

外主内辅格局加剧 费用压力堪忧

——天虹商场（002419）2012 年中报点评

2012 年 8 月 29 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 8 月 29 日公布了 2012 年中报: 实现营业收入 69.9 亿元, 同比增长 9.7%; 实现归属上市公司股东的净利润 2.8 亿元, 同比下降 13.3%, 基本每股收益 0.35 元, 低于我们之前预期。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	3072.40	3586.88	2786.28	2877.44	3785.04	3833.43	3160.42
增长率(%)	22.08	34.38	30.19	25.50	23.20	6.87	13.43
毛利率(%)	21.99	21.83	24.40	25.11	21.78	22.23	24.24
期间费用率(%)	15.57	13.76	17.72	18.96	15.55	15.27	18.50
营业利润率(%)	5.91	7.30	6.20	5.05	5.42	5.96	5.30
净利润(百万元)	153.20	201.73	125.86	112.89	132.53	163.88	119.08
增长率(%)	34.09	43.52	36.99	13.60	-13.49	-18.76	-5.39
每股盈利(季度, 元)	0.380	0.500	-0.090	0.140	0.170	-0.510	0.140
资产负债率(%)	53.70	54.03	52.33	57.68	58.60	52.70	52.60
净资产收益率(%)	4.63	5.74	3.70	3.21	3.64	4.30	3.25
总资产收益率(%)	2.14	2.64	1.77	1.36	1.51	2.03	1.54

评论:

积极因素:

- **外延扩张有所加速。**公司报告期内实现营业收入69.9亿元, 同比增长9.7%, 整体呈现外主内辅的格局, 分解来看: 可比同店上半年增长3.5%, 其中二季度增长5.5%, 逐季环比回升, 全国布局的结构使其内涵较其他一线商业企业二季度相对弱势的格局有一定优势; 从外延速度看, 2012年上半年公司新开设北京新奥天虹、浙江绍兴柯桥天虹、福建厦门海沧天虹、广东深圳前海天虹共计4家商场, 截至本报告期末, 公司拥有“天虹”品牌直营连锁百货商场49家, 营业面积达130万平方米; “君尚”品牌直营店1家, 营业面积3.78万平方米; 此外公司还以特许经营方式管理4家商场。2012年7月7日, 公司新开设湖南岳阳天虹, 较11年上半年2家的开店速度明显加快。分区域看, 上半年深圳地区整体收入增长仅2.04%, 考虑到上半年新增门店和部分次新店的增量贡献, 深圳可比门店的同店水平或基本持平; 而深圳外地区收入贡献首次突破40%, 而22%的增速则也主要是增量门店的贡献。
- 另外, 深圳之外地区次新门店的扭亏情况一直是衡量公司全国扩张能力的重要风向标。具体来看, 长沙

天下城项目、苏州金鸡湖项目、惠州锦江国际项目、东莞虎门地标广场项目及娄底万豪城项目均有不同程度的扭亏或利润较大幅增长；而北京朗琴国际项目、新奥项目、杭州萧山、东莞厚街、湖州及泉州项目预计全年仍亏损在千万级以上；整体来看，商业竞争的加剧和行业整体的下行使得新店、尤其是异地新店培育期都有不同程度的延长，也是左右公司收入及利润杠杆博弈的主要双刃剑。

表 1：部分募投及超募次新异地门店上半年扭亏基本情况汇总

项目名称	开业时间	面积	2011 净利润、万	2012Q2 净利润、万
长沙 BOBO 天下城项目	2008.12.6	3 万	103.74	249.88
苏州金鸡湖项目	2009.4.24	5.09 万	-1074.31	364.26
北京朗琴国际项目	2009.4.25	2.2 万	-1783.85	-783.69
南昌红谷滩项目	2009.9.4	2 万	1059.35	538.21
惠州惠阳锦江国际项目	2009.9.12	2.75 万	352.84	307.49
杭州萧山柠檬公寓项目	2009.12.17	1.78 万	-1260.41	-611.94
东莞厚街盈丰广场项目	2010.8.6	5 万	-1858.73	-938.93
湖州爱山广场项目	2010.9.30	3 万	-2589.51	-1518.82
深圳横岗信义项目	2010.12.25	2.5 万	-124.78	-144.03
东莞虎门地标广场项目	2011.9	3.8	-378.32	34.75
赣州中航城项目	2011.11	2.5	-391.52	-21.17
泉州世纪嘉园	2011.12	2.45	-106.46	-1140.4
苏州木渎新华商业广场	2011.12	3.9	-601.52	-233.25
娄底万豪城市广场	2011.12	3.3	-145.32	-45.32
北京新奥购物中心项目	2012.1	3.7	—	-1070.42

资料来源：公司公告

- **一体化整合导向下的综合毛利企稳。**报告期内主营业务毛利率21.83%，同比上升0.08个百分点：其中百货业态竞争加剧和远程新店占比提升的双重背景下，百货主业毛利率依然提升了0.16个百分点，充分体现了公司上游化品牌渗透和下游品类管理的初步成效；而远程超市占比提升下前台规模经济的欠缺和后台供应链成本的上升使得超市业态毛利略降0.12个百分点；符合综合化主流趋势的X业态依然延续了良性的增长态势，毛利率上升1.34个百分点。

消极因素：

- **异地门店培育期延长和核心市场竞争加剧费用压力。**公司2011年外部扩张为主的导向构成了今年业绩的主要压力，而以深圳为核心的区域又面临一线商业内涵增长乏力，前者培育期的延长和后者竞争的加剧在对整体收入负面作用的同时影响了综合毛利率上扬的动力。上半年公司管理费用大幅增长51.45%，主要是新店及相应人工成本的增长，而异地门店仅22%的增幅短期内难以覆盖以人工成本为首的费用增量；而同期销售费用16%的涨幅也高于收入增速近7个百分点；财务费用的利息收入红利将随着外延的异地化、大型化及适度自建化趋势而逐渐消失；另外去年下半年开始增收的教育附加费，也使得上半年的可比因素较低。

业务展望：

管理溢价凸显。公司是百货业态中目前为数不多的试水产品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。另外天虹的管理层溢价在行业下行阶段的尤为重要，公司09-11年三年每年5家的高速外延并没有带来管理、销售费率的大幅增长，未来有望在外延适度放缓的背景下全面体现为杠杆的释放。

区域及业态分布逐渐平衡。公司整体上形成挖掘核心区域先发潜力、巩固次级区域市场基础、稳步拓展西部潜力区域三个层次，三者同时进行一方面平衡了全新区域拓展的培育期压力；另一方面也加大了整体盈利门店的比例。另外，从业态看，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。

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。基于公司异地千万级亏损门店的培育期延长及费用压力超预期，我们下调公司12-13年EPS的预测为0.72和0.87元（较年报点评的盈利预测各下降0.2元），对应的PE为14倍和11倍。综合考虑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16倍的PE，对应6个月目标价11.52元，距当前价格仍有15%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

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,174.36	13,035.64	14,754.84	17,832.42	21,593.06
(+/-)%	26.28	28.12	13.19	20.86	21.09
经营利润（EBITDA）	706.95	859.65	912.88	1,106.00	1,340.73
(+/-)%	33.76	21.60	6.19	21.16	21.22
净利润	485.00	573.91	575.84	695.86	854.85
(+/-)%	36.25	18.33	0.34	20.84	22.85
每股净收益（元）	0.61	0.72	0.72	0.87	1.07

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。