百货零售

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6－12 个月目标价： 20.75

当前股价： 15.72 元

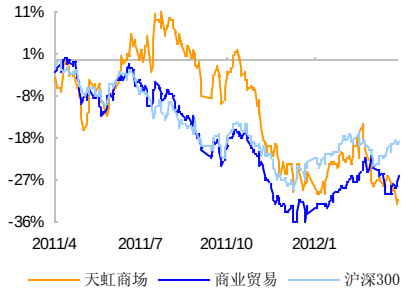
评级调整： 调低

基本资料

上证综合指数	2404.70
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	163
流通市值(亿)	25
EPS	0.72
每股净资产（元）	4.55
资产负债率	58.60%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
天虹商场	-10.19	-6.81	-18.27
商业贸易	3.75	14.95	-1.01
沪深 300 指数	2.86	4.87	1.91



相关报告

天虹商场－在全国性百货的道路上实现关键突破 2012-03-19

天虹商场－基本面良好，税收、人工成本、营业外支出拖累业绩 2011 年报点评 2012-02-28

天虹商场－2011 年新开 7 家门店；短期增

天虹商场 002419 推荐

业绩与珠三角经济共振，收入增 6.87%，利润负增长 — 2012 年 1 季报点评

2012 年 1 季度，公司营业收入同比增长 6.87%，归属于上市公司股东的净利润同比增长-18.47%，低于预期；同时公告租赁深圳西乡汇一城 7.2 万平米用于开设购物中心。

投资要点：

- **深圳大本营门店拖累公司整体收入增速**：2012 年 1 季度，公司营业收入同比增长 6.87%，可比店营业收入同比增长 1.3%。据此判断，公司 2011 年新增 5 家直营店 1 季度的营业收入约 2 亿元（平效 4000 元/平米/年）；深圳地区门店的营收增速在 -5%-0%；外地门店的营收增速在 20-25%，其中外地可比店的增速在 10%-15%。
- **毛利率提升 0.4 个百分点至 22.23%，显示了公司突出的运营管理能力：**我们认为，公司毛利率的提升并非今年 1 季度打折促销力度较去年同期下降所致，而在于：1、优化业态组合，门店购物中心化，充分考虑到消费者的购物、娱乐、休闲一体化需求，加大高毛利的 X（电影院、餐饮等）业态比重；2、进一步优化供应链，推进品类组合管理：加大超市业态直采、自营比例。
- **受人工成本增加、新开门店和筹备店的影响，期间费用率增 1.51 个百分点：**受人员增加和 2011 年大幅加薪的影响，公司管理费用同比增长 65%；新开门店、筹备店、打折促销等因素促使销售费用同比增长 16%。较低的收入增长无法消化费用的剧增，期间费用率上升 1.51 个百分点至 15.27%。
- **继深圳沙井新沙路项目后，新增一购物中心储备项目**：租赁位于深圳市宝安区西乡大道与新湖路交汇处东北角合正汇一城项目 7.2 万平米的面积，用于开设购物中心。这是公司顺应消费趋势，优化业态组合的又一举措。该项目租期 15 年，租金水平为 75 元/平米/月；装修、设备购置费 6628 万元，折合 921 元/平米。
- **收入增长面临严峻考验，费用将呈刚性增长**：公司营业收入的 61%来自于深圳地区。2011 年下半年以来，受外围经济冲击、国内信贷紧缩、需求疲软等因素的影响，出口导向、劳动力密集型产业集中的珠三角地区经济增速放缓。作为深圳商业龙头，公司深圳门店的销售受到直接冲击。另一方面，公司 2012 年将新增 8-10 家门店，人工成本、租赁费用、开办费等将使费用刚性增长。
- **下调盈利预测和评级**：公司利润高度依赖珠三角门店（净利润占比 106%），而珠三角经济与中国整体经济走势高度趋同。公司利润恢复高增长取决于两点：1、珠三角经济回暖，深圳等一线城市终端消费回升；2、公司外地门店成为利润贡献主力。鉴于以上两种情景尚需等待，下调盈利预测至 2012-14 年 EPS0.83、1.03 和 1.31 元，下调评级至“推荐”，给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 20.75 元。

风险提示：1、深圳经济转型进展缓慢，经济增速严重放缓；2、外地门店亏损期延长

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	15708	19713	24997
收入同比(%)	28%	21%	26%	27%
归属母公司净利润	574	668	827	1052
净利润同比(%)	18%	16%	24%	27%
毛利率(%)	23.1%	22.8%	22.9%	23.0%
ROE(%)	15.7%	15.5%	17.1%	19.1%
每股收益(元)	0.72	0.83	1.03	1.31
P/E	21.92	18.84	15.21	11.96
P/B	3.45	2.92	2.60	2.28
EV/EBITDA	7	7	5	4

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6628	7770	9461	11760
现金	5385	6774	8213	10179
应收账款	51	50	63	80
其他应收款	158	314	394	500
预付账款	581	182	228	289
存货	435	449	562	713
其他流动资产	19	0	0	0
非流动资产	2178	2364	2537	2684
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1039	1254	1435	1586
无形资产	594	594	594	594
其他非流动资产	545	516	508	504
资产总计	8805	10134	11998	14444
流动负债	5159	5821	7159	8925
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1755	2063	2584	3274
其他流动负债	3404	3758	4575	5650
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	5160	5821	7159	8925
少数股东权益	2	2	2	2
股本	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712
留存收益	1132	1800	2326	3006
归属母公司股东权益	3644	4312	4838	5518
负债和股东权益	8805	10134	11998	14444

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1716	1719	2126	2736
净利润	573	668	827	1052
折旧摊销	260	201	227	253
财务费用	-44	-52	-13	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	884	910	1086	1432
其他经营现金流	42	-8	0	0
投资活动现金流	-591	-381	-400	-400
资本支出	603	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	11	-81	-100	-100
筹资活动现金流	-213	52	-287	-370
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	400	0	0	0
资本公积增加	-200	0	0	0
其他筹资现金流	-413	52	-287	-370
现金净增加额	911	1390	1439	1965

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	15708	19713	24997
营业成本	10026	12134	15199	19260
营业税金及附加	103	118	148	187
营业费用	1938	2340	2943	3727
管理费用	227	267	323	407
财务费用	-44	-52	-13	-2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	785	900	1113	1416
营业外收入	42	20	20	20
营业外支出	23	5	5	5
利润总额	804	915	1128	1431
所得税	231	247	301	379
净利润	573	668	827	1052
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	574	668	827	1052
EBITDA	1001	1049	1327	1668
EPS（元）	0.72	0.83	1.03	1.31

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.1%	20.5%	25.5%	26.8%
营业利润	26.3%	14.6%	23.7%	27.2%
归属于母公司净利润	18.3%	16.4%	23.8%	27.2%
获利能力				
毛利率	23.1%	22.8%	22.9%	23.0%
净利率	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
ROE	15.7%	15.5%	17.1%	19.1%
ROIC	-38.0%	-29.7%	-26.9%	-24.3%
偿债能力				
资产负债率	58.6%	57.4%	59.7%	61.8%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.28	1.33	1.32	1.32
速动比率	1.20	1.26	1.24	1.24
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.66	1.78	1.89
应收账款周转率	310	307	348	349
应付账款周转率	6.61	6.36	6.54	6.58
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.83	1.03	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	2.15	2.66	3.42
每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.39	6.05	6.90
估值比率				
P/E	21.92	18.84	15.21	11.96
P/B	3.45	2.92	2.60	2.28
EV/EBITDA	7	7	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-19	天虹商场－在全国性百货的道路上实现关键突破
2012-02-28	天虹商场－基本面良好，税收、人工成本、营业外支出拖累业绩 2011 年报点评
2012-01-06	天虹商场－2011 年新开 7 家门店；短期增速放缓不改公司核心竞争力
2011-11-03	天虹商场-知进退方为俊杰：成都签第二个储备项目；关闭溧阳天虹
2011-11-01	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
2011-10-27	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 年 3 季报点评
2011-09-19	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 年中期业绩说明会纪要
2011-09-14	天虹商场-大本营深圳再签新项目，延续低成本扩张
2011-08-29	天虹商场-首次进入区域门店大幅减亏，君尚表现超预期 —2011 年中报点评
2011-07-23	天虹商场-严格管理，募集资金有节余；资金充裕，门店扩张有保障
2011-06-03	天虹商场-优势区域再发力，购置物业开新店
2011-05-30	天虹商场-预付卡新规无碍公司核心竞争力，限售股解禁不等于减持
2011-05-25	天虹商场-天时、地利、人和成就全国性社区商业航母

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，中投证券百货零售分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。
樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士。重点覆盖公司：海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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。

中国中投证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434