

零售行业

天虹商场 (002419.SZ)

中报点评

评级: **买入** 维持评级 目标价: **30.00** 元 收盘价: **24.45** 元

分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120511030002

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

内涵、外延兼备，成长空间可期

■ 基本观点及 2011 年预判:

我们认为天虹是目前 A 股当中连锁百货做得最为成功的零售公司。当前公司正处于一个每年新增 5 家左右门店的快速扩张时期，通过积极的异地扩张，公司已经把其在深圳地区的经营模式及品牌优势等成功复制到了北京、湖南、江西、福建、浙江等地，初步完成了跨区域的网点布局。

公司的核心竞争优势在于它目前所实行的一种定位准确且具可复制性的“百货+超市+X”的业态组合模式，以此在公司门店中三种业态通常能够被区别定位、差异经营，在最大程度上发挥门店各业态之间的协同效应，满足顾客“一站式”购物需求。公司门店历年的坪效额呈现持续上升趋势，印证了这种模式的有效性和生命力。

我们认为，公司未来几年将继续面临租金成本快速上涨的压力和风险，主要基于其极低的自有物业比例（仅为 3.7%）。租赁门店单位租金上扬及新开门店引致的大量租金费用将一定程度上侵蚀公司的利润，而人力成本逐年刚性上涨也将给公司带来较大经营压力。基于租金及人力成本的推动，我们预计今明两年公司销售费用将分别增长 29.17% 和 24.83%。

11 年中报基本财务数据: 2011 年上半年公司实现营业收入 63.73 亿元，同比增长 32.52%；实现营业利润 4.34 亿元，同比增长 42.05%；归属于母公司所有者的净利润 3.28 亿元，同比增长 40.97%；全面摊薄 EPS 为 0.41 元。

公司业绩快速增长的主要原因在于：(1) 公司门店内生增长率十分强劲，上半年可比门店营业收入同比增长达 22.70%，增幅比 10 年全年 17.48% 的水平有明显提升；(2) 公司三大业务百货、超市及 X（家居、电器、餐饮等）业务收入分别同比增长 41.93%、18.14% 和 22.51%，百货业务收入增幅远超市场预期；(3) 从区域分布来看，公司通过前期积极的外延扩张，外埠门店数量占比上升，上半年外埠门店销售收入同比增长 48.72%，增幅明显高于深圳本埠门店；(4) 公司整体费用控制相当稳健，通过募集资金产生的大量利息收入在很大程度上能够抵消租金、人力费用等快速增长。

我们对 2011 年经营业绩的基本判断：30% 左右的收入增幅和 40% 左右的净利增幅。 2010 年公司登陆 A 股市场筹集近 20 亿元资金使得公司后续扩张具备强劲动力。我们相信，未来三年公司有每年新开至少 5 家门店，开店增速有望领跑于国内同行；另一方面，公司目前的门店数量已达 42 家，至年底预计能够达到 45 家，门店数量已具规模效应，尤其是公司前期开设门店目前正在步入快速成长阶段，有利于推动公司未来几年可比店继续保持 20% 左右的高速增长。

表 1 公司单季度财务比率数据

	2006	2007	2008	2009	2010	Q42009	Q12010	Q22010	Q32010	Q42010	Q12011	Q22011
收入同比(%)	27.54%	53.10%	24.05%	17.41%	26.28%	-	31.04%	26.08%	26.93%	22.08%	34.38%	30.19%
销售毛利率(%)	24.33%	23.78%	24.30%	22.96%	23.02%	20.87%	21.40%	24.29%	25.12%	21.99%	21.83%	24.40%
销售费用率(%)	14.57%	16.05%	15.79%	15.19%	14.61%	13.09%	12.50%	16.36%	16.78%	13.60%	12.67%	16.33%
管理费用率(%)	2.16%	1.47%	2.36%	1.59%	1.88%	1.58%	1.45%	1.95%	2.00%	2.11%	1.25%	1.78%
财务费用率(%)	0.10%	0.21%	0.00%	0.12%	-0.05%	0.03%	0.13%	-0.17%	-0.04%	-0.15%	-0.16%	-0.39%
销售净利率(%)	5.69%	5.65%	4.57%	4.42%	4.77%	4.54%	5.26%	4.29%	4.33%	4.99%	5.62%	4.52%
净利同比(%)	39.56%	48.75%	2.44%	13.50%	36.25%	-	14.87%	42.85%	80.60%	34.08%	43.52%	37.06%

请务必阅读正文后的免责条款部分

表 2 公司主营业务收入预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
门店数量(个)	27	30	35	40	45	50	55	60	65
经营面积(万m ²)	60.30	68.65	84.86	99.31	106.07	117.86	129.65	141.43	153.22
净增面积(万m ²)		8.35	16.21	14.45	6.77	11.79	11.79	11.79	11.79
单店面积(m ²)	22,333	22,883	24,246	24,826	23,572	23,572	23,572	23,572	23,572
百货									
收入额(万元)	273,816	343,430	459,116	600,154	811,252	1,041,301	1,311,792	1,626,481	1,974,170
增长率(%)		25.4%	33.7%	30.7%	35.2%	28.4%	26.0%	24.0%	21.4%
毛利率(%)	8.52%	28.30%	22.67%	21.77%	21.75%	21.90%	22.00%	22.10%	22.20%
超市									
收入额(万元)	231,939	292,502	295,280	350,702	421,029	503,855	600,207	704,808	810,294
增长率(%)		26.1%	0.9%	18.8%	20.1%	19.7%	19.1%	17.4%	15.0%
毛利率(%)	17.75%	18.80%	21.51%	21.72%	21.5%	21.80%	21.85%	21.90%	21.95%
X									
收入额(万元)	38,033	39,401	37,274	47,804	58,533	70,540	84,153	98,944	114,914
增长率(%)				28.25%	22.44%	20.51%	19.30%	17.58%	16.14%
毛利率(%)				20.95%	25.00%	26.00%	26.50%	27.00%	27.50%
其他									
收入额(万元)			22.76	1.60	100.00	140.00	180.00	220.00	260.00
增长率(%)				170.64%	62.34%	40.00%	28.57%	22.22%	18.18%
毛利率(%)				100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计									
收入额(万元)	543,841	675,360	791,693	998,721	1,290,915	1,615,836	1,996,331	2,430,453	2,899,638
毛利率(%)	22.60%	23.20%	21.70%	21.72%	21.90%	22.05%	22.15%	22.25%	22.35%
坪效额(元/m ²)		10475	10315	10846	12571	14431	16131	17932	19682
增长率(%)		24.18%	17.23%	26.15%	29.26%	25.17%	23.55%	21.75%	19.30%
成本额(万元)	420,933	518,677	619,896	781,799	1,008,160	1,259,471	1,554,112	1,889,713	2,251,652

表 3 公司外埠门店扩张情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
深圳地区										
门店数量(家)	4	7	9	11	14	17	19	19	20	21
门店占比(%)	80.0%	77.8%	75.0%	68.8%	66.7%	63.0%	3.3%	54.3%	50.0%	50.0%
经营面积(万m ²)	7.25	15.64	20.53	25.18	30.89	35.89	41.10	41.10	43.60	47.43
面积占比(%)	84.8%	82.7%	77.6%	70.5%	64.3%	57.1%	57.8%	48.4%	43.9%	44.9%
深圳外地区										
门店数量(家)	1	2	3	5	7	10	11	16	20	21
门店占比(%)	20.0%	22.2%	25.0%	31.3%	33.3%	37.0%	36.7%	45.7%	50.0%	50.0%
经营面积(万m ²)	1.30	3.28	5.92	10.54	17.19	26.98	29.98	43.80	55.70	58.20
面积占比(%)	15.2%	17.3%	22.4%	29.5%	35.7%	42.9%	42.2%	51.6%	56.1%	55.1%

表 4 公司本埠门店经营分析

深圳	2007	2008	2009	2010	2011E
主营业务(万元)	424,046	500,452	554,715	641,346	811,813
单店销售(万元)	28,270	27,803	29,196	32,890	39,124
门店坪效(元/m ²)	13,128	13,000	13,495	15,142	17,469
毛利率(%)	23.01%	23.87%	22.68%	22.62%	22.46%

表 5 公司外埠门店经营分析

外埠	2007	2008	2009	2010	2011E
主营业务(万元)	119,794	174,909	236,978	357,375	479,102
单店销售(万元)	14,093	16,658	17,554	19,854	23,089
门店坪效(元/m ²)	5,425	6,142	6,425	7,184	8,321
毛利率(%)	21.0%	21.1%	19.4%	20.1%	20.5%

■ 盈利预测及投资评级:

预计公司 11 年/12 年/13 年摊薄后 EPS 分别为 0.830 元、1.084 元和 1.384 元，以当前股价计算，对应动态 PE 分别为 29 倍/22 倍/17 倍，鉴于公司具有优秀的成长性及盈利性，维持之前基本判断，给予公司“买入”评级，未来 12 个月目标价 30.00 元/股。

公司三大报表及预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表								
营业收入	6,863	8,057	10,174	13,152	16,475	20,374	24,839	29,691
营业成本	5,195	6,207	7,832	10,099	12,615	15,566	18,927	22,551
税金及附加	37	34	48	63	79	98	119	143
营业费用	1,083	1,224	1,487	1,920	2,397	2,954	3,589	4,276
管理费用	162	128	191	230	272	326	385	445
财务费用	0	10	(6)	(25)	(23)	(21)	(19)	(17)
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	384	454	622	865	1,134	1,452	1,838	2,294
营业外净收支	9	17	19	20	23	25	28	30
利润总额	393	471	641	885	1,157	1,477	1,866	2,324
所得税额	80	115	156	221	289	369	466	581
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	314	356	485	664	868	1,107	1,399	1,743
EBITDA	526	617	808	1,021	1,313	1,649	2,054	2,528
摊薄后 EPS	0.392	0.445	0.606	0.830	1.084	1.384	1.749	2.178
资产负债表								
流动资产								
现金	1,554	1,698	4,453	5,979	7,626	10,048	12,506	15,745
应收帐款	23	25	31	41	49	62	74	89
预付款项	127	321	115	151	189	233	284	338
存货	198	205	290	374	467	577	701	835
非流动资产	1,010	1,534	2,089	2,163	2,094	2,009	1,908	1,790
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	663	644	1,090	1,193	1,167	1,136	1,100	1,060
无形资产	50	525	527	512	497	482	468	453
资产合计	3,044	3,933	7,150	8,919	10,690	13,256	15,870	19,273
流动负债								
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
应付帐款	876	1,156	1,279	1,828	2,054	2,736	3,088	3,851
非流动负债	0	0	0	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
负债合计	2,356	3,030	3,840	5,185	6,221	7,853	9,289	11,229
股本	350	350	400	800	800	800	800	800
资本公积	40	40	1,912	1,712	1,712	1,712	1,712	1,712
留存收益	297	513	998	1,222	1,957	2,891	4,069	5,531
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	687	903	3,310	3,734	4,469	5,403	6,580	8,043
负债和股东权益合计	3,044	3,933	7,150	8,919	10,690	13,256	15,870	19,273
现金流量表								
经营活动现金流	741	1,169	1,262	1,999	1,917	2,746	2,845	3,698
投资活动现金流	(177)	(885)	(429)	(258)	(160)	(172)	(184)	(196)
筹资活动现金流	(172)	(155)	1,923	(215)	(110)	(153)	(202)	(263)
现金净增加额	392	129	2,756	1,526	1,647	2,422	2,458	3,240

主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入增长率	24.1%	17.4%	26.3%	29.3%	25.3%	23.7%	21.9%	19.5%
营业利润增长率	26.5%	18.1%	37.1%	39.2%	31.1%	28.0%	26.6%	24.8%
净利润增长率	43.8%	13.5%	36.3%	36.9%	30.7%	27.6%	26.3%	24.6%
销售毛利率	24.3%	23.0%	23.0%	23.2%	23.4%	23.6%	23.8%	24.0%
营业费用率	15.8%	15.2%	14.6%	14.6%	14.6%	14.5%	14.5%	14.4%
管理费用率	2.4%	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%
财务费用率	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
销售净利率	4.6%	4.4%	4.8%	5.0%	5.3%	5.4%	5.6%	5.9%
ROE(%)	45.6%	39.4%	14.7%	17.8%	19.4%	20.5%	21.3%	21.7%
ROIC(%)	44.6%	38.8%	14.1%	16.9%	18.7%	19.9%	20.7%	21.2%
资产负债率	77.4%	77.0%	53.7%	58.1%	58.2%	59.2%	58.5%	58.3%
流动比率	0.86	0.79	1.32	1.30	1.38	1.43	1.50	1.56
速动比率	0.86	0.73	1.26	1.23	1.31	1.36	1.43	1.48
EPS	0.39	0.44	0.61	0.83	1.08	1.38	1.75	2.18
每股净资产	1.96	2.58	8.27	4.67	5.58	6.75	8.22	10.05
每股经营现金流	2.12	3.34	3.15	2.50	2.40	3.43	3.55	4.62
P/E	62.39	54.96	40.34	29.47	22.55	17.67	13.98	11.23
P/B	12.45	9.47	2.96	5.24	4.38	3.62	2.97	2.43
P/S	1.25	1.06	0.96	1.49	1.19	0.96	0.79	0.66

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。