

## 跨区比例缩窄助推毛利 异地门店扭亏分化

### ——天虹商场（002419）2012 年财报点评

2013 年 2 月 28 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 2 月 28 日公布了 2012 年年报：全年实现营业总收入 143.77 亿元，同比增长 10.29%；实现净利润额 5.88 亿元，同比增长 2.40%，基本每股收益 0.73 元，符合之前预期。

#### 公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	2786.28	2877.44	3785.04	3833.43	3160.42	3239.02	4144.14
增长率（%）	30.19	25.50	23.20	6.87	13.43	12.57	9.49
毛利率（%）	24.40	25.11	21.78	22.23	24.24	25.21	22.72
期间费用率（%）	17.72	18.96	15.55	15.27	18.50	19.17	16.08
营业利润率（%）	6.20	5.05	5.42	5.96	5.30	5.04	6.15
净利润（百万元）	125.86	112.89	132.53	163.88	119.08	115.80	187.11
增长率（%）	36.99	13.60	-13.49	-18.76	-5.39	2.58	41.18
每股盈利（季度，元）	-0.090	0.140	0.170	-0.510	0.140	-0.350	0.000
资产负债率（%）	52.33	57.68	58.60	52.70	52.60	58.95	58.07
净资产收益率（%）	3.70	3.21	3.64	4.30	3.25	3.06	4.71
总资产收益率（%）	1.77	1.36	1.51	2.03	1.54	1.26	1.98

#### 评论：

##### 积极因素：

- **外延逆势推进、跨区比例缩窄。**公司报告期内实现营业收入143.77亿元，同比增长10.29%，增速较11年放缓18个百分点，外延、内涵贡献各半。一方面报告期内可比店实现了收入同比增长4.28%，江西、南昌三四线为主的华中区域可比增幅最高为16.08%，北京地区近10%的负向可比销售成为最大拖累；另一方面从外延速度看，2012 年全年公司新开门店9家（11年8家），升级1家“君尚”品牌门店，新增营业面积近31万平方米（其中东莞君尚约5.9万平方米待装修完成后开业），共拥有“天虹”品牌直营百货商场53家，营业面积近141万平方米；拥有“君尚”品牌直营百货商场2家，营业面积近12万平方米，特许加盟4家；从区域布局看，2012年公司门店网络已经覆盖9省21市，进一步扩展至四川省地；公司将原东莞东纵天虹门店改造升级为“君尚”品牌门店，并实现了一期开业，公司高端百货成功跨出了深圳，是公司“双品牌”发展的又一重要里程碑，但新设区域仅为一个，且深圳、厦门、湖南等优势区域占比三分之二，结构性收缩略见一二。门店数量占比在73%的社区店仍是公司重点拓展的方向；从储备项目看，公司在深圳、

惠州、南昌、珠海等城市新签约多个项目，全资子公司竞得江西省南昌市朝阳新城约65亩的地块用于建设商业项目，有利于自有物业比例的提高和华中地区市场份额的进一步巩固；总部大厦项目、吉安项目、东莞大朗仓储加工中心建设项目、厦门君尚项目等各重点工程项目建设有序推进。

**表 1：2012 部分新开直营门店基本情况汇总**

项目名称	开业时间	面积、万	所属区域 12 年可比收入同比增幅
北京新奥购物中心项目	2012.1.6	3.7	-9.97
绍兴柯桥天虹	2012.4.28	3.3	7.26
厦门海沧天虹	2012.4.29	2.79	-1.83
深圳前海天虹	2012.6.16	1.9	4.45
岳阳天虹	2012.7.7	1.85	16.08
深圳东环天虹	2012.11.3	2	4.45
成都高新天虹	2012.11.29	3	—
株洲天虹	2012.12.28	3.36	16.08
深圳坪山天虹	2012.12.29	1.7	4.45

资料来源：公司公告

- **精细化管理和区域结构调整共铸毛利率提升。**报告期内公司毛利率稳中有升，同比增长0.39个百分点，增幅较11年有所提高：其中百货业在跨区扩张比例降低，同城加密主导的战略下毛利上升0.54个百分点（深圳地区上升0.43，外阜区域微升0.2），品类管理、自有代理品牌的强化一定程度上削弱了竞争加剧带来的负面效应；而供应链直接作用的超市业态则略微提升0.04个百分点；符合综合化主流趋势的X业态受制于购物中心供给泡沫对于配套餐饮、娱乐X业态旺盛需求的分流，毛利率下降1.46个百分点。

就超市业态而言，天虹内置精品超市，一直以其高毛利率、强集客效应凸显了其对于内部综合毛利率提振和社区外部辐射力不可忽视的作用。在加强商品直供、直采力度，加快生鲜基地建设，完成签约10家农超对接基地，新增13家全国直供客户等多重上游化渗透措施的不断推进下，公司的超市业态毛利率水平并没有像百货一样随着跨区拓展的不断推进而下滑；就百货业态而言，君尚与天虹双品牌的均衡化进程关键在于高端品牌的瓶颈突破，公司全年共引进49个高端KB品牌，提高综合收益的同时也为未来君尚品牌的发展奠定了基础；就X业态而言，天虹在渠道下沉过程中最大的风险则在于业态组合调整的滞后性，即转型购物中心业态的缺失与其在拓展长三角、珠三角等较为发达三线城市过程中供需不匹配引致的培育期压力。公司虽然已经明确提出购物中心的战略转型，但基于经验的欠缺，我们对其购物中心的转向持谨慎态度。

#### 消极因素：

- **次新门店扭亏分化与费用压力并存。**公司目前30%的次新门店占比位居百货类可比公司前列，外围区域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，也是其利润杠杆弹性的重要制衡因素。从12年的利润分布看，仅苏州金鸡项目、东莞虎门、赣州中航三个项目实现扭亏，其中苏州项目大幅扭亏2230万；长沙、惠州两大项目有翻番以上的利润增幅；但大部分亏损项目仍处于扩大亏损或延续态势，以北京、萧山、湖州、东莞厚街四大项目为代表；亏损幅度较大的区域仍以经济水平较为发达的北京和苏浙地区为主，竞争加剧、电商渗透率高、配套缺失是发达地区千万级亏损的形成主因。
- **而在内部压力方面，**2012年公司相应的人力费用同比上升了25.7%，在外延加速的背景下上升幅度远低于

11年增幅，但仍是收入增速的一倍以上，其中管理费用中的人力成本大幅上升40%以上是引致管理费用整体27.5%高位增长的主因；报告期内租赁费用上升7.7%，小于收入增幅，与公司优势区域巩固、三四线城市下沉的区域布局战略有关，但营业费用整体14%的增幅仍略高于收入增幅。随着公司每年6-8家较快外延速度的延续和购物中心、君尚的双向转型，营业费用仍面临中长期压力。

**表 2：部分募投及超募次新异地门店 12 年扭亏基本情况汇总**

项目名称	开业时间	面积	2011 净利润、万	2012 净利润、万
长沙 BOBO 天下城项目	2008.12.6	3 万	103.74	825.68
苏州金鸡湖项目	2009.4.24	5.09 万	-1074.31	1155.57
北京朗琴国际项目	2009.4.25	2.2 万	-1783.85	-1681.72
南昌红谷滩项目	2009.9.4	2 万	1059.35	1237.27
惠州惠阳锦江国际项目	2009.9.12	2.75 万	352.84	666.3
杭州萧山柠檬公寓项目	2009.12.17	1.78 万	-1260.41	-1292.11
东莞厚街盈丰广场项目	2010.8.6	5 万	-1858.73	-1832.56
湖州爱山广场项目	2010.9.30	3 万	-2589.51	-3003.39
深圳横岗信义项目	2010.12.25	2.5 万	-124.78	-183.48
东莞虎门地标广场项目	2011.9	3.8	-378.32	288.67
赣州中航城项目	2011.11	2.5	-391.52	179.1
泉州世纪嘉园	2011.12	2.45	-106.46	-2258.13
苏州木渎新华商业广场	2011.12	3.9	-601.52	-825.61
娄底万豪城市广场	2011.12	3.3	-145.32	-64.39
北京新奥购物中心项目	2012.1	3.7	—	-1581.64

资料来源：公司公告

## 业务展望：

**外延战略结构转向成为利润拐点风向标。**2013年是公司业务战略转型的开局之年，计划新开6-8家门店。公司于02年开启了跨省扩张外延，06年进入长三角，11、12近两年开始广泛布局中部的三四线城市。外围区域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。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。**单店大型化、外延储备项目的适度放缓已经被公司所践行。**结合我们年度策略报告的店龄结构三层级观点：公司占比近50%的成熟门店受竞争加剧影响内生利润存在不确定性；30%的较高次新门店占比成为今明两年利润杠杆释放的重要支撑；而外延扩张速度和区域布局的适度谨慎将是助力而非拖累次新门店经营杠杆正向作用的主因。

**五大核心模式支撑公司管理溢价。**就天虹的商业模式而言，主要体现在：**轻资产外延、社区商圈（非核心商圈、三四线核心商圈）、强势费用管理、集团物业低成本“孵化”、高毛利率品质超市**五大特点。作为继王府井之后的第二个跨区百货企业，其“五钻”优势是否能在未来百货业集中度提升的进程中抢得头筹一直是其估值溢价争议的核心所在。经历了12年估值的深度调整，在13年业绩趋势向好的背景下，公司的相对估值溢价也有望重现。其品类管理、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，也符合后跑马圈地时代百货内生转型的大趋势。公司目前是A股百货类上市公司中三四线城市门店数量占比最高的公司（甚至高出部分区域龙头的比例），坐享了城镇化、区域内消费升级的

红利；但商业地产泡沫的三四线侵蚀和本土区域龙头的购物中心转型，从竞争角度而言是制衡公司外延绩效的重要因素。

### 盈利预测与投资建议：

M 型社会趋势下公司不同于百盛、王府井的三四线百货渠道拓展，公司的“非核心外延模式”具备高毛利率（强议价能力）、低成本、容量有限下核心区位的先发垄断优势三大优势，同时也形成一定程度上平滑了跨区扩张对于公司毛利率的负面效应；国有机制、市场化运营可谓公司管理风格的高度概括。我们维持公司 13-14 年 EPS 的预测为 0.86 和 1.05 元，对应的 PE 为 12 倍和 10 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 15 倍的 PE，对应 6 个月目标价 12.92 元，距当前价格仍有 21% 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 3：投资组合盈利预测和估值**

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	13,035.64	14,377.01	17,265.33	20,891.49	25,620.59
(+/-)%	28.12%	10.29%	20.09%	21.00%	22.64%
经营利润（EBITDA）	859.65	892.35	1,099.46	1,340.01	1,624.60
(+/-)%	21.60%	3.80%	23.21%	21.88%	21.24%
净利润	573.91	587.66	689.07	843.67	1,041.05
(+/-)%	18.33%	2.40%	17.26%	22.44%	23.40%
每股净收益（元）	0.720	0.730	0.861	1.054	1.301

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。