

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

## 大本营深圳低成本再签新项目, 试水大体量购物中心

公司公告租赁深圳市宝安区沙井新沙路项目地上一层至八层, 用于开设天虹商场。租赁面积约为 9.6 万平米, 租赁期 20 年, 项目总投资约为 5,991 万元, 交易总金额约为 119,436 万元 (含租金和物业管理费)。项目预计 2015 年开业, 公司提前锁定成本。

### 投资要点:

- **大本营深圳仍有广阔的开店空间:** 公司现有 46 家门店, 其中 22 家位于深圳市。2011 年上半年, 深圳地区的营业收入占比 62.9%, 毛利润占比 65.0%, 是公司利润的主要贡献区域。目前, 公司即使在深圳“关内”也仍有众多空白点, 如盐田区还没有门店。2008 年深圳推行户籍一体化, 取消关内关外之分, 宝安区、龙岗区、光明新区、坪山新区的经济得以大发展, 给公司新开门店提供了广阔的空间。
- **试水大体量购物中心:** 公司门店以社区购物中心为主, 现有 43 家直营门店的平均建筑面积为 2.54 万平米。本次新签深圳沙井新沙路项目 9.6 万平米, 是公司现有门店和储备项目中体量最大的一个。预计该项目的百货和超市面积均将刷新公司的记录, X 业态也将得到大大丰富, 预计将包括电影院、餐饮、家居、游乐场等。本项目已不仅仅是社区购物中心或城市中心店, 实为大体量购物中心业态。
- **延续了一贯的低成本扩张风格:** 该项目折合租金水平为 52 元/月·平米, 低于此前公布的深圳横岗信义御城豪园项目 (58 元/月·平米) 和南山区星海广场项目 (84 元/月·平米); 折合单位面积投资额 624 元/平米, 是目前储备项目中单位面积投资额最低的一个。根据已公告数据测算, 19 个租赁物业项目平均租金水平仅为 51 元/月·平米, 平均单店投资额仅为 3,471 万元, 平均单位面积投资额 1,106 元。
- **深圳新门店培育期仅为 1 年:** 深圳国贸天虹 2008 年底开业, 2009 年实现营业利润 848 万元; 横岗信义天虹和君尚百货 2010 年底开业, 今年上半年已分别实现营业利润 12 万元和 1,270 万元。预计本项目开业后, 也可以在 1 年左右实现盈利。
- **储备项目丰富, 开店费用已提前消化:** 公司已公告 25 个储备项目, 其中租赁项目 19 个, 购买物业项目 1 个, 拿地自建物业项目 3 个, 加盟店项目 2 个; 合计建筑面积约 85 万平米, 相当于现有建筑面积的 73.4%。公司计划每年开店 8-10 家, 但我们预计 2012 年的开店数量将超过 10 家。相关费用已当月计提, 新门店不会带来业绩的大幅波动。
- **维持盈利预测:** 公司社区百货的独特定位和我国城镇化的快速推进决定了公司在外延扩张上没有天花板。暂维持盈利预测: 2011-13 年 EPS 0.85 (偏高)、1.17 和 1.56 元, 3 年 CAGR 37%, 给予 35 倍 PE, 目标价 29.7 元, 强烈推荐评级。
- **风险提示:** 异地新门店减亏过程出现波动; 新门店培育期过长

6-12 个月目标价: 29.70 元

当前股价: 22.39 元

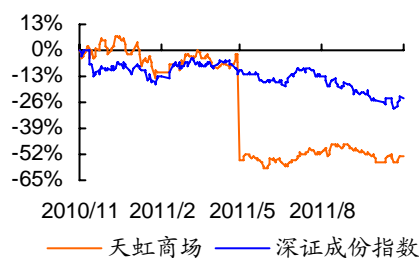
评级调整: 维持

### 基本资料

|           |          |
|-----------|----------|
| 深证成份指数    | 10480.91 |
| 总股本(百万)   | 800      |
| 流通股本(百万)  | 164      |
| 流通市值(亿)   | 37       |
| EPS (TTM) | 0.74     |
| 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   | 5.61 | -2.40  | 3.99   |
| 深证成份指数 | 1.83 | -12.59 | -14.88 |



### 相关报告

《天虹商场-淡季表现平稳; 预收帐款增 32%, 为未来销售高增长提供支撑 —2011》  
《天虹商场-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》  
《天虹商场-大本营深圳再签新项目, 延续低成本扩张》2011-9-14

### 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           | 37.04 | 26.43 | 19.16 | 14.40 |
| P/B           | 5.43  | 4.79  | 4.10  | 3.45  |
| EV/EBITDA     | 17    | 13    | 10    | 7     |

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司租赁、购买物业、加盟店储备项目

| 序号 | 项目名称            | 性质              | 省份  | 城市  | 建筑面积<br>(平方米)  | 总投资额          | 单位面积<br>投资额<br>(元/平) | 租金<br>(元/<br>月·平米) | 物业<br>性质 | 预计开业<br>时间      | 拓展<br>性质 |
|----|-----------------|-----------------|-----|-----|----------------|---------------|----------------------|--------------------|----------|-----------------|----------|
| 1  | 深圳市宝安区沙井新沙路项目   | 直营店             | 广东省 | 深圳市 | 96,000         | 5,991         | 624                  | 52                 | 租赁       |                 | 同城布点     |
| 2  | 厦门海沧绿苑新城项目      | 直营店             |     |     | 27886          |               |                      |                    | 租赁       | 2012年           | 同城布点     |
| 3  | 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           | 同城布点     |
| 4  | 深圳龙华耀丰通项目       | 直营店             | 广东省 | 深圳市 | 20000          |               |                      |                    | 租赁       | 2011年末<br>或12年初 | 同城布点     |
| 5  | 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           | 同城布点     |
| 6  | 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          | 新进入      |
| 7  | 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           | 同城布点     |
| 8  | 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.            | 同城布点     |
| 9  | 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           | 同城布点     |
| 10 | 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           | 新进入      |
| 11 | 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           | 新进入      |
| 12 | 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           | 新进入      |
| 13 | 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.            | 同城布点     |
| 14 | 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          | 同城布点     |
| 15 | 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           | 新进入      |
| 16 | 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           | 同城布点     |
| 17 | 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           | 同城布点     |
| 18 | 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           | 新进入      |
| 19 | 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           | 新进入      |
| 20 | 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           | 新进入      |
| 21 | 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年末<br>或12年初 | 新进入      |
| 22 | 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           | 新进入      |
|    |                 | <b>合计</b>       |     |     | <b>698,907</b> | <b>77,780</b> |                      |                    |          |                 |          |
|    |                 | <b>平均(租赁项目)</b> |     |     |                |               | <b>1,106</b>         | <b>51</b>          |          |                 |          |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

表 2 公司拿地自建物业储备项目

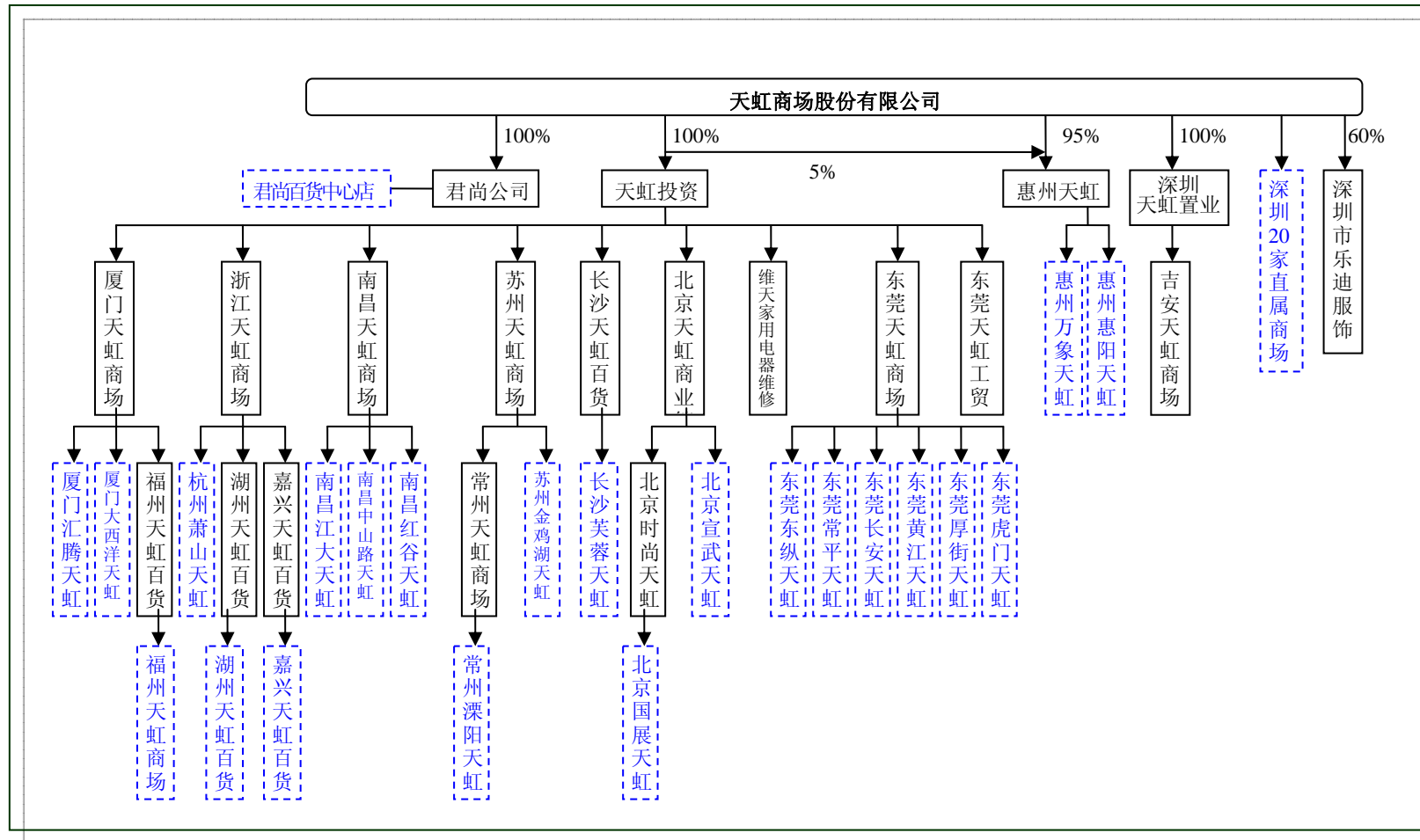
| 项目名称                | 性质           | 省份  | 城市  | 土地面积<br>(平方米) | 土地成交<br>金额(万<br>元) | 土地价格<br>(元/平<br>米) | 建筑面积<br>(平方米) | 总投资额<br>(万元) | 预计开业<br>时间 | 拓展性质 |
|---------------------|--------------|-----|-----|---------------|--------------------|--------------------|---------------|--------------|------------|------|
| 23 总部大楼工程建筑<br>投资项目 | 竞拍土地<br>自建商场 | 广东省 | 深圳市 | 39,600        | 47,600             | 12,020             | 56,000        | 88,000       | 2013 年     | 同城布点 |
| 总部大楼配套停车<br>场       | 配套项目         | 广东省 | 深圳市 | 3,354         | 2,596              | 7,740              | 11,400        | N.A.         | 2013 年     |      |
| 24 吉安市吉州区项目         | 竞拍土地<br>自建商场 | 江西省 | 吉安市 | 17,062        | 4,994              | 2,927              | N.A.          | N.A.         | 2013 年     | 新进入  |
| 25 厦门思明区会展北<br>项目   | 受让土地<br>自建商场 | 福建省 | 厦门市 | 9,656         | 22,401             | 23,199             | 50,000        | 63,172       | 2014 年     | 同城布点 |
| 合计                  |              |     |     | 69,672        | 77,591             | 11,137             | 117,400       |              |            |      |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

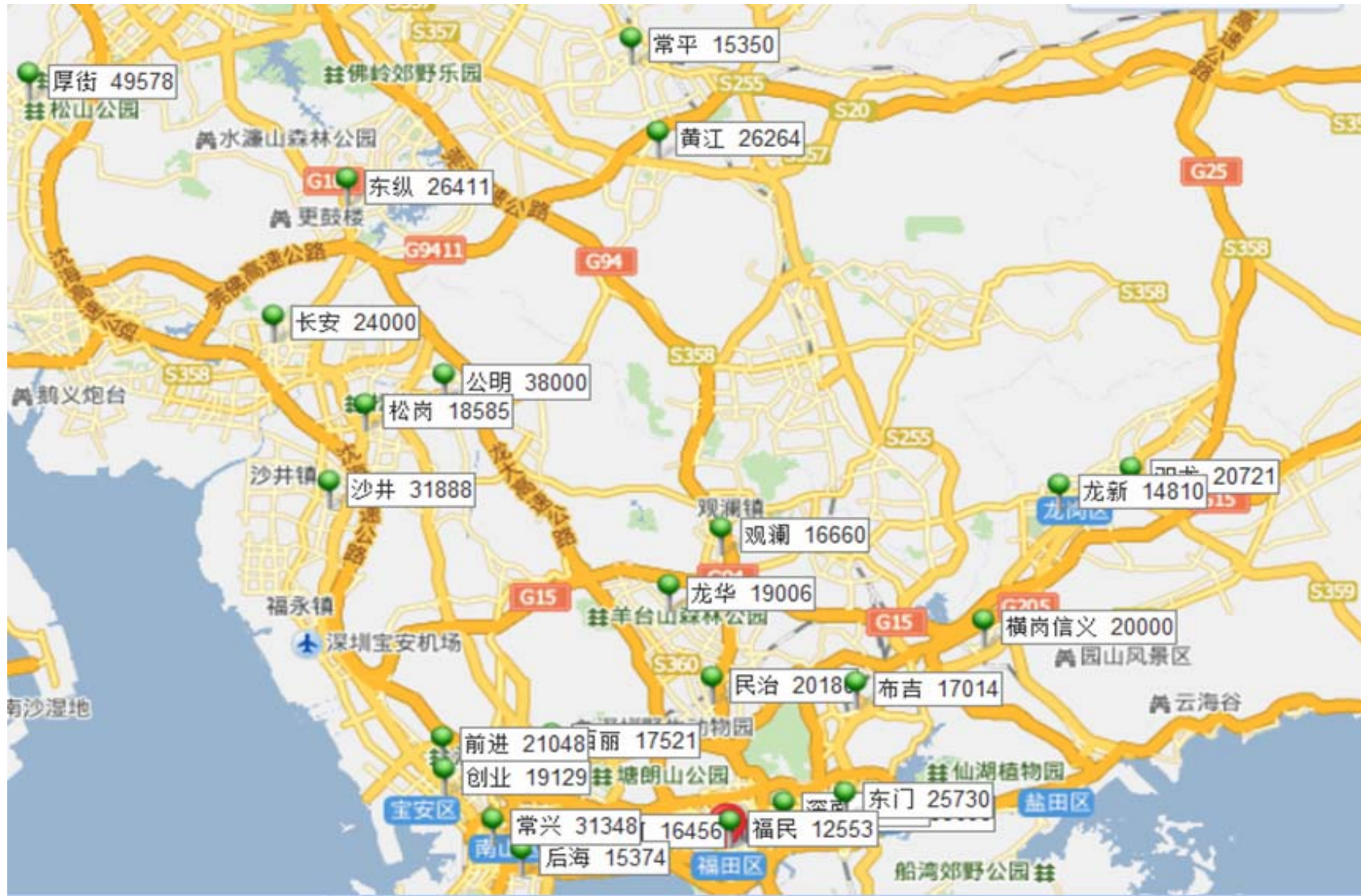
图 1 本次公告的沙井新沙路项目位置图



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        |
| <b>流动资产</b>    | 5061 | 6503  | 8307  | 10509 | <b>营业收入</b>     | 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            |
| <b>非流动资产</b>   | 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  | <b>营业利润</b>     | 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            |
| <b>资产总计</b>    | 7150 | 8820  | 10848 | 13258 | <b>利润总额</b>     | 641         | 898          | 1239         | 1649         |
| <b>流动负债</b>    | 3840 | 5071  | 6467  | 8051  | 所得税             | 156         | 219          | 302          | 401          |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 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  | <b>归属母公司净利润</b> | 485         | 680          | 937          | 1247         |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 808         | 1032         | 1389         | 1819         |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>EPS (元)</b>  | 1.21        | 0.85         | 1.17         | 1.56         |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 3840 | 5071  | 6467  | 8051  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 400  | 800   | 800   | 800   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 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%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 7150 | 8820  | 10848 | 13258 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 23.0%       | 22.9%        | 22.8%        | 22.7%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 4.8%        | 5.0%         | 5.3%         | 5.6%         |
|                |      |       |       |       | ROE             | 14.7%       | 18.1%        | 21.4%        | 24.0%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | -56.6%      | -42.2%       | -37.1%       | -34.7%       |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 53.7%       | 57.5%        | 59.6%        | 60.7%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 0.00%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.32        | 1.28         | 1.28         | 1.31         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.24        | 1.21         | 1.21         | 1.23         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.84        | 1.69         | 1.79         | 1.85         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 358         | 359          | 354          | 349          |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.43        | 6.82         | 6.67         | 6.58         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.61        | 0.85         | 1.17         | 1.56         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.58        | 2.27         | 2.79         | 3.40         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.14        | 4.69         | 5.48         | 6.51         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 37.04       | 26.43        | 19.16        | 14.40        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 5.43        | 4.79         | 4.10         | 3.45         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 17          | 13           | 10           | 7            |

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434