

2011年10月27日

天虹商场

单季度不影响全年业绩实现

前9个月公司实现销售收入92.5亿元，同比增长30.3%。归属于上市公司股东的扣非净利润4.21亿元，同比增长30.97%，折合每股收益0.53元。维持买入评级和目标价。

支撑评级的要点

- 异地门店持续改善，以科学的精细化管理见长。
- 3季度由于营业税金激增和新店开办费体现而低于预期，预期4季度将恢复良性增长。

评级面临的主要风险

- 异地门店业绩波动降低公司业绩可预测性。

估值

- 我们认为公司发展仍然处于良性阶段，3季度的低于预期并不影响全年目标的实现。我们小幅调整公司2011-2013年盈利预测，扣除非经常性的每股收益分别为0.793、1.065和1.435元。维持28.02元目标价和买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	8,015	10,113	13,147	16,865	21,051
变动(%)	18	26	30	28	25
净利润(人民币百万)	356	485	640	858	1,154
全面摊薄每股收益(人民币)	0.490	0.653	0.802	1.074	1.443
变动(%)	(44.1)	33.7	22.9	33.9	34.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.815	1.121	1.507
调整幅度(%)			(0.7)	(4.4)	(4.3)
核心每股收益(人民币)	0.43	0.59	0.793	1.065	1.435
变动(%)	12	37	35	34	35
全面摊薄市盈率(倍)	45.4	34.1	27.7	20.7	15.4
核心市盈率(倍)	51.9	37.8	28.0	20.9	15.5
每股现金流量(人民币)	1.68	1.86	2.36	2.26	3.91
价格/每股现金流量(倍)	13.3	12.0	9.4	9.9	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	5.5	11.4	8.2	5.4
每股股息(人民币)	0.045	0.480	0.400	0.500	0.600
股息率(%)	0.2	2.2	1.8	2.2	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

A
买入

002419.SZ - 人民币 22.25
目标价格: 人民币 28.02

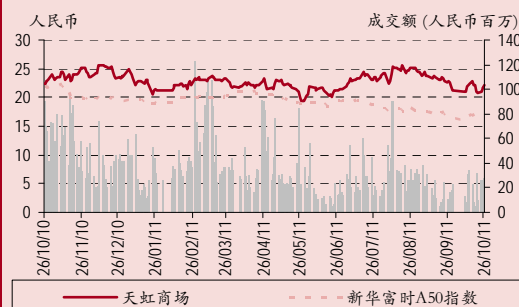
刘都

(8621) 2032 8511

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(7)	(2)	(4)	(0)
相对新华富时A50指数(%)	4	(7)	4	23

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	800
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	1,784
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中航技深圳	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

前 9 个月同店增长 21.17%

2011 年前 9 个月公司实现销售收入 92.5 亿元,同比增长 30.3%。可比门店营业收入累计同比增长 21.17%,营业利润累计同比增长 33.23%。我们看到今年上半年公司可比店营业收入同比增长 22.70%。这说明 3 季度单季度同店增长有所放缓。3 季度单季度实现销售收入 28.77 亿元,同比增长 25.5%,这也和今年前 3 季度新开门店较少有关,只有 3 家门店,而去年前 9 个月新开 5 家门店。

前 9 个月归属于上市公司股东的扣非净利润 4.21 亿元,同比增长 30.97%,折合每股收益 0.53 元。而 3 季度单季度扣非净利润为 1.03 亿元,同比增长 7.8%,折合每股收益 0.128 元。

公司拥有“天虹”直营连锁百货商场 42 家,营业面积达 104.6 万平方米;拥有“君尚”直营门店 1 家,营业面积 3.78 万平方米;以“天虹”特许经营方式管理 3 家商场。2011 年 1-9 月,公司新开江苏溧阳天虹、福建永安天虹、东莞虎门天虹三家商场。1 月 16 日,新开江苏溧阳天虹,进一步提升公司在华东市场的影响力;1 月 18 日,新开福建永安天虹,永安天虹为特许加盟商场,增强了公司在东南区域的优势;9 月 8 日,新开东莞虎门天虹,进一步巩固公司在华南市场的区域优势。

我们预期公司 4 季度将新增 4 家门店,今年合计新开 7 家门店。

3 季度毛利率基本持平,费用率单季度上升

公司单季度综合毛利率 25.1%,较上年同期基本持平。

3 季度公司销售费用较上年同期增长 28%,主要是新增上年开业的次新店费用所致。而管理费用单季度上升 33%。营运费用率达到 19.3%,高于去年 3 季度的 18.8%。同时由于公司的城市维护建设税税率由 1%调整至 7%、教育费附加由免征恢复到按 3%计征导致营业税金及附加单季度激增 162%,营业税金比率由去年同期的 0.5%上升到目前的 1.1%。同时我们看到 3 季度公司的预收帐款激增 9 亿元,有可能导致增值税大增,从而使得按实际缴纳增值税、营业税、消费税的税额的 2%缴纳地方教育附加也激增。我们预期 4 季度该项因素导致的税金与附加将会大为减弱。

同时我们预计如果公司要完成今年新开门店 10 家左右的规模，筹办中的 6 家以上的新店开办费在 3 季度集中体现也是导致公司单季度费用率上升非常重要的原因，而 7 月份人工费用上调 20% 左右也增加了公司的当期费用。我们可对比公司半年报和 3 季报现金流量表中支付给员工现金发现，单季度接近 1.5 亿元，而去年同期单季度为 1 亿元左右。

深圳门店同店放缓，外埠门店持续改善

由于母公司报表基本反映深圳区域的财务状况，我们发现，深圳区域销售增速 3 季度单季度放缓至 9.7%，慢于上半年的 16% 的增速。由于君尚店去年同期以天虹购物中心并于母公司报表，而自去年 11 月开业后则从母公司报表中单列出去。如果我们将君尚 3 季度 1 亿元左右的销售收入还原回母公司，则同店增长恢复到 15% 左右，同样将君尚上半年 3 亿元销售收入加回则上半年同店增速约为 20% 左右，所以 3 季度单季度同店仍然有所放缓。

同时毛利率也由去年的 24.7% 下降到今年 3 季度的 24.3%。深圳区域的营业税金今年上半年同比上升 140%，3 季度单季度上升 336%。原因在上款已说明。母公司报表中的销售费用率基本持平，但是管理费用同比增长 77%，管理费用率由去年 3 季度 2.2% 上升至今年的 3.6%。故导致息税前利润率由去年单季度的 9.2% 将至今年的 6.5%。

所以将合并报表和母公司报表的息税前利润之差额基本反映外埠门店经营状况。今年 3 季度合并息税前利润为 2490 万元，而去年 3 季度为亏损 989 万元。异地门店前 9 个月息税前利润为 1.16 亿元，而去年前 9 个月为 1,040 万元。这说明本期新增门店较少状况下，异地门店扭亏力度和盈利状况在不断改善。

图表 2.2011 年前 9 个月度母公司报表（深圳门店）业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年前 9 个月	11 年前 9 个月	同比增长(%)
营业收入	4,831.35	5,505.64	14
营业成本	(3,699.40)	(4,244.11)	15
营业税金	(11.39)	(36.19)	218
销售费用	(591.53)	(650.88)	10
管理费用	(99.94)	(137.50)	38
息税前利润	429.1	436.9	2
合并报表息税前利润	439.50	552.78	26
外埠门店息税前利润	10.4	115.8	1,014
利润率(%)			
毛利率	23.4	22.9	
销售费用率	12.2	11.8	
管理费用率	2.1	2.5	
息税前利润率	8.9	7.9	

资料来源：公司数据

微幅调整盈利预测和维持买入评级

我们小幅调整公司 2011-2013 年盈利预测, 扣除非经常性的每股收益分别为 0.793、1.065 和 1.435 元。维持 28.02 元目标价和买入评级。

图表 3.2011 年 3 季度公司业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动(%)
销售收入	2,293	2,877	25.5
营业税金及附加	(12)	(32)	162
净销售收入	2,281	2,846	25
销售成本	(1,717)	(2,155)	26
销售毛利润	564	691	23
销售费用	(385)	(494)	28
管理费用	(46)	(61)	33
息税前利润	133	136	2
非经常项目	3	15	387
应占联营公司损益	0	0	
净财务费用	(1)	9	(1,174)
税前利润	135	160	18
税金	(38)	(47)	25
税后利润	98	113	16
少数股东损益	0	0	
归属于母公司股东的净利润	98	113	16
扣除非经常性损益后的净利润	95	103	8
扣非后每股收益(人民币, 元)	0.119	0.128	8
盈利能力(%)			
综合毛利率	25.1	25.1	
经营利润率	5.8	4.7	
税前利润率	5.9	5.6	
净利率	4.2	3.6	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	8,015	10,113	13,147	16,865	21,051
销售成本	(6,200)	(7,818)	(10,180)	(13,054)	(16,274)
经营费用	(1,194)	(1,486)	(1,911)	(2,423)	(3,012)
息税折旧前利润	621	808	1,056	1,387	1,765
折旧及摊销	(158)	(192)	(284)	(376)	(469)
经营利润(息税前利润)	464	616	772	1,011	1,296
净利息收入(费用)	(10)	6	28	(23)	(47)
其他收益/(损失)	17	19	7	8	8
税前利润	471	641	807	996	1,258
所得税	(115)	(156)	(166)	(138)	(104)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	356	485	640	858	1,154
核心净利润	343	490	642	859	1,155
每股收益(人民币)	0.445	0.606	0.800	1.072	1.442
核心每股收益(人民币)	0.429	0.588	0.793	1.065	1.435
每股股息(人民币)	0.045	0.480	0.400	0.500	0.600
收入增长(%)	18	26	30	28	25
息税前利润增长(%)	20	33	25	31	28
息税折旧前利润增长(%)	18	30	31	31	27
每股收益增长(%)	(43)	27	24	34	35
核心每股收益增长(%)	(44)	33	23	34	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,698	4,454	5,744	6,365	8,337
应收帐款	346	146	279	362	409
库存	205	290	379	473	597
其他流动资产	151	171	322	362	411
流动资产总计	2,399	5,061	6,724	7,563	9,754
固定资产	645	1,092	1,098	1,270	1,278
无形资产	587	589	768	951	1,139
其他长期资产	302	409	422	524	598
长期资产总计	1,534	2,089	2,287	2,745	3,015
总资产	3,933	7,150	9,011	10,308	12,769
应付帐款	3,030	3,840	5,181	5,977	7,706
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	3,030	3,840	5,181	5,977	7,706
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	350	400	800	800	800
储备	553	2,910	3,030	3,531	4,262
股东权益	903	3,310	3,830	4,331	5,063
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,933	7,150	9,011	10,308	12,769
每股帐面价值(人民币)	2.58	8.27	4.79	5.41	6.33
每股有形资产(人民币)	0.90	6.80	3.83	4.22	4.90
每股净负债(现金)(人民币)	(4.85)	(11.13)	(7.18)	(7.95)	(10.42)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	471	641	807	996	1,258
折旧与摊销	158	192	284	376	469
净利息费用	10	(6)	(28)	23	47
运营资本变动	453	903	968	578	1,510
税金	(115)	(156)	(166)	(138)	(104)
其他经营现金流	197	(183)	22	(29)	(53)
经营活动产生的现金流	1,173	1,392	1,887	1,806	3,127
购买固定资产净值	(531)	(547)	(288)	(430)	(320)
投资减少/增加	15	17	10	16	13
其他投资现金流	(369)	0	(126)	(450)	(448)
投资活动产生的现金流	(885)	(530)	(404)	(865)	(755)
净增权益	0	1,913	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(180)	(16)	(192)	(320)	(400)
其他融资现金流	36	(5)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(144)	1,893	(192)	(320)	(400)
现金变动	144	2,755	1,291	621	1,973
期初现金	1,554	1,698	4,453	5,744	6,365
公司自由现金流	314	912	1,568	991	2,418
权益自由现金流	279	868	1,510	917	2,326

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.8	8.0	8.0	8.2	8.4
息税前利润率(%)	5.8	6.1	5.9	6.0	6.2
税前利润率(%)	5.9	6.3	6.1	5.9	6.0
净利率(%)	4.4	4.8	4.9	5.1	5.5
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	13.2	13.9	13.5	13.8	14.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	43.8	34.4	27.8	20.8	15.4
核心业务市盈率(倍)	51.9	37.8	28.0	20.9	15.5
目标价对应核心业务	57.2	42.9	34.9	26.1	19.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	8.6	2.7	4.6	4.1	3.5
价格/现金流(倍)	13.3	12.0	9.4	9.9	5.7
企业价值/息税折旧前	9.8	5.5	11.4	8.2	5.4
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	11.9	11.5	12.0	9.2	9.3
应收帐款周转天数	11.3	8.9	5.9	6.9	6.7
应付帐款周转天数	122.6	124.0	125.2	120.7	118.6
回报率					
股息支付率(%)	4.4	39.6	50.0	46.6	41.6
净资产收益率(%)	44.8	23.0	17.9	21.0	24.6
资产收益率(%)	10.1	8.4	7.6	9.0	10.3
已运用资本收益率(%)	61.5	31.6	24.0	26.0	28.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371