

供应链导向下的跨区经营能力凸显

——天虹商场（002419）2011 年中报点评

2011 年 8 月 29 日

推荐/维持

天虹商场

财报点评

刘家伟 执业证书编号 S1480510120001
 联系人：高坤 gaokun@dxzq.net.cn 010-66554016

事件：

公司于 8 月 29 日公布了 2011 年中报：实现营业收入 63.73 亿元，同比增长 32.52%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.28 亿元，同比增长 40.97%。符合我们之前预期。

公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	8,057.27	2,669.11	4,809.25	7,101.97	10,174.36	3,586.88	6,373.16
增长率（%）	17.41	31.04	28.79	28.18	26.28	34.38	32.52
毛利率（%）	22.96	21.4	22.69	23.47	23.02	21.83	22.95
期间费用率（%）	16.9	14.09	15.89	16.81	16.44	13.76	15.49
营业利润率（%）	5.63	6.81	6.36	6.2	6.11	7.3	6.82
净利润（百万元）	355.95	140.56	232.43	331.8	485	201.73	327.59
增长率（%）	13.5	14.87	24.51	37.28	36.25	43.52	40.97
每股盈利（季度，元）	1.02	0.4	0.66	0.9	1.28	0.5	0.41
资产负债率（%）	77.04	76.38	49.56	55.6	53.7	54.03	52.33
净资产收益率（%）	44.76	14.44	11.76	16.38	23.02	5.91	9.77
总资产收益率（%）	12.77	4.58	5.91	8.18	10.67	3.57	6.02

评论：

积极因素：

- 三层外体系稳固、重量级门店大幅减亏凸显跨区经营潜力。外延增速仍将集中在下半年：报告期公司新开门店 2 家且均集中在一季度，与去年上半年外延速度持平。**分别为江苏溧阳天虹、福建永安天虹两家商场，其中永安天虹为特许加盟商场，并将深圳公明天虹加盟店转为直营店，进一步提升了公司在华东、华南第一、三梯队市场的影响力。下半年进入开店密集期，仍将维持全年 10 家左右的外延速度，重点拓展华南、东南、华中市场。截至报告期末，公司拥有“天虹”直营连锁百货商场 41 家、“君尚”直营门店 1 家、特许经营方式管理 3 家商场。平均单店面积为 2.5 万平米，在维持社区百货蓝海主要竞争力的同时进行了红海中心店的适度突围：以“君尚”为突破口，大力引进包括植村秀、资生堂、GUCCI 香水、CK 正装等一系列国际高端品牌。异地重点门店大幅扭亏构筑内涵亮点，上半年公司同店增速 22.70%，基本保持稳定，然而其中的亮点在于其一直被市场诟病的几大千万级亏损门店的大幅减亏：募投项目中长沙 BOBO 天下城项目实现扭亏；苏州金鸡湖、北京朗琴国际项目大幅减亏；南昌及惠州两大项目自去年扭亏后盈

利能力明显好转；唯有杭州萧山项目依然面临培育期压力。而在去年新开的超募项目中东莞厚街及湖州爱山广场项目也均亏损至千万级别，基于公司在东莞这一成熟市场的品牌规模优势，前者有望在下半年收窄亏损幅度；而湖州门店或将与浙江萧山门店通过加密布局实现协同效应。

表 1：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	2011Q2 净利润、万
长沙 BOBO 天下城项目	2008.12.6	3 万	-1247.3	21.64
苏州金鸡湖项目	2009.4.24	5.09 万	-2923.7	-613.34
北京朗琴国际项目	2009.4.25	2.2 万	-2832.04	-907.43
南昌红谷滩项目	2009.9.4	2 万	170.85	483.15
惠州惠阳锦江国际项目	2009.9.12	2.75 万	64.02	275.58
杭州萧山柠檬公寓项目	2009.12.17	1.78 万	-819.23	-691.45
东莞厚街盈丰广场项目	2010.8.6	5 万	—	-933.46
湖州爱山广场项目	2010.9.30	3 万	—	-1259.09
深圳横岗信义项目	2010.12.25	2.5 万	—	11.87
溧阳平陵广场项目	2011.1.18	2.5 万	—	-416.81

资料来源：公司公告

- **供应链管理实现费用、盈利一箭双雕优化。**公司继续稳步推进供应链体系多方位的整合、延伸、拓展，上半年公司综合毛利率稳步提升0.29个百分点至21.75%，较好的对冲了异地扩张对毛利率的负面作用。三大业态依次来看：**百货业态**积极推进皮鞋、粮油副食及运动等在内的品类管理一体化业务；成功签约代理丹麦女装品牌PartTwo，加快品牌代理业务。向上游的专业化运营延伸一定程度上抵消了基于异地扩张和促销活动引致的毛利率负面效应，百货整体盈利略微下降0.32个百分点；**超市业态**积极拓展生鲜直采基地，新增4个生鲜基地合作，有效降低了采购成本、同时天虹综合信息系统（R3）建设取得较大的进展并在公司的北京地区门店实现上线试运行，超市毛利率同比上升0.39个百分点。**X业态**方面，为适应体验式消费升级趋势，降低了盈利能力较弱的电器占比，加大了如餐饮、影院等经营配套项目的引进，从而使得X业态毛利率水平同比大幅提升7.39个百分点。公司先进的全业态供应链管理理念有望厚积薄发成为其全国连锁高速轨道上的重要支撑。与此同时，上半年公司销售费用较上年同期增长33%，与营业收入增速基本持平；管理费用率1.48%，较去年同期下降0.19个百分点，在供应链整体优化的基础上，期间费用率较同期下降0.4个百分点。供应链多方位拓展对于盈利能力的稳定和费用率的优化起到了一箭双雕的作用。

消极因素：

- **高速外延压力与供应链优化博弈仍存在不确定性。**公司适度从重的外延战略转向和不断涉足的全新外延区域，使得综合毛利率下降、费用率压力和供应链优化进程的跷跷板成为决定公司未来业绩增长的重要博弈。而从公司储备项目的全新区域来看，成都、青岛均是商业竞争白热化的区域，而湖南的二三线地级市区虽然市场空间依然较大，但以步步高百货转型、同时全面纵向渗透为代表的本土竞争依然给公司这一新兴市场带来一定的培育压力。

业务展望：

社区化外延转向中西部地区。依托大股东的物业资源优势和非核心商圈或是非省会城市的外延战略，天

虹外延计划能够获得相对低廉的租金、人力成本，从而释放培育期压力。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33家，占比78.57%；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。从外延区域来看，在今年下半年除了通过“加密式”布点分担亏损额较大门店的费用压力外，也同时进行适度转向，加大诸如湖南、江西、川渝等中西部的门店拓展，从而依托定位、资源及供应链后台三大优势实现红海区域突围、相对蓝海高效抢占的双轨外延。

双品牌三业态细分错位提高供应链整合效应。公司实施“天虹”与“君尚”的双品牌战略，形成社区购物中心、城市中心店、大型购物中心三种业态模式的组合；而电子商务和品牌代理两大轻资产运营的业务将在实现产业链两端延伸，从而获得盈利议价能力的同时，最终形成与核心实体业务低成本外延的良性循环。作为全国性的百货连锁品牌，公司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。

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。我们维持2011-2012年EPS分别为0.84元和1.1元的盈利预测，对应的PE分别为29倍和23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11年35倍的PE，对应6个月目标价29.4元，距当前价格仍有17%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 2：投资组合盈利预测和估值

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,057.27	10,174.36	13,031.92	16,969.42
(+/-)%	17.41	26.28	28.09	30.21
经营利润 (EBIT)	463.53	616.08	827.33	1,092.63
(+/-)%	20.61	32.91	34.29	32.07
净利润	355.95	485.00	668.67	874.04
(+/-)%	13.50	36.25	37.87	30.71
每股净收益 (元)	0.44	0.61	0.84	1.10

资料来源：东兴证券

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

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，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。