	38.97	27.81	20.16	15.15
其他	-1922	-427	-294	-415	P/B	5.71	5.04	4.31	3.63
现金净增加额	0	1197	1540	1902	EV/EBITDA	23	14	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。重点覆盖公司: 天虹商场、友好集团、欧亚集团、广州友谊、通程控股、天音控股等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434