



东兴证券
DONGXING SECURITIES

次新区域杠杆回暖 核心区域压力犹存

——天虹商场（002419）2012年三季度报点评

2012年10月26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10月26日公布了2012年三季度报:实现营业收入102.33亿元,同比增长10.62%;实现归属上市公司股东的净利润4亿元,同比下降9.24%,基本每股收益0.5元,符合我们之前预期。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入(百万元)	3586.88	2786.28	2877.44	3785.04	3833.43	3160.42	3239.02
增长率(%)	34.38	30.19	25.50	23.20	6.87	13.43	12.57
毛利率(%)	21.83	24.40	25.11	21.78	22.23	24.24	23.79
期间费用率(%)	13.76	17.72	18.96	15.55	15.27	18.50	17.50
营业利润率(%)	7.30	6.20	5.05	5.42	5.96	5.30	5.46
净利润(百万元)	201.73	125.86	112.89	132.53	163.88	119.08	116.16
增长率(%)	43.52	36.99	13.60	-13.49	-18.76	-5.39	2.90
每股盈利(季度,元)	0.500	-0.090	0.140	0.170	-0.510	0.140	0.150
资产负债率(%)	54.03	52.33	57.68	58.60	52.70	52.60	58.95
净资产收益率(%)	5.74	3.70	3.21	3.64	4.30	3.25	3.12
总资产收益率(%)	2.64	1.77	1.36	1.51	2.03	1.54	1.37

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102.33亿元,同比增长10.62%,其中三季度单季环比二季度略有增长。分解来看: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%,较二季度5.5%的水平环比下滑,以深圳核心地区为代表的成熟区域竞争加剧和以北京为代表的次新区域节假日因素出游的分流是主因;从外延速度看,2012年上半年公司新开4家商场,三季度公司共新开1家门店和升级1家门店品牌。7月7日,公司新开湖南岳阳天虹,进一步扩展了公司在湖南地区的门店布局;9月28日,原东莞东纵“天虹”品牌门店正式升级为“君尚”品牌门店,整体较11年上半年2家的开店速度明显加快。分区域看,华南整体可比增长仅3.4%,竞争加剧对该区域毛利率的损伤,使得利润杠杆仅为6.6%;华中区域次新门店较大的占比和区域自身的抗周期性,使得其21.5%的可比收入及29.3%的可比利润位居首位;华东区则是基于部分门店的大幅扭亏而出现远高于收入端的33.9%的利润杠杆;而北京区域虽然作为次新区域,但双位数的可比收入下滑一定程度上制衡了其利润杠杆的释放。

表 1：分区域可比收入及利润增速

	前三季度可比收入增长	前三季度可比利润增长
华南区	3.4%	6.6%
东南区	-2.6%	-5.9%
华中区	21.5%	29.3%
华东区	9.2%	33.9%
北京	-10.2%	14.4%
君尚	1.1%	34%

资料来源：公司公告

- **综合毛利延续增长。**报告期内主营业务毛利率23.79%，同比略上升0.17个百分点，环比则明显回暖0.65个百分点，产品结构的优化和千万级亏损门店的大幅扭亏或是两大主因，在整体高速跨区外延的背景下，内生挖掘对于毛利率的正面作用是公司管理溢价的重要体现。

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。**以深圳为核心的核心区域面临一线商业内涵增长乏力、外延社区百货受到社区购物中心冲击两方面的挑战；而异地新开门店培育期的延长和次新门店的增速回落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。前三季度公司管理费用同比增长34.18%，主要是新店及相应人工成本的增长；而同期15.78%的销售费率同比及环比增幅均在0.6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。

业务展望：

管理溢价成为杠杆释放重要辅佐。公司对于百货业态诸如品类管理、供应链挖掘、上游代理渗透等方面的精细化管理无疑奠定了其先锋定位，但外延加速与内涵挑战的博弈均衡成为管理层溢价的重要考量，从过去五年的毛利率趋势看，后者的绩效较为明显，一定程度上覆盖了前者的负向作用，也是市场给予公司除跨区扩张之外溢价的因素之一。天虹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。

储备适度放缓、核心区域加强。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，公司今年较为明显的放缓了储备项目的开拓，公告的项目也已深圳等核心区域为主，为明年低基数之上的利润杠杆反弹奠定了基础。

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，我们维持公司12-13年EPS的预测为0.72和0.87元，对应的PE为17倍和14倍。综合考虑到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13年16倍的PE，对应6个月目标价13.92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。