

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.00元

当前股价: 12.08元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2101.58
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	163
流通市值(亿)	19
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	13.43	12.06	-23.08
商业贸易	1.57	-4.60	-19.95
沪深300指数	3.42	-3.57	-12.04



相关报告

天虹商场 - 修炼内功度时艰, 静待业绩拐点

- 2012年中报点评 2012-08-30

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

002419

推荐

2012年逐季好转, 3季度单季已实现利润正增长

- 2012年3季报点评

前3季度, 公司营业收入/归属净利润同比增长 10.62%、-9.24%; 其中第3季度营业收入/归属净利润同比增长 12.57%、2.63%。公司4季度收入和利润增速将持续好转。

投资要点:

- **3季度新开1家门店、升级1家门店品牌:** 7月7日, 湖南岳阳天虹(1.85万平米)开业, 为区域加密布点; 9月28日, 原东莞东纵“天虹”升级为“君尚”品牌门店。前3季度, 公司累计新开5家门店, 新增商业建筑面积约13.2万平米, 与2011年底相比增幅10.7%(直营店)。4季度, 预计新增4-5家门店, 分别为湖南株洲(3.36万平米)、深圳龙华(2万平米)、成都奥克斯财富广场(4.76万平米)、南昌联发(3.8万平米)、深圳坪山项目(1.66万平米)。
- **前3季度可比店营业收入增速3.9%, 其中3季度增速4.6%; 可比店利润总额累计增速10.4%, 其中3季度22.7%:** 分区域看, 华中区(湖南、江西)表现优异, 营业收入和利润总额的可比店增速分别为21.5%、29.3%, 我们认为这与当地较快的经济增速密不可分; 北京地区可比店(宣武、国展)营收同比下降10.2%, 主要是黄金的销售较去年大幅下降, 但受益于毛利率的提升和严格的费用管控, 利润总额同比增长14.4%。
- **综合毛利率提升0.17个百分点, 期间费用率上升0.93个百分点, 实际所得税税率攀升3.24个百分点:** (1) 毛利率提升至23.79%: ①提高了打折促销的有效性, 减少无谓的让利; ②金银珠宝等低毛利品类占比有所下降; ③X业务(餐饮、娱乐休闲等高毛利的租金性收入)占比上升; (2) 由于新开门店带来的人员增加、营销费用、租金费用增加, 销售费用和管理费用分别上升0.61和0.36个百分点。(3) 以子公司形式存在的亏损门店增加, 实际所得税率高达30.66%。
- **微调盈利预测:** 公司是我国社区百货龙头, 同时也是全国性拓展的零售企业中最早把握城镇化机遇、布局新兴商圈并获得成功的典范。主力区域珠三角受经济冲击影响增速放缓、行业弱势背景下依然保持8-10家/年的快速开店节奏使得公司近2年业绩承压, 但不改公司前瞻性布局、精细化管理的优秀零售公司本质, 不改公司全国商业龙头的潜质。小幅下调2012-2014年营业收入增速至14.2%、18.5%和22.2%, 归属净利润增速至-2.5%、15.4%和19.2%, EPS分别为0.70、0.81和0.96元。给予2012年20倍PE, 目标价14元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、新门店培育期拉长; 2、同店出现负增长; 3、物业纠纷关闭门店

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	14886	17640	21556
收入同比(%)	28%	14%	19%	22%
归属母公司净利润	574	560	646	771
净利润同比(%)	18%	-2%	15%	19%
毛利率(%)	23.1%	23.0%	23.1%	23.1%
ROE(%)	15.7%	13.3%	14.1%	15.2%
每股收益(元)	0.72	0.70	0.81	0.96
P/E	21.92	22.47	19.46	16.33
P/B	3.45	2.99	2.74	2.48
EV/EBITDA	7	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

一、前3季度新增5家门店，升级改造1家门店

2012年前3季度，公司累计新开5家门店，新增商业建筑面积约13.2万平方米，与2011年底相比增幅10.7%（直营店）。其中，3季度新增1家门店，升级改造1家门店：

- 7月7日，湖南岳阳天虹（1.85万平方米）开业，为区域加密布点；
- 9月28日，原东莞东纵“天虹”升级为“君尚”品牌门店

截至2012年3季度末，公司已在广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、山东、北京等省市开设“天虹”品牌直营商场49家，营业面积近129万平方米；“君尚”品牌在深圳和东莞共开设2家直营商场，营业面积近12万平方米（目前东莞门店已开业面积约1.8万平方米，其他约5.9万平方米的面积待装修完成后开业）；此外，公司还以特许经营方式管理4家“天虹”品牌门店。

4季度，预计新增4-5家门店，分别为湖南株洲（3.36万平方米）、深圳龙华（2万平方米）、成都奥克斯财富广场（4.76万平方米）、南昌联发（3.8万平方米）、深圳坪山项目（1.66万平方米）。

2012年全年，预计新增门店9-10家，新增建筑面积27.2~28.8万平方米，较2011年底增幅为21.9%~23.2%。

表1、2012年新增/升级改造门店情况

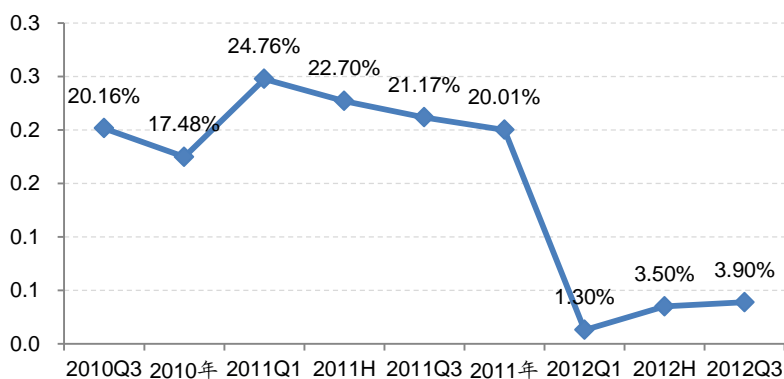
序号	公司/门店	开业时间	营业面积	物业	加密/新进	备注
			(平方米)			
1	北京新奥天虹	2012-1-6	37,000	租赁	同城加密	
2	厦门海沧天虹	2012-4-28	27,886	租赁	同城加密	
3	绍兴柯桥天虹	2012-4-29	30,000	租赁	省内加密	
4	深圳南山前海天虹	2012-6-16	19,000	租赁	同城加密	
5	湖南岳阳天虹	2012-7-7	18,500	租赁	省内加密	
6	株洲银天商业广场项目	4季度	33,552	租赁	省内加密	
7	南昌联发广场项目	4季度	38,000	购买	同城加密	
8	成都奥克斯财富广场项目	4季度	47,600	租赁	新进入	
9	深圳龙华耀丰通项目	4季度	20000	租赁	同城加密	
10	深圳坪山东晟时代花园项目	4季度	16,629	租赁	同城加密	12年底或13年初
	东莞东纵君尚	4季度	约7.7万平方米	自有+租赁		改造升级
合计			288,167			

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、前3季度，可比店增速3.9%，其中3季度增速4.6%

2012年1-9月，公司实现可比店营业收入累计同比增长3.9%，三季度增长4.6%，利润总额累计同比增长10.4%，三季度增长22.7%。

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

表 2、2012 年新增/升级改造门店情况

区域	门店	1-9 月营业收入同比增长率	1-9 月利润总额同比增长率	省份	解读
华南区	可比店	3.4%	6.6%	广东	受经济冲击严重，费用控制严格
东南区	可比店	-2.6%	-5.9%	福建	成熟门店同店增速下降
华中区	可比店	21.5%	29.3%	湖南 江西	与当地较快的经济增速密不可分
华东区	可比店	9.2%	33.9%	浙江 江苏	与公司当地门店店龄结构优化、尤其是苏州金鸡湖天虹（5.1 万平方米）正处于度过盈亏平衡点后的快速增长期紧密相关
北京	可比店	-10.2%	14.4%	北京	黄金的销售较去年大幅下降，但受益于毛利率的提升和严格的费用管控，利润总额同比增长 14.4%
君尚	可比店	1.1%	34%	深圳	受益于毛利率的提升和费用绝对额的下降

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、4 季度前瞻：收入和利润增速继续好转，但空间有限

一方面，4 季度公司收入和利润增速将继续好转：

- （1）深圳前 3 季度 GDP 增速 9%，较上半年提升 1 个百分点。受益于外围经济的好转，外向型的珠三角经济增速有望在 4 季度进一步回升，公司将直接受益；
- （2）去年 4 季度的低基数：①溧阳店天虹关闭带来损失 3349 万元；②人工成本、营业税金及附加、所得税率大幅上升；
- （3）4 季度将有理财产品带来的投产收益入账。

但另一方面，4 季度将新开 4-5 家门店，开办费、人工成本等费用压力较大；东莞东纵天虹提档改造导致装修费用增加，且直接影响 4 季度的经营。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6628	7381	8525	10168
现金	5385	6440	7410	8806
应收账款	51	48	56	69
其他应收款	158	298	353	431
预付账款	581	172	204	249
存货	435	424	502	613
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	9745	11062	12852
流动负债	5159	5540	6463	7772
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1755	1949	2308	2818
其他流动负债	3404	3592	4155	4954
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	5540	6463	7772
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	1692	2086	2566
归属母公司股东权益	3644	4204	4598	5078
负债和股东权益	8805	9745	11062	12852

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1716	1376	1567	2044
净利润	573	560	646	771
折旧摊销	260	201	227	253
财务费用	-44	-60	-56	-42
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	884	683	749	1063
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	60	-196	-249
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	60	-196	-249
现金净增加额	911	1055	971	1395

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	14886	17640	21556
营业成本	10026	11462	13574	16577
营业税金及附加	103	112	132	162
营业费用	1938	2292	2708	3302
管理费用	227	327	415	524
财务费用	-44	-60	-56	-42
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	752	867	1033
营业外收入	42	20	20	20
营业外支出	23	5	5	5
利润总额	804	767	882	1048
所得税	231	207	235	278
净利润	573	560	646	771
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	574	560	646	771
EBITDA	1001	893	1038	1244
EPS (元)	0.72	0.70	0.81	0.96

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.1%	14.2%	18.5%	22.2%
营业利润	26.3%	-4.2%	15.3%	19.2%
归属于母公司净利润	18.3%	-2.5%	15.4%	19.2%
获利能力				
毛利率	23.1%	23.0%	23.1%	23.1%
净利率	4.4%	3.8%	3.7%	3.6%
ROE	15.7%	13.3%	14.1%	15.2%
ROIC	22.3%	21.5%	22.1%	23.2%
偿债能力				
资产负债率	58.6%	56.8%	58.4%	60.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.28	1.33	1.32	1.31
速动比率	1.20	1.26	1.24	1.23
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.60	1.70	1.80
应收账款周转率	310	298	339	344
应付账款周转率	6.61	6.19	6.38	6.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.70	0.81	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	1.72	1.96	2.55
每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.25	5.75	6.35
估值比率				
P/E	21.92	22.47	19.46	16.33
P/B	3.45	2.99	2.74	2.48
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

相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-30	天虹商场 - 修炼内功度时艰, 静待业绩拐点 - 2012 年中报点评
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

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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