

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

知进退方为俊杰: 成都签第二个储备项目; 关闭溧阳天虹

公司公告: 1、租赁位于成都市高新区的奥克斯财富广场约 4.76 万平方米的物业开设天虹商场; 2、因溧阳天虹物业出租方不能全面适当的履行合同义务, 严重影响了该门店的经营, 公司自 2011 年 11 月 2 日起关闭溧阳天虹。

投资要点:

- **贯彻区域密集布点思路, 成都新签第二个储备项目:** 租赁位于成都市高新区锦城大道与益州大道交汇处东北角的奥克斯财富广场地下一层至地上五层的部分物业, 用于开设天虹商场。租赁面积约 4.76 万平方米, 租期 20 年。
- **新项目租金和单位面积投资额均延续了一贯的低成本扩张特征:** 奥克斯财富广场项目交易总金额(含租金及物管费)约 6.07 亿元, 折合单位建面每月租金水平 53 元; 装修、设备购置等投资约为 4,394 万元, 折合单位面积投资额 923 元。该项目的租金水平和单位面积投资成本均略低于明年即将开业的成都莱蒙置地项目。
- **成都经济快速发展, GDP 增速持续高于全国水平。公司采用同城多店方式在成都布点, 将充分发挥规模效益, 有效缩短培育期。**
- **物业出租方不能按合同履行, 溧阳天虹停止营业:** 溧阳天虹建筑面积约 2.4 万平方米, 于 2011 年 1 月 16 日开业。该门店计划投资 3093 万元, 截止 2011 年 6 月 30 日溧阳天虹实际投入约 2095 万元, 实现利润-416.81 万元。后续, 公司将对员工、供应商进行相关赔偿; 而由于物业出租方不能全面适当的履行合同义务, 无法保障门店的正常运营, 公司也将向物业方提出赔偿, 不排除诉诸法律的可能。以上的赔偿、相关成本、未摊销完毕的费用等将进入营业外收支。
- **江苏常州溧阳天虹属个案, 其他门店运营正常, 公司储备项目丰富, 2012 年开店数量将超 10 家:** 溧阳天虹关店的根本原因是物业方未按合同履行相关责任, 属个案, 不会涉及其他门店的运营。公司现有 26 个储备项目, 其中有 2 个位于江苏省苏州市, 并有望于 2012 年开业, 与现有门店苏州金鸡湖天虹发挥协同效应。根据目前的储备项目推算, 预计 2012 年开店数量将超 10 家, 后续增长强劲。
- **维持盈利预测与估值:** 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。暂维持盈利预测不变: 预计 2011-13 年营业收入分别为 134.7、176.3 和 223.5 亿元, 归属于母公司股东的净利润分别为 6.8、9.37 和 12.47 亿元, 对应 2011-13 年 EPS 分别为 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, 维持“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: 22.68 元

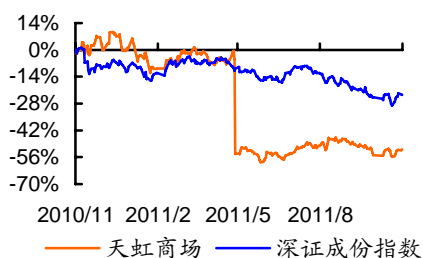
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10581.75
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	6.98	-4.30	0.00
深证成份指数	2.81	-11.32	0.00



相关报告

《天虹商场-大本营深圳低成本再签新项目, 试水大体量购物中心》2011-11-1
《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

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	37.42	26.70	19.36	14.55
P/B	5.48	4.84	4.14	3.49
EV/EBITDA	17	13	10	8

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 (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	拓展 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	2015 年	同城布点
2	深圳横岗松柏路信义御城豪园	直营店	广东省	深圳市	34,360	5,467	1,591	58	租赁	2012 年	同城布点
3	深圳龙华耀丰通项目	直营店	广东省	深圳市	20,000				租赁	2011 年末 或 12 年初	同城布点
4	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
5	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
6	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
7	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
8	厦门海沧绿苑新城项目	直营店	福建省	厦门市	27,886				租赁	2012 年	同城布点
9	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
10	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
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	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
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	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
16	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
17	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
18	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
19	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

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	成都奥克斯财富广场项目	直营店	四川省	成都市	47,600	4,394	923	53	租赁		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
23	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年末或12年初	新进入
合计					746,507	82,174					
平均(租赁项目)							1,091	51			

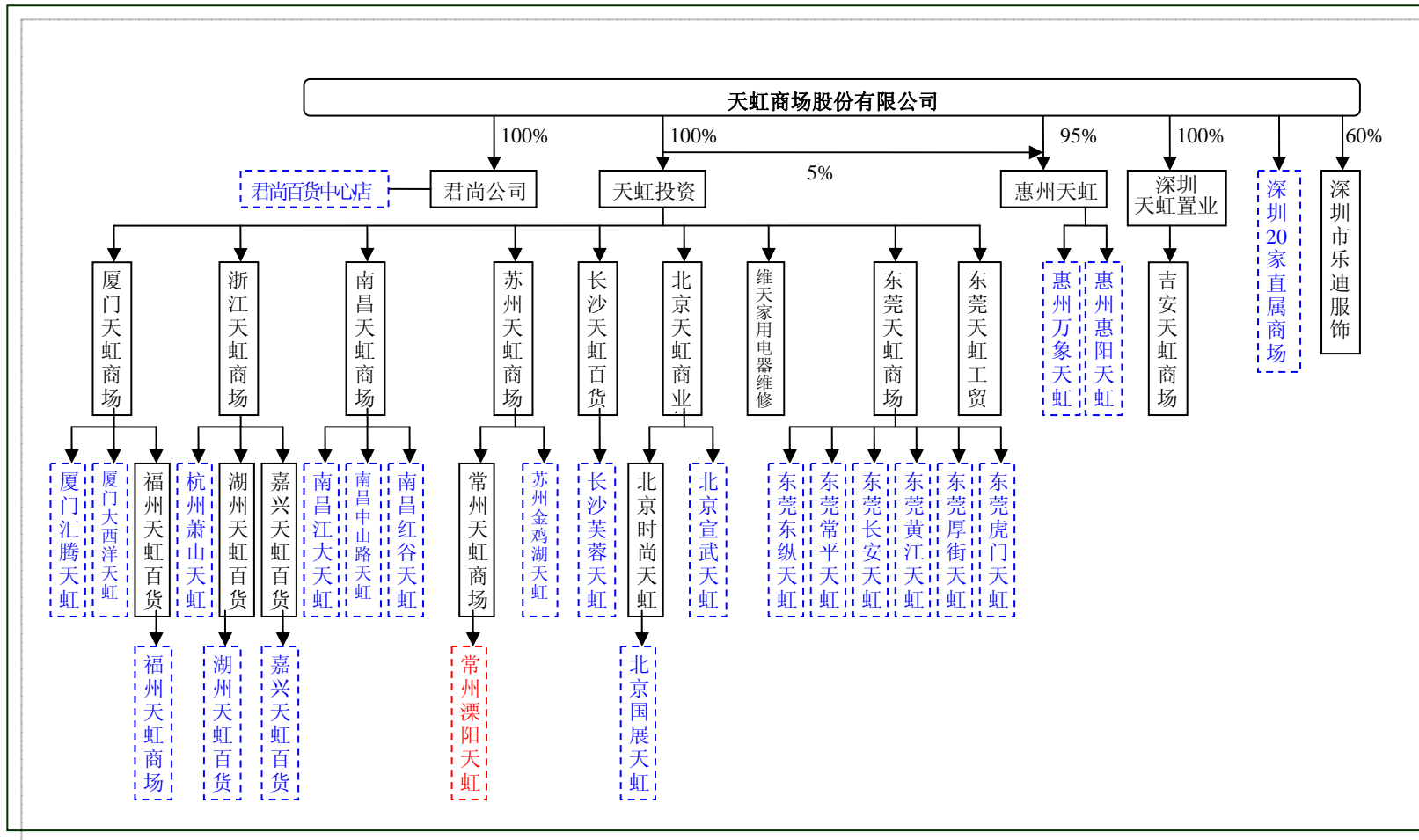
数据来源：公司公告，中投证券研究所

表 2 公司拿地自建物业储备项目

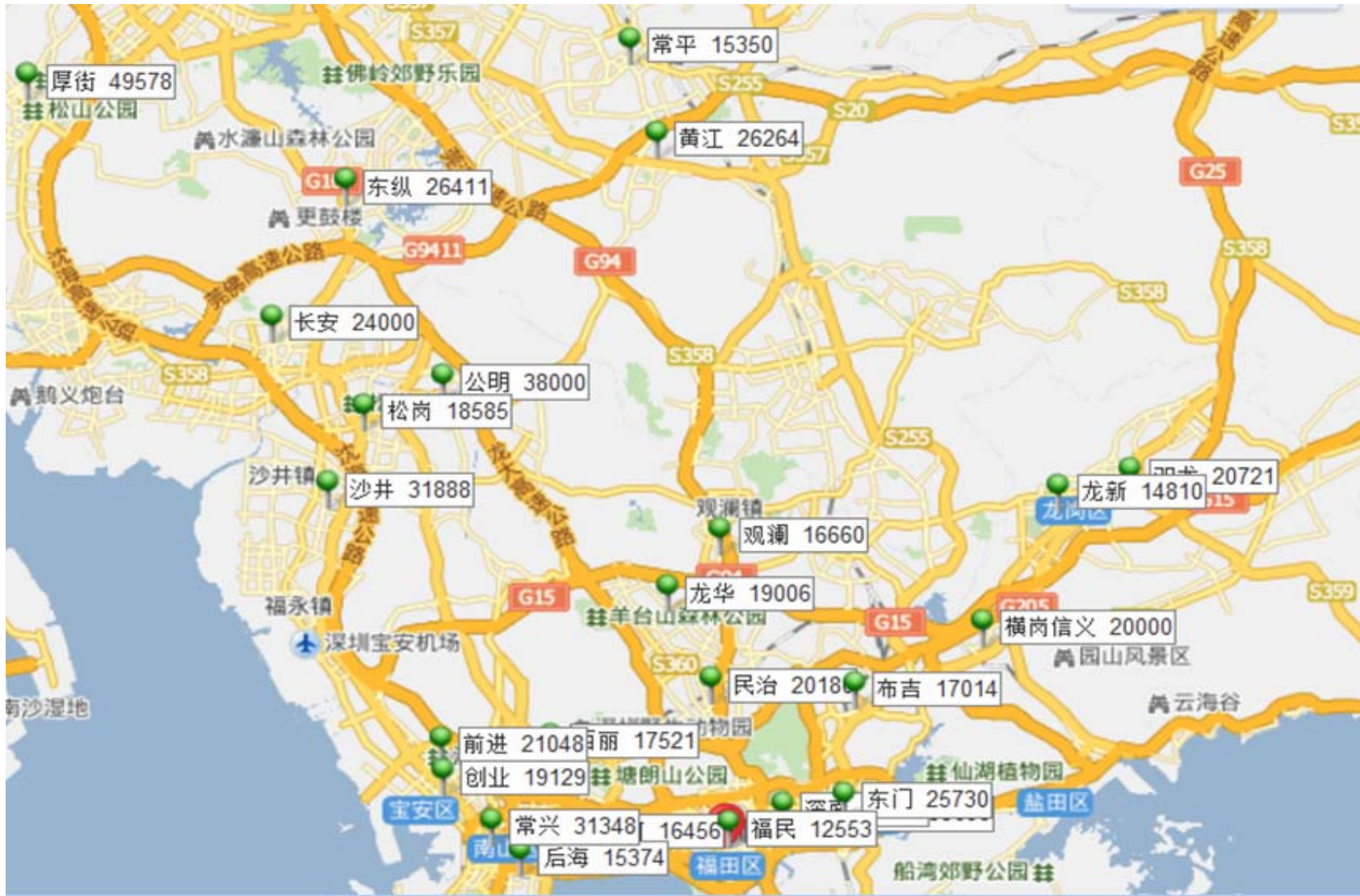
项目名称	性质	省份	城市	土地面积(平方米)	土地成交金额(万元)	土地价格(元/平方米)	建筑面积(平方米)	总投资额(万元)	预计开业时间	拓展性质
24 总部大楼工程建筑投资项目	竞拍土地自建商场	广东省	深圳市	39,600	47,600	12,020	56,000	88,000	2013年	同城布点
总部大楼配套停车场	配套项目	广东省	深圳市	3,354	2,596	7,740	11,400	N.A.	2013年	
25 吉安市吉州区项目	竞拍土地自建商场	江西省	吉安市	17,062	4,994	2,927	N.A.	N.A.	2013年	新进入
26 厦门思明区会展北项目	受让土地自建商场	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

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	808	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%
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	37.42	26.70	19.36	14.55
					P/B	5.48	4.84	4.14	3.49
					EV/EBITDA	17	13	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 ±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