

2013年05月01日

天虹商场 (002419.SZ)

培育区域门店收入和盈利均较快增长

■事件：公布2013年一季度，实现收入41.80亿元，同比增长9.03%；利润总额2.60亿元，同比11.80%；归属母公司所有者的净利润1.87亿元，同比13.70%；EPS为0.23元。业绩符合预期。

■点评：

- **培育区域同店收入增速回升。**2013年一季度，同店增速为4.16%。其中，成熟区域同店增速下降，如广东地区同店增速2%，华中地区同店增速6.13%；而培育区域由于门店店龄短且有新店开设，同店增速回升，如华东地区同店增速11.35%、东南地区同店增速10.21%，以及北京地区同店增速6.02%，均较上年有所提升。同时，一季度新开2家门店，其中第一家购物中心于3月份开业，加上2012年新开的9家门店，外延扩张贡献收入增长的54%。
- **毛利率继续提高。**2013年一季度，毛利率为22.39%，较上年提升0.16个百分点。毛利率的持续提高一方面是由于深圳外区域门店逐渐成熟；另外公司作为深圳百货龙头市场份额及规模优势的提高，该地区毛利率也在逐年提高。
- **费用严格控制，期间费用率略有上升。**2013年一季度，期间费用率为15.36%，同比提高0.09个百分点。其中，一季度新开门店的开办费及春节期间广告费的增加，使得销售费用率提升0.62%；但对管理费用严格管控，占收入比重同比下降0.61%。
- **北京地区利润总额同比增速好于预期。**2013年一季度，利润总额同比增长18.70%，其中北京地区可比店利润总额同比增速为66.02%，预计北京宣武店2013年有望扭亏。其次君尚可比门店利润同比增长49.13%、华东区36.08%；广东和福建增速低于公司整体水平分别为12.35%和11.81%，处行业较快水平。

■投资建议：维持2013-2015年的盈利预测，预计净利增速分别为15.1%、13.4%和14.4%，折合每股收益0.85元、0.96元和1.10元。给予2013年15倍PE，12个月目标价12.68元，增持-B投资评级。

■风险提示：深圳地区同店增速下滑；部分门店租赁期到期。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13,035.6	14,377.0	16,492.8	18,323.4	20,045.2
净利润	573.9	587.7	676.5	767.2	878.0
每股收益(元)	0.72	0.73	0.85	0.96	1.10
每股净资产(元)	4.55	4.96	5.53	6.24	7.13
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	13.3	13.0	11.3	10.0	8.7
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	4.4%	4.1%	4.1%	4.2%	4.4%
净资产收益率	15.7%	14.8%	15.3%	15.3%	15.4%
股息收益率	3.5%	0.0%	2.8%	2.6%	2.2%
ROIC	-34.0%	-24.6%	-26.8%	-37.9%	-27.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

增持-B

维持评级

12个月目标价

12.68元

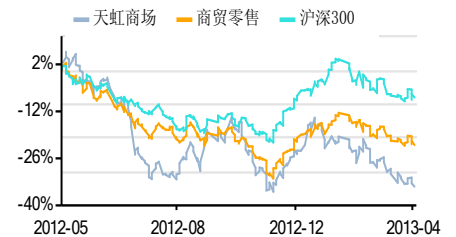
股价(2013-04-26)

9.55元

交易数据

总市值(百万元)	7,641.91
流通市值(百万元)	1,564.64
总股本(百万股)	800.20
流通股本(百万股)	163.84
12个月价格区间	9.36/15.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.28	-10.27	-32.25
绝对收益	-10.24	-15.11	-39.25

张静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511100001
zhangjing5@essence.com.cn
021-68763865

报告联系人

王园园

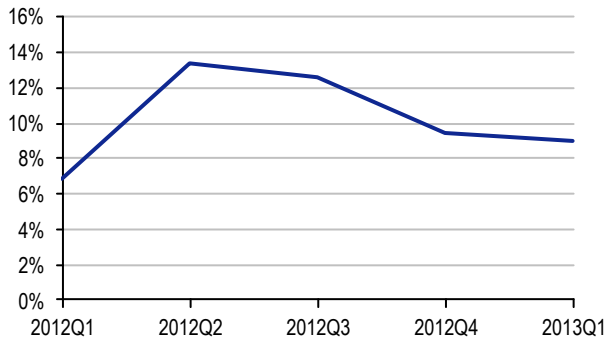
021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

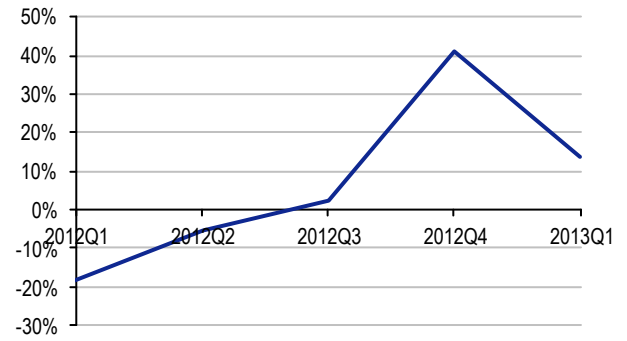
- 天虹商场：立足深圳 扩张全国 2013-04-10
- 天虹商场：外地门店扭亏好于预期：——天虹商场2010年年报点评 2011-02-28
- 天虹商场：外埠门店盈利值得关注：——2010年中报点评 2010-08-09

图 1：天虹商场收入增速（单季度）



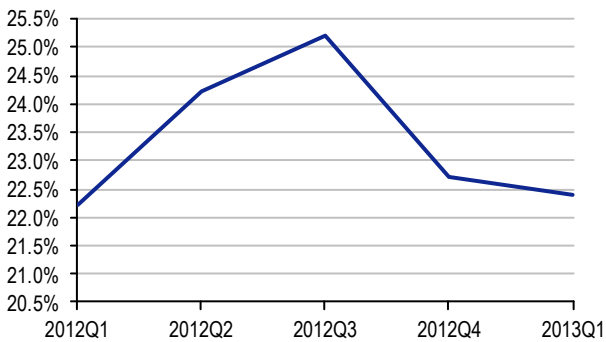
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：天虹商场净利增速（单季度）



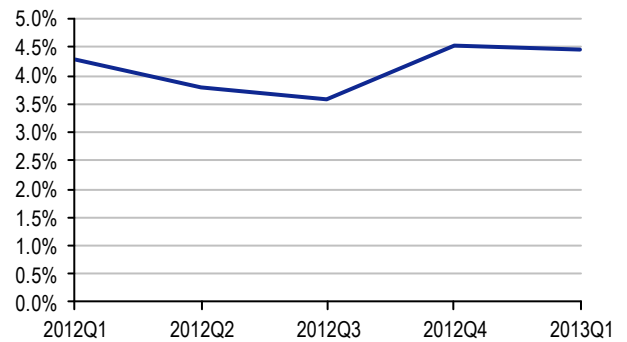
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：天虹商场毛利率变动（单季度）



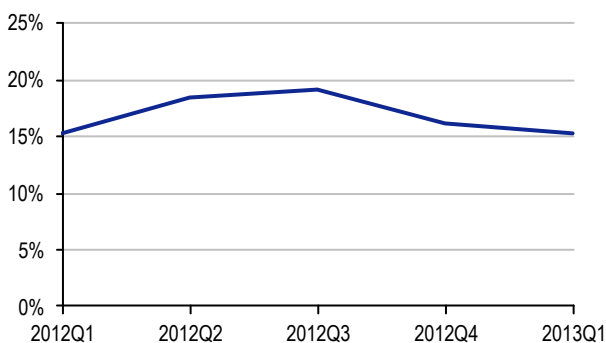
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：天虹商场净利率变动（单季度）



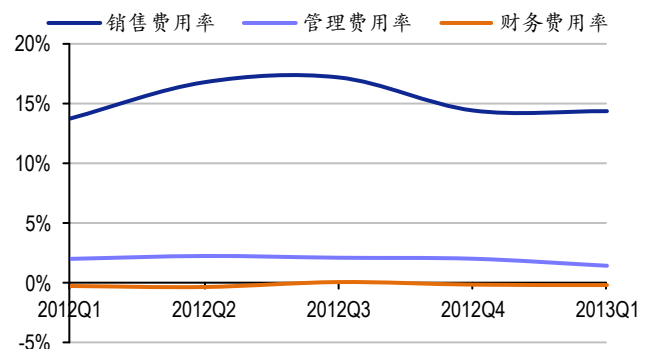
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：天虹商场期间费用率变动（单季度）



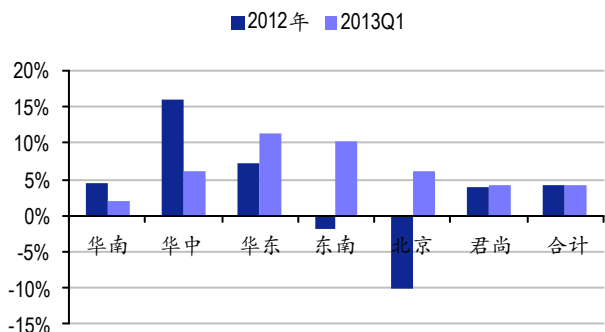
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：天虹商场各期间费用率变动（单季度）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

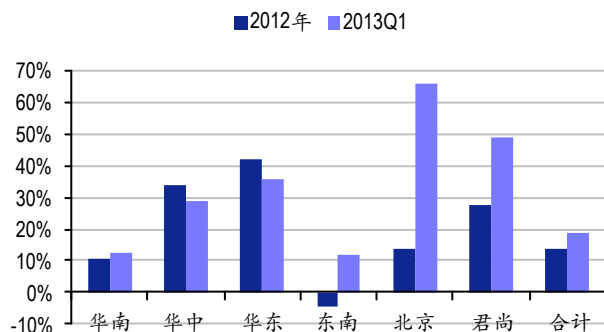
图 7：天虹商场同店增速对比



注：华南包括广东；华中包括江西和湖南；华东包括江苏和浙江；东南包括福建。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：天虹商场利润总额同店增速对比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9：天虹商场门店布局（截止 2013 年一季度末）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心整理

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13,035.6	14,377.0	16,492.8	18,323.4	20,045.2	成长性					
减:营业成本	10,025.7	11,000.8	12,599.7	13,960.9	15,228.1	营业收入增长率	28.1%	10.3%	14.7%	11.1%	9.4%
营业税费	103.1	112.2	112.5	137.7	148.0	营业利润增长率	26.3%	3.7%	14.4%	12.0%	13.1%
销售费用	1,938.4	2,212.4	2,552.1	2,862.7	3,151.0	净利润增长率	18.3%	2.4%	15.1%	13.4%	14.4%
管理费用	227.2	289.7	341.3	376.1	416.2	EBITDA 增长率	21.6%	3.8%	13.9%	13.9%	12.2%
财务费用	-43.8	-44.7	-28.9	-40.4	-58.8	EBIT 增长率	20.3%	3.8%	17.3%	11.1%	11.7%
资产减值损失	0.1	-0.4	-	-0.1	-0.2	NOPLAT 增长率	13.3%	2.1%	18.8%	12.7%	13.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.0%	9.4%	-20.5%	57.8%	-14.1%
投资和汇兑收益	-	7.1	15.0	16.5	18.2	净资产增长率	10.1%	8.9%	11.6%	12.8%	14.2%
营业利润	784.9	814.1	931.1	1,042.9	1,179.1	利润率					
加:营业外净收支	19.1	22.2	20.2	20.5	21.0	毛利率	23.1%	23.5%	23.6%	23.8%	24.0%
利润总额	804.1	836.3	951.3	1,063.4	1,200.1	营业利润率	6.0%	5.7%	5.6%	5.7%	5.9%
减:所得税	231.0	250.4	275.9	297.8	324.0	净利润率	4.4%	4.1%	4.1%	4.2%	4.4%
净利润	573.9	587.7	676.5	767.2	878.0	EBITDA/营业收入	6.6%	6.2%	6.2%	6.3%	6.5%
						EBIT/营业收入	5.7%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	29	29	28	28	29
货币资金	5,384.7	5,256.9	6,030.6	7,157.2	7,335.9	流动营业资本周转天数	-99	-108	-100	-100	-101
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	161	158	148	154	155
应收帐款	208.8	225.7	308.4	261.9	364.3	应收帐款周转天数	6	5	6	6	6
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	10	11	10	10	10
预付帐款	581.0	81.9	696.6	194.5	749.0	总资产周转天数	220	229	221	222	222
存货	434.6	425.1	471.6	559.4	573.4	投资资本周转天数	-52	-57	-47	-48	-50
其他流动资产	18.7	33.2	20.6	24.1	26.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.7%	14.8%	15.3%	15.3%	15.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	6.2%	6.3%	6.5%	6.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-34.0%	-24.6%	-26.8%	-37.9%	-27.2%
固定资产	1,038.9	1,312.1	1,225.5	1,585.2	1,681.2	费用率					
在建工程	32.1	173.6	373.6	286.8	243.4	销售费用率	14.9%	15.4%	15.5%	15.6%	15.7%
无形资产	594.1	786.2	858.5	830.8	900.0	管理费用率	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产总额	8,805.2	9,465.6	10,798.9	11,803.5	12,880.7	三费/营业收入	16.3%	17.1%	17.4%	17.5%	17.5%
短期债务	-	2.4	449.7	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,105.0	2,218.3	2,554.6	2,749.4	3,096.9	资产负债率	58.6%	58.1%	59.0%	57.7%	55.7%
应付票据	20.7	12.9	35.1	15.8	37.6	负债权益比	141.5%	138.5%	143.8%	136.3%	125.9%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	1.28	1.10	1.18	1.20	1.26
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.20	1.02	1.11	1.12	1.18
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-16.91	-17.22	-31.26	-24.84	-19.06
负债总额	5,159.8	5,496.8	6,370.0	6,808.0	7,178.3	分红指标					
少数股东权益	1.5	1.3	0.3	-1.3	-3.3	DPS(元)	0.33	-	0.27	0.25	0.21
股本	800.2	800.2	800.2	800.2	800.2	分红比率	46.0%	0.0%	31.8%	25.9%	19.3%
留存收益	2,843.7	3,167.3	3,628.4	4,196.5	4,905.4	股息收益率	3.5%	0.0%	2.8%	2.6%	2.2%
股东权益	3,645.4	3,968.8	4,428.9	4,995.4	5,702.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	573.0	585.9	676.5	767.2	878.0	EPS(元)	0.72	0.73	0.85	0.96	1.10
加:折旧和摊销	260.1	275.7	114.3	154.9	178.3	BVPS(元)	4.55	4.96	5.53	6.24	7.13
资产减值准备	0.1	-0.4	-	-	-	PE(X)	13.3	13.0	11.3	10.0	8.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
财务费用	-	0.1	-28.9	-40.4	-58.8	P/FCF	6.3	9.6	12.1	5.4	16.8
投资损失	-	-7.1	-15.0	-16.5	-18.2	P/S	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	-0.9	-1.8	-1.0	-1.6	-1.9	EV/EBITDA	9.6	2.9	1.3	-0.3	-0.5
营运资金的变动	1,081.6	-751.1	51.9	1,254.9	-406.5	CAGR(%)	10.1%	14.4%	11.7%	10.1%	14.4%
经营活动产生现金流量	1,715.5	770.1	797.8	2,118.6	570.9	PEG	1.3	0.9	1.0	1.0	0.6
投资活动产生现金流量	-591.4	-654.5	-285.0	-383.5	-281.9	ROIC/WACC	-3.2	-2.3	-2.5	-3.6	-2.6
融资活动产生现金流量	-213.1	-241.3	260.8	-608.5	-110.4	REP	1.2	0.5	0.3	-	-0.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张静声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

北京联系人 温鹏

010-59113570

wenpeng@essence.com.cn

中国价值投资网
www.jztzw.net

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

