



## 前后端双向红利凸显 异地门店成为重要制衡

### ——天虹商场（002419）2011年财报点评

2012年2月28日

推荐/维持

天虹商场

财报点评

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

#### 事件:

公司于2月28日公布了2011年年报:实现营业收入130.36亿元,同比增长28.12%,实现归属于母公司净利润5.74亿元,同比增长18.33%,基本每股收益0.72元,低于之前预期。

#### 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入(百万元)	2140.14	2292.71	3072.40	3586.88	2786.28	2877.44	3785.04
增长率(%)	26.08	26.93	22.08	34.38	30.19	25.50	23.20
毛利率(%)	24.29	25.12	21.99	21.83	24.40	25.11	21.78
期间费用率(%)	18.14	18.75	15.57	13.76	17.72	18.96	15.55
营业利润率(%)	5.80	5.85	5.91	7.30	6.20	5.05	5.42
净利润(百万元)	91.87	99.37	153.20	201.73	125.86	112.89	132.53
增长率(%)	42.85	80.60	34.09	43.52	36.99	13.60	-13.49
每股盈利(季度,元)	0.260	0.240	0.380	0.500	-0.090	0.140	0.170
资产负债率(%)	49.56	55.60	53.70	54.03	52.33	57.68	58.60
净资产收益率(%)	3.01	3.16	4.63	5.74	3.70	3.21	3.64
总资产收益率(%)	1.52	1.40	2.14	2.64	1.77	1.36	1.51

#### 评论:

##### 积极因素:

- 外延扩张全方位稳步推进。**公司报告期内实现营业收入130.36亿元,同比增长28.12%,增速较10年加快了1.84个百分点,这一方面得益于外延速度的加快,另一方面则得益于CPI高企下品牌结构调整(价)、品类化管理(量)引致的同店增长:从外延速度看,2011年全年,公司新开门店8家(10年6家),其中直营6家,加盟2家,关闭1家直营溧阳店,净增加的7家中有6家均是在下半年开业,2012年1月又新开北京新奥店;从区域布局看,2011年新进入赣州、泉州、娄底三地,在继续全国化连锁扩张的同时巩固了东莞成熟区域、深化了北京及江浙次新区域;从单店规模和业态定位看,截止2011年公司经营面积达到129万平方米,其中直营店面积达120.45万平方米,单店的大型化、综合化趋势初步显现。目前公司共有门店51家,已进入18个地级市,拥有“天虹”直营连锁百货商场45家、“君尚”直营门店1家,营业面积3.78万平方米、特许经营方式管理4家商场,门店数量占比在78%的社区店仍是公司重点拓展的方向,君尚高端化转型的成功也为该品牌的进一步外延奠定了基础。从新店绩效来看,2011年新开的门店中,除了苏

州木渎新华商业广场项目亏损超过500万和溧阳项目的非经营性亏损外，其余项目的亏损额度均在400万以内，充分体现了公司异地新开门店利润杠杆的良好控制。

表 1：2011 部分新开直营门店基本情况汇总

项目名称	开业时间	面积	2011 净利润、万
东莞虎门地标广场项目	2011.9	3.8	-378.32
赣州中航城项目	2011.11	2.5	-391.52
泉州世纪嘉园	2011.12	2.45	-106.46
苏州木渎新华商业广场	2011.12	3.9	-601.52
娄底万豪城市广场	2011.12	3.3	-145.32
北京新奥购物中心项目	2012.1	3.7	—

资料来源：公司公告

- **后端整合、前端突围引致的毛利、费用双向红利凸显。**报告期内主营业务毛利率21.88%，同比上升0.16个百分点；其中百货业态竞争环境的加剧和远程门店占比的提升使得该业态的毛利下降0.54个百分点；而供应链直接作用的超市业态则略微提升0.02个百分点；符合综合化主流趋势的X业态更是成为毛利上扬的重要助力，同比上升9.73个百分点。就超市业态而言，品质这一核心竞争力的源头管控十分重要，直采比例提高、自有品牌拓展在提高该业态整体毛利的同时，也奠定了供应链全程化品质管理的基础，2011年公司通过新增直采品类、新增驻产地收购模式、实行单品营销等措施，产地直采销售额和毛利额同比增50%以上；完成山东、福建等10个生鲜基地签约；完善自有品牌开发体系，自有品牌销售额和毛利额实现同比增长超过20%。就百货业态而言，在取舍式消费升级的浪潮下，品类化管理通过品类间黄金配比在产生范围经济（综合毛利提升）的同时，进一步增强了公司全国上游网络的拓展能力，公司在多家门店实现统装，涉及品类包括皮鞋、童装、家居、家居服，取得较好业绩；打造全国性商品供应网络，持续推进战略合作，发展战略客户39家。而R3系统11月的整体上线，更是实现了供应链各环节的通路，供应链管理的集约化、精细化“一箭双雕”效应进一步显现：报告期内公司管理费用18.85%的增速低于收入增长近10个百分点，1.74%的管理费率同比下降0.14个百分点；14.87%的销售费率也仅略微上升0.21个百分点；同期的综合毛利率也稳步提升了0.07个百分点，较10年的提升幅度略高。

**高端突围方面**，公司以发展高端百货-君尚为突破口，引进CK正装、Max&Co、植村秀、娇韵诗等多个国际高端品牌，引进卡尔丹顿（休闲）、BONI、周生生等多个国内高端品牌，由之前单一的服装品类上游化突围逐步拓展到化妆品、饰品领域。同时品牌代理业务取得较大突破，新成立的合资品牌代理公司乐迪成功代理2个国际品牌，品牌之一PART TWO品牌目前已开设8家专柜，商品中心代理业务部目前代理了国内22个品牌，开设了27家专柜，在形成与全国网络扩张匹配的差异化经营同时，也孵化了新的利润增长点。

#### 消极因素：

- **异地门店培育期延长和外延稳步推进成为制衡利润的双向压力。**公司2011年外部扩张为主的导向使得深圳以外区域的收入增长36.51%，远高于整体水平，但与此同时，外部区域的毛利率下降0.02个百分点，与公司整体毛利上升的背道而驰一定程度上体现了异地门店内外部经营压力的扩大，而溧阳项目3500万的非经营性关店影响是异地门店在外围环境不确定性背景下的准典型性代表。报告期内长沙BOBO天下城项目、苏州金鸡湖项目、北京朗琴国际项目利润虽然分别同比减亏1351万元、1849万元、1048万元，但

千万级的亏损额度仍对短期区域内业绩和长期区域战略布局形成了一定制衡。而在内部压力方面，2011年公司合同员工绝对数量增长15.24%，而相应的人力费用同比上升了47.17%，远高于收入增速；此外，非经营性方面深圳地区新征收地方教育费附加以及从2010年12月1日提高征收比率的城市维护建设税使报告期内的营业税金及附加大幅增长113.09%；深圳与厦门所得税税率由22%提高至24%则是所得税费用上升的主要因素。

**表 2：部分募投及超募次新异地门店扭亏基本情况汇总**

项目名称	开业时间	面积	2010 净利润	2011 净利润、万
长沙 BOBO 天下城项目	2008.12.6	3 万	-1247.3	103.74
苏州金鸡湖项目	2009.4.24	5.09 万	-2923.7	-1074.31
北京朗琴国际项目	2009.4.25	2.2 万	-2832.04	-1783.85
南昌红谷滩项目	2009.9.4	2 万	170.85	1059.35
惠州惠阳锦江国际项目	2009.9.12	2.75 万	64.02	352.84
杭州萧山柠檬公寓项目	2009.12.17	1.78 万	-819.23	-1260.41
东莞厚街盈丰广场项目	2010.8.6	5 万	—	-1858.73
湖州爱山广场项目	2010.9.30	3 万	—	-2589.51
深圳横岗信义项目	2010.12.25	2.5 万	—	-124.78
溧阳平陵广场项目	2011.1.18	2.5 万	—	-4267.80

资料来源：公司公告

### 业务展望：

**品类导向的供应链管理先锋值得期待。**公司是百货业态中目前为数不多的试水品类管理和供应链挖掘的企业，从而为其向产业链上游渗透引致的毛利提升和君尚品牌的打造奠定了基础。天虹商场在代理了丹麦服装品牌PARTTWO之外还获得了中高端定位的MAXMARA的代理权，未来有望进一步深化到化妆品等高毛利率品类，而全业态供应链管理理念也有望厚积薄发成为其高速外延轨道上费用有效控制的重要支撑。另外随着公司门店大型化、综合化趋势的转变，品类导向的供应链管理也与公司业态及门店定位的调整相得益彰。

**社区、君尚、电商三大业态并行不悖。**作为全国性的百货连锁品牌，公司每年将维持8-10家的外延速度，新签约项目分布于深圳、厦门、成都、东莞等城市，**在巩固优势区域市场地位的同时，也逐步拓展新兴区域，同时通过密集布点加速次新区域的全面扭亏。**之前相对弱势的品牌定位将随着双品牌战略因地制宜的实施而逐步明晰，对上游代理商、物业资源的整合和对下游VIP客户的供应链式优化将全面抵消公司快速异地扩张对综合毛利率的负面效应。目前尚处于蓝海市场的社区百货仍是公司网络体系的重头戏，门店总数38家，占比78%，**社区精品超市的基准定位形成了中心区大型购物中心内置精品超市和社区综超、标超这两个主流业态的融合增长极；**而随着首家君尚店的起航，后续9家城市中心店有望复制其上游资源，实现品牌结构的华丽转身。此外，公司目前的电子商务平台仍以配合线下为主，品类划分初步战略是以超市品类为基础，以母婴品类为核心品牌、以折扣商品为辅助。天虹作为我们电子商务专题拥有“两链两网”优势的传统企业，具备较为充分的触网潜力。

### 盈利预测与投资建议：

社区购物中心定位的市场空间和多渠道辅助探索的弹性发展将成为其进行核心经济圈非省会城市外延战略的重要突破口。基于公司综合毛利率增幅在消费下滑和异地扩张的双重背景下略低于我们之前预期，以及公司异地千万级亏损门店的培育期延长风险。我们下调公司12-13年EPS的预测为0.93和0.56元（分别较三季报点评的盈利预测下降0.15元和0.08元），对应的PE为20倍和15倍。综合考虑到公司全国零售网络的进一步优化、探索和前瞻性的供应链战略整合对内涵空间的积极作用，给予12年24倍的PE，对应6个月目标价22元，距当前价格仍有20%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

#### 风险提示：

- 1、内外资零售企业竞争加剧所带来的市场风险；
- 2、外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

表 3：投资组合盈利预测和估值

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,174.36	13,035.64	16,491.94	20,904.17	26,262.93
(+/-)%	26.28	28.12	26.51	26.75	25.63
经营利润 (EBITDA)	706.95	859.65	1,130.45	1,440.96	1,817.77
(+/-)%	33.76	21.60	31.50	27.47	26.15
净利润	485.00	573.91	741.02	947.08	1,212.63
(+/-)%	36.25	18.33	29.12	27.81	28.04
每股净收益 (元)	0.61	0.72	0.93	1.18	1.52

资料来源：东兴证券

#### 分析师简介

##### 高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

#### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：



以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。