

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 9.96元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2073.15
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	163
流通市值(亿)	16
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	-6.74	-30.10	-42.80
商业贸易	-3.98	-16.40	-20.23
沪深300指数	-5.08	-13.40	-15.85



相关报告

天虹商场 - 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 2012-04-27

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

002419

推荐

修炼内功度时艰, 静待业绩拐点  
- 2012年中报点评

上半年, 公司实现营业收入 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%; EPS0.35 元, 低于预期。

投资要点:

- **收入增速放缓; 上半年新增 4 家门店, 全年开店速度不变, 维持新增 8-10 家/年:** 1、上半年, 公司可比店营业收入同比增长 3.5%, 二季度增长 5.5%, 逐季提高, 但远低于 2011 年各季度 20% 以上的同店增速水平; 深圳地区增速 2.04%, 同店 0 附近, 深圳外地区增速 22%。2、上半年新开北京新奥、厦门海沧、绍兴柯桥、深圳南山前海天虹 4 家; 7 月 7 日岳阳天虹开业。这 5 家门店均为区域内密集布点, 培育期 1-3 年, 共新增建筑面积 13 万平米, 增长 11%。
- **珠三角地区仍是收入和利润贡献主力:** 上半年, 深圳地区贡献营业收入的 59%, 贡献净利润的 97.5%; 珠三角地区贡献净利润的 107.5%。
- **深圳外门店喜忧互现 - 喜:** 1、金鸡湖天虹扭亏为盈, 上半年净利润 364 万元; 2、东莞虎门天虹 2011 年 9 月开业, 上半年已盈利 35 万元; 3、赣州中航城天虹 2011 年 11 月开业, 上半年仅亏损 21 万元; 4、娄底万豪天虹 2011 年 12 月开业, 上半年仅亏损 45 万元。**忧:** 北京区域 3 家门店仍全线亏损, 上半年亏损共计 3144 万元。
- **毛利率和期间费用率同时上升, 净利率下降 1.09 个百分点:** 1、公司进一步强化品类管理, 提升打折促销的实际有效性, 零售业务毛利率提升 0.08 个百分点; 高毛利的其他业务收入 (租金、管理费等) 占比上升, 综合毛利率提升 0.19 个百分点至 23.14%, 稳居行业前列; 2、租金、人工成本、广告费等大幅上升引致期间费用率升至 16.73%; 3、净利率降至 4.05%。
- **维持“推荐”评级:** 由于公司大本营珠三角区域的门店受宏观经济冲击增速放缓, 而外延扩张保持 8-10 家/年的快节奏, 公司近两年业绩将承受较大压力。公司业绩的拐点取决于两点: 1、宏观经济的恢复, 尤其是珠三角经济的复苏; 2、珠三角之外门店大面积实现扭亏为盈。预计 2012-2014 年营业收入同比增长 16.2%、20.3% 和 22.2%, 归属净利润分别为 5.75、6.63 和 7.98 亿元, 同比增长 0.2%、15.3% 和 20.4%, EPS0.72、0.83 和 1.00 元, 给予 2012 年 20 倍 PE, 目标价 14.4 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、珠三角经济持续低迷, 同店负增长; 2、外地门店培育期过长

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	15147	18222	22268
收入同比(%)	28%	16%	20%	22%
归属母公司净利润	574	575	663	798
净利润同比(%)	18%	0%	15%	20%
毛利率(%)	23.1%	23.0%	23.1%	23.1%
ROE(%)	15.7%	13.6%	14.3%	15.6%
每股收益(元)	0.72	0.72	0.83	1.00
P/E	21.92	21.88	18.98	15.76
P/B	3.45	2.98	2.72	2.46
EV/EBITDA	7	8	7	6

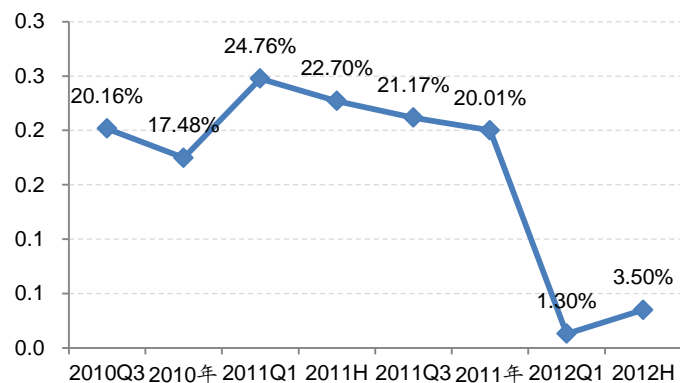
资料来源: 中投证券研究所

## 一、中报概述：营业收入增 9.7%，可比店增长 3.5%

上半年，公司实现营业收入 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%。其中，2 季度营业收入增长 13.43%，增速高于 1 季度；归属净利润增长-13.34%，负增长的幅度较 1 季度收窄。

上半年，公司可比店营业收入同比增长 3.5%，二季度增长 5.5%，逐季提高，但远低于 2010-2011 年的同店增速水平。

图 1 公司可比店营业收入增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

截至 6 月 30 日，公司拥有“天虹”品牌直营连锁百货商场 49 家，营业面积 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。

上半年，公司新开 4 家门店；7 月 7 日，新开岳阳天虹：

表 1、2012 年新增门店情况

序号	公司/门店	开业时间	营业面积 (平米)	物业	特点
1	北京新奥天虹	2012-1-6	37,000	租赁	主力店
2	厦门海沧天虹	2012-4-28	27,886	租赁	单体
3	绍兴柯桥天虹	2012-4-29	30,000	租赁	主力店
4	深圳南山前海天虹	2012-6-16	19,000	租赁	单体
5	湖南岳阳天虹	2012-7-7	18,500	租赁	单体
合计			<b>132,386</b>		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、深圳地区仍是公司收入和利润贡献的主力

### ● 收入贡献:

2012年上半年,深圳地区与深圳外地区的营业收入分别为40.2和28.4亿元,占比分别为59%和41%,毛利率分别为23.13%和19.98%。

表 2、深圳及深圳以外营业收入贡献

	营业收入			毛利率	
	金额(万元)	占比	增速	毛利率	增减(百分点)
深圳地区	401,883	59%	2.04%	23.13%	0.66
深圳外地区	283,677	41%	22.04%	19.98%	-0.57
合计	685,560	100%	9.46%	21.83%	0.07

资料来源:公司公告、中投证券研究所

### ● 净利润贡献:

经推算,深圳地区门店(19家直营、公明天虹和君尚)的净利润贡献为97.5%,深圳外地区贡献2.5%;珠三角贡献净利润的107.5%,珠三角之外贡献-7.5%。

表 3、深圳及深圳以外业务利润贡献

指标	深圳			深圳以外			其他	上市公司净利润(万元)
	20家直营	公明天虹	君尚	惠州	天虹投资发展			
					东莞 (东莞天虹及东莞工贸)	珠三角之外		
净利润(万元)	25,446	1,307	844	843.43	1,989	-29.9	-2,105	28,296
	30,431					-29.9		
	27,598			843.43	12			
占比	89.9%	4.6%	3.0%	3.0%	7.0%	-0.1%	-7.4%	100%
	107.5%					-0.1%		
	97.5%			3.0%	6.9%			

注:其他包括厦门君尚、乐迪服饰、天虹置业、网上天虹、其他业务收入等

资料来源:公司公告、中投证券研究所

### ● 母公司情况(20家直营天虹商场、网上天虹等)

上半年实现营业收入38.99亿元,同比增长2.68%,因网上天虹收入增速较快,剔除网上天虹及新开前海天虹的收入贡献后,我们估算原19家深圳天虹门店的收入增速在0附近。

上半年实现净利润2.54亿元,同比下降5.64%。

### 三、毛利率上升 0.19%，期间费用率上升 1.24%

上半年公司综合毛利率上升 0.19 个百分点，一方面是由于公司零售业务毛利率提升了 0.08 个百分点，另一方面在于公司高毛利率的其他业务收入（租金、服装代理等）同比增长 26%，占比上升。

表 4、分业务经营情况

分行业或分产品	营业收入 (万元)	毛利率(%)	营业收入 比上年同 期增减 (%)	营业成本 比上年同 期增减 (%)	毛利率比 上年同期 增减(%)
零售业	685,560	21.83%	9.46%	9.36%	0.08%
<b>分产品</b>					
百货	442,156	21.59%	11.29%	11.06%	0.16%
超市	213,860	21.47%	7.29%	7.57%	-0.21%
X	29,529	27.94%	-0.38%	-2.21%	1.34%
加工修理	15	100%	-1.38%	0%	0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

由于新开门店带来租赁费、人工成本的大幅增长，公司管理费用、销售费用分别增长 16.28%、51.45%，引致期间费用率上升 1.24 个百分点。

表 5、期间费用分析

指标	金额(亿元)	增速	占营业收入比例 (费用率)	费用率增减 (百分点)
销售费用	105,767	16.28%	15.1%	0.85
管理费用	14,326	51.45%	2.0%	0.57
财务费用	-3,070	82.98%	-0.4%	-0.18
期间费用	117,023	18.52%	16.7%	1.24
营业税金及附加	5,261	25.67%	0.8%	0.10

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、维持“推荐”评级

公司采用以城市中心店为“月”，以社区购物中心为“星”的“众星拱月”方式扩张。公司不仅是社区百货的成功典范，同时也是最早布局新兴商圈、最早进入收获期的全国性百货公司。公司采用区域密集布点的方式，已在珠三角、福建、江西占据区域优势，并在湖南、江苏的二、三线城市取得重大突破。由于公司大本营珠三角区域的门店受宏观经济冲击增速放缓，而外延扩张保持 8-10 家/年的快节奏，公司近两年业绩将承受较大压力。公司业绩的拐点取决于两点：

- 1、宏观经济的恢复，尤其是珠三角经济的复苏
- 2、珠三角之外门店大面积实现扭亏为盈

预计 2012 - 2014 年营业收入分别为 151、182 和 223 亿元, 同比增长 16.2%、20.3% 和 22.2%, 归属净利润分别为 5.75、6.63 和 7.98 亿元, 同比增长 0.2%、15.3% 和 20.4%, EPS 0.72、0.83 和 1.00 元, 给予 2012 年 20 倍 PE, 目标价 14.4 元, 维持“推荐”评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	6628	7483	8744	10449
现金	5385	6525	7592	9042
应收账款	51	48	58	71
其他应收款	158	303	364	445
预付账款	581	175	210	257
存货	435	432	519	634
其他流动资产	19	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	8805	9848	11281	13133
<b>流动负债</b>	5159	5627	6657	8009
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1755	1983	2384	2911
其他流动负债	3404	3644	4273	5098
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	5160	5627	6657	8009
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	1707	2111	2611
归属母公司股东权益	3644	4219	4623	5123
<b>负债和股东权益</b>	8805	9848	11281	13133

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1716	1461	1667	2102
净利润	573	575	663	798
折旧摊销	260	201	227	253
财务费用	-44	-61	-59	-47
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	884	754	836	1097
其他经营现金流	42	-8	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-213	61	-200	-252
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	61	-200	-252
<b>现金净增加额</b>	911	1141	1067	1450

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	13036	15147	18222	22268
营业成本	10026	11664	14022	17124
营业税金及附加	103	114	137	167
营业费用	1938	2333	2797	3411
管理费用	227	326	436	541
财务费用	-44	-61	-59	-47
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
<b>营业利润</b>	785	773	889	1071
营业外收入	42	20	20	20
营业外支出	23	5	5	5
<b>利润总额</b>	804	788	904	1086
所得税	231	213	241	288
<b>净利润</b>	573	575	663	798
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	574	575	663	798
<b>EBITDA</b>	1001	913	1058	1277
<b>EPS (元)</b>	0.72	0.72	0.83	1.00

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.1%	16.2%	20.3%	22.2%
营业利润	26.3%	-1.6%	15.1%	20.4%
归属于母公司净利润	18.3%	0.2%	15.3%	20.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.1%	23.0%	23.1%	23.1%
净利率	4.4%	3.8%	3.6%	3.6%
ROE	15.7%	13.6%	14.3%	15.6%
ROIC	22.35	22.85	22.90	23.50
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.6%	57.1%	59.0%	61.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.28	1.33	1.31	1.30
速动比率	1.20	1.25	1.24	1.23
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.63	1.62	1.72	1.82
应收账款周转率	310	301	341	344
应付账款周转率	6.61	6.24	6.42	6.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.72	0.83	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	1.83	2.08	2.63
每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.27	5.78	6.40
<b>估值比率</b>				
P/E	21.92	21.88	18.98	15.76
P/B	3.45	2.98	2.72	2.46
EV/EBITDA	7	8	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-27	天虹商场 - 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
2012-03-19	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





## 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, 旨在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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434