2011 年 8 月 29 日

天虹商场

外埠门店持续改善

买入

A

002419.SZ – 人民币 25.19

目标价格: 人民币 28.02

2011 年上半年公司实现营业收入 63.73 亿元，同比增长 32.52%；可比店营业收入同比增长 22.70%。归属于上市公司股东的扣非净利润 3.28 亿元，同比增长 40.97%，折合每股收益 0.393 元。

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。
- 平均店龄 4 年正处于高速增长期。

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

- 我们维持公司 2011-2013 年盈利预测，扣除非经常性的每股收益分别为 0.806、1.121 和 1.507 元。维持 28.02 元目标价和**买入**评级。

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(%)	6	9	26	22
相对新华富时 A50 指数 (%)	12	12	30	26

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)	2,015
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	27
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

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	13,173	16,897	21,091
变动 (%)	*18*	*26*	*30*	*28*	*25*
净利润 (人民币百万)	356	485	652	905	1,214
全面摊薄每股收益(人民币)	0.445	0.606	0.815	1.131	1.517
变动 (%)	*13.5*	*36.3*	*34.4*	*38.8*	*34.2*
市场预期每股收益(人民币)			0.864	1.119	1.343
核心每股收益(人民币)	0.424	0.582	0.806	1.121	1.507
变动 (%)	*11.1*	*37.4*	*38.4*	*39.1*	*34.5*
全面摊薄市盈率 (倍)	56.6	41.6	30.9	22.3	16.6
核心市盈率 (倍)	59.5	43.3	31.3	22.5	16.7
每股现金流量 (人民币)	1.67	1.85	1.64	2.30	3.09
价格/每股现金流量 (倍)	15.1	13.6	15.4	11.0	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	7.0	13.5	10.0	7.1
每股股息 (人民币)	0.045	0.480	0.400	0.500	0.600
股息率 (%)	0.2	1.9	1.6	2.0	2.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

同店增长 22.7%

2011 年上半年公司实现营业收入 63.73 亿元，同比增长 32.52%；可比店营业收入同比增长 22.70%。归属于上市公司股东的扣非净利润 3.28 亿元，同比增长 40.97%，折合每股收益 0.393 元。

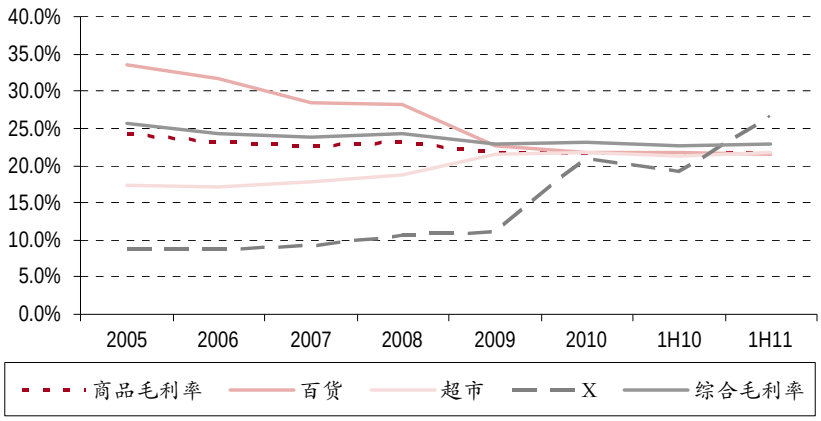
2011 年上半年末，公司拥有“天虹”直营连锁百货商场 41 家，营业面积达 100.5 万平方米；拥有“君尚”直营门店 1 家，营业面积 3.78 万平方米；以“天虹”特许经营方式管理 3 家商场。公司上半年新开江苏溧阳天虹、福建永安天虹两家商场，其中永安天虹为特许加盟商场；公司收购深圳市公明天虹商场有限公司 100%股权并将公明天虹加盟店转为直营店。我们仍然预期今年合计新开 9 家门店。

毛利率小幅上升，费用率下降

为巩固市场地位，扩大市场份额，公司采取了多种形式的促销活动，百货类的商品毛利率较同期略有下降，但公司通过有效地组织促销活动，百货的整体盈利能力获得提升。公司通过整合区域商品采购、建立直采基地、优化商品结构以及加大自有品牌等措施，进一步优化商品资源，提升商品经营能力，超市类商品毛利率较同期上升 0.39 个百分点。X 品类中以前电器占比较大，报告期内，公司为吸引客流和优化经营类别，加大了经营服务配套品类的引进，如餐饮、影院等项目，X 品类毛利率较同期上升 7.39 个百分点。

公司大力度加强收益管理，综合毛利率 23%，较上年同期上升 0.3 个百分点。

图表 2.公司分类别销售毛利率和综合毛利率变化



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司继续推广成本控制的有效措施，销售费用和管理费用率得到有效控制，费用率为 9.4%，较上年同期下降了 1 个百分点，我们认为新店较少和次新店较快增速带来的收入增长是费用率得到有效控制的主要原因。

图表 3.公司 2010-2011 年上半年度费用同比数据

(人民币，百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动 (%)	费用率(%)	10 年上半年	11 年上半年
租赁费	(222.3)	(270.1)	21.5	租赁费	4.6	4.2
水电费	(100.5)	(115.1)	14.6	水电费	2.1	1.8
广告费	(6.6)	(9.0)	35.6	广告费	0.1	0.1
促销费	(20.5)	(27.5)	33.9	促销费	0.4	0.4
清洁费	(12.0)	(16.3)	36.2	清洁费	0.2	0.3
银行手续费	(19.7)	(28.2)	42.8	银行手续费	0.4	0.4
其他	(120.5)	(134.1)	11.3	其他	2.5	2.1
合计	(502.1)	(600.3)	19.6	**合计**	10.4	9.4

资料来源：公司数据、中银国际研究

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，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。今年上半年合并息税前利润同比增长了 36%，达到 4.17 亿元，较 2010 年全年息税前利润增速 33%加快。母公司报表中的息税前利润为 3.26 亿元，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 4.2011 年上半年度母公司业绩摘要

(人民币，百万)	10 年上半年	10 年下半年	11 年上半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	3,274.9	3,440.8	3,797.7	16.0	10.4
营业成本	(2,527.80)	(2,643.40)	(2,951.46)	16.8	11.7
营业税金	(7.47)	(9.84)	(17.92)	140.1	82.2
销售费用	(388.40)	(414.48)	(426.20)	9.7	2.8
管理费用	(65.34)	(88.83)	(76.25)	16.7	(14.2)
息税前利润	285.9	284.3	325.9	14.0	14.6
净财务费用	3.32	11.2	21.92	561.0	95.0
模拟利总	289.23	295.53	347.83	20.3	17.7
合并报表息税前利润	306.2	310.2	416.8	36.1	34.4
外埠门店息税前利润	20.28	25.92	90.9	348.2	250.8
利润率(%)					
毛利率	22.8	23.2	22.3		
销售费用率	11.9	12.0	11.2		
管理费用率	2.0	2.6	2.0		
息税前利润率	8.7	8.3	8.6		

资料来源：公司数据

其实我们从公司募集资金项目披露的信息可以看到，苏州金鸡湖、北京朗琴均较大幅度减亏。而长沙 BOBO、南昌红谷滩以及惠州惠阳均进入盈利期。令我们感到惊讶的是，天虹购物广场改造成君尚百货在今年上半年实现净利润 1,270 万元。

我们认为总体来看，公司在中南区域和华南区域的扩张是非常成功的，但是值得关注的是华东区域目前仍然较弱，也是公司真正实现异地全国拓展至关重要的布局。目前江浙区域门店为 6 家，江苏浙江各 3 家。我们预期只有到该区域门店实现 10 家以上规模时候，才能够实现资源共享和规模效应。

图表 5.2011 年上半年募集资金项目和超募资金项目业绩摘要

(人民币，百万)	10 年上半年	10 年下半年	11 年上半年
深圳国贸项目	8.00	11.52	15.27
长沙 BOBO 天下城项目	(7.52)	(4.95)	0.22
苏州金鸡湖项目	(16.64)	(12.59)	(6.13)
北京朗琴国际项目	(14.55)	(13.77)	(9.07)
南昌红谷滩项目	(0.60)	2.30	4.83
惠州惠阳锦江国际项目	(0.33)	0.97	2.76
杭州萧山柠檬公寓项目	(6.80)	(1.39)	(6.91)
收购东莞愉景东方威尼场部分商业物业项目	22.40	14.95	20.98
天虹购物广场升级调整改造项目			12.70
东莞厚街盈丰广场项目			(9.33)
湖州爱山广场项目			(12.59)
横岗信义项目			0.12
溧阳平陵广场项目			(4.17)

资料来源：公司数据

维持盈利预测和维持买入评级

我们维持公司 2011-2013 年盈利预测，扣除非经常性的每股收益分别为 0.806、1.121 和 1.507 元。维持 28.02 元目标价和***买入***评级。

图表 6.2011 年上半年业绩摘要

(人民币，百万)	10 年上半年	10 年下半年	11 年上半年	同比变动%	环比变动%
销售收入	4,809	5,365	6,373	33	19
营业税金及附加	(21)	(28)	(42)	103	51
净销售收入	4,789	5,337	6,331	32	19
销售成本	(3,718)	(4,114)	(4,910)	32	19
销售毛利润	1,070	1,224	1,421	33	16
营业费用	(764)	(914)	(1,004)	31	10
营业利润	306	310	417	36	34
非经常项目	9	11	13	55	24
应占联营公司损益	0	0	0		
净财务费用	0	5	17	10,796	210
税前利润	315	326	447	42	37
税金	(82)	(74)	(119)	45	62
税后利润	232	253	328	41	30
少数股东损益	0	0	0		
归属于母公司股东的净利润	232	253	328	41	30
扣除非经常性损益后的净利润	224	242	314	40	30
扣非后每股收益(人民币，元)	0.280	0.302	0.393	40	30
盈利能力(%)					
综合毛利率	22.7	23.3	23.0		
经营利润率	6.4	5.8	6.5		
税前利润率	6.5	6.1	7.0		
净利率	4.7	4.5	4.9		

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	13,173	16,897	21,091
销售成本	(6,200)	(7,818)	(10,180)	(13,054)	(16,274)
经营费用	(1,194)	(1,486)	(1,875)	(2,392)	(2,972)
息税折旧前利润	621	808	1,117	1,451	1,845
折旧及摊销	(158)	(192)	(284)	(376)	(469)
经营利润(息税前利润)	464	616	833	1,075	1,376
净利息收入/(费用)	(10)	6	(22)	(40)	(67)
其他收益/(损失)	17	19	7	8	8
税前利润	471	641	818	1,043	1,318
所得税	(115)	(156)	(166)	(138)	(104)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	356	485	652	905	1,214
核心净利润	343	490	653	906	1,215
每股收益(人民币)	0.445	0.606	0.815	1.131	1.517
核心每股收益(人民币)	0.424	0.582	0.806	1.121	1.507
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	35	29	28
息税折旧前利润增长(%)	18	30	38	30	27
每股收益增长(%)	(43)	27	42	24	34
核心每股收益增长(%)	(44)	33	40	23	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	5,026	5,682	7,002
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	6,006	6,880	8,419
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	8,293	9,625	11,434
应付帐款	3,030	3,840	4,451	5,233	6,247
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	4,451	5,233	6,247
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	3,042	3,592	4,386
股东权益	903	3,310	3,842	4,392	5,187
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,933	7,150	8,293	9,625	11,434
每股帐面价值(人民币)	2.58	8.27	4.80	5.49	6.48
每股有形资产(人民币)	0.90	6.80	3.84	4.30	5.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.85)	(11.13)	(6.28)	(7.10)	(8.75)

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	818	1,043	1,318
折旧与摊销	158	192	284	376	469
净利息费用	10	(6)	22	40	67
运营资本变动	453	903	238	564	796
税金	(115)	(156)	(166)	(138)	(104)
其他经营现金流	193	(187)	(29)	(48)	(75)
经营活动产生的现金流	1,169	1,388	1,167	1,837	2,471
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	(125)	(446)	(443)
投资活动产生的现金流	(885)	(530)	(403)	(861)	(750)
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	40	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(140)	1,898	(192)	(320)	(400)
现金变动	144	2,755	572	656	1,321
期初现金	1,554	1,698	4,454	5,026	5,682
公司自由现金流	309	908	799	1,009	1,746
权益自由现金流	274	863	742	936	1,654

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	8.5	8.6	8.7
息税前利润率(%)	5.8	6.1	6.3	6.4	6.5
税前利润率(%)	5.9	6.3	6.2	6.2	6.2
净利率(%)	4.4	4.8	4.9	5.4	5.8
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	14.6	14.6	15.0
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	1.3	1.2	1.3
估值					
市盈率 (倍)	56.6	41.6	30.9	22.3	16.6
核心业务市盈率 (倍)	59.5	43.3	31.3	22.5	16.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	57.2	42.9	30.6	24.8	18.5
市净率 (倍)	9.8	3.0	5.2	4.6	3.9
价格/现金流 (倍)	15.1	13.6	15.4	11.0	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	7.0	13.5	10.0	7.1
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	114.9	104.6	99.3
回报率					
股息支付率(%)	4.4	39.6	49.1	44.2	39.5
净资产收益率 (%)	44.8	23.0	18.2	22.0	25.4
资产收益率 (%)	10.1	8.4	8.6	10.4	12.0
已运用资本收益率(%)	61.5	31.6	24.3	26.9	29.3

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，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刊载或转发的，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证券分析师撰写并向特定客户发布。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
英国伦敦嘉能街 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