

2013年08月25日

天虹商场 (002419.SZ)

深圳区域业绩坚挺 期待其他区域减亏

■事件: 公布 2013 年半年报, 实现收入 77.67 亿元, 同比增长 11.06%; 归属于母公司股东净利 2.98 亿元, 同比增长 4.93%; EPS 为 0.37 元。其中, 第二季度收入增长 13.51%, 净利下滑 7.13%, EPS 为 0.14 元。业绩基本符合预期。

■点评:

- 同店增速 5.51% 持续低位徘徊。其中, 收入占比 66% 的广东区域同店增速仅 2.96%, 北京、江西和湖南区域也是个位数; 福建、江苏和浙江较快, 主要是厦门地区的恢复性增长和店龄较轻的原因。总体来看, 社区百货店经营成熟后, 同店增速会大幅放缓, 尤其是在商业地产大量供给的背景下, 社区百货店的同店增速相对较慢。
- 毛利率持续提升。上半年毛利率提高了 0.26%, 这与公司深耕细作和区域经营成熟有密切关系。
- 新开门店拉高销售费用占比。期间费用率提高 0.46%, 其中销售费用率提高 0.81%, 增长主要是去年下半年新开了 8 家百货店。
- 除广东、江西和福建外, 其他地区门店有待培育。上半年公司在北京、湖南、浙江、江苏和成都地区的亏损达 6998 万元, 尤其是成都地区亏损 2000 万元, 以上地区门店的减亏值得关注。

■经营展望: 上半年公司新开 3 家百货店, 并计划全年新开 6-8 家门店, 将重点加强优势区域三四线城市的拓展。公司继续推进门店的转型升级, 未来转型能否成功, 及其培育地区减亏值得我们关注。

■投资建议: 维持 2013-2015 年的盈利预测, 预计净利增速为 14.8%、13.2% 和 13.4%, 折合每股收益 0.84、0.95 和 1.08 元。给予 2013 年 12 倍 PE, 下调 12 个月目标价 10.08 元, 增持-B 投资评级。

■风险提示: 异地扩张门店培育期过长; 深圳地区存在同店下滑风险。

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	674.4	763.2	865.8
每股收益(元)	0.72	0.73	0.84	0.95	1.08
每股净资产(元)	4.55	4.96	5.41	5.92	6.51

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	12.0	11.7	10.2	9.0	8.0
市净率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
净利润率	4.4%	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%
净资产收益率	15.7%	14.8%	15.6%	16.1%	16.6%
股息收益率	3.8%	3.8%	4.6%	5.1%	5.8%
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。

公司动态分析

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

10.08 元

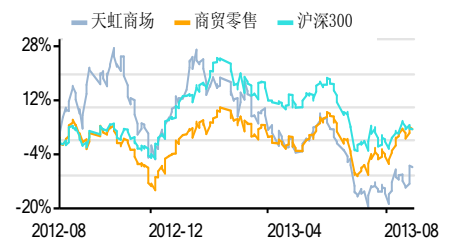
股价 (2013-08-23)

8.61 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,889.72
流通市值 (百万元)	6,889.72
总股本 (百万股)	800.20
流通股本 (百万股)	800.20
12 个月价格区间	7.70/12.62 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.43	-3.46	-15.09
绝对收益	3.36	-14.92	-15.75

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

021-68765611

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

天虹商场: 培育区域门店收入 2013-05-01
入和盈利均较快增长

天虹商场: 立足深圳 扩张全国 2013-04-10

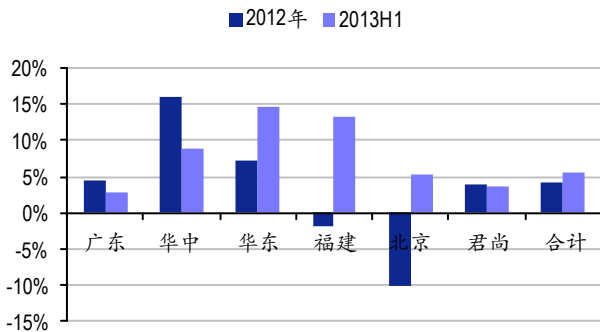
天虹商场公布 2013 年半年报，实现收入 77.67 亿元，同比增长 11.06%；归属于母公司股东净利 2.98 亿元，同比增长 4.93%；EPS 为 0.37 元。其中，第二季度收入增长 13.51%，净利下滑 7.13%，EPS 为 0.14 元。业绩基本符合预期。

1. 业绩分析

1.1. 同店增速持续低位徘徊

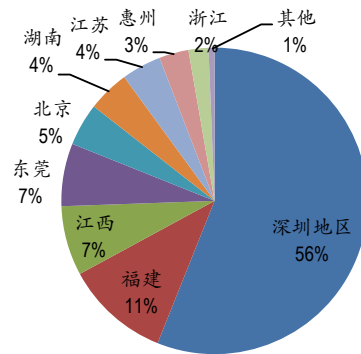
2013 年上半年，公司实现收入 77.67 亿元，同比增长 11.06%，其中同店增速为 5.51%。分地区看，收入占比 66% 的广东区域同店增速仅 2.96%；北京、华中（江西和湖南）区域同店增速也是个位数，分别为 5.27%、8.91%；福建、华东（江苏和浙江）区域同店增速较快，分别为 13.18%、14.8%，福建主要来自厦门地区门店增速的恢复，华东区域主要是门店店龄较轻且基数低。总体来看，社区百货店经营成熟后，同店增速会大幅放缓，尤其是在商业地产大量供给的背景下，社区百货店的同店增速相对较慢。

图 1：天虹商场各地区同店增速



注：华中包括江西和湖南、华东包括江苏和浙江
 数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：天虹商场 2013 年上半年收入构成

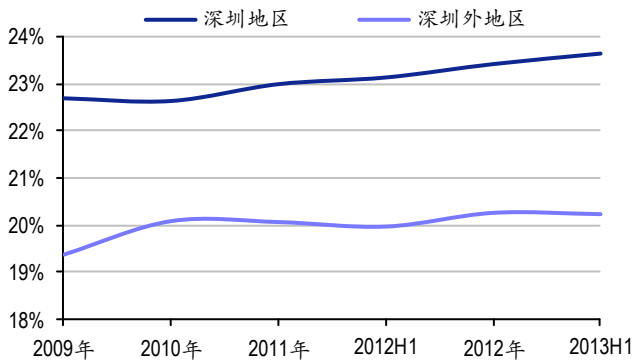


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 毛利率持续提升

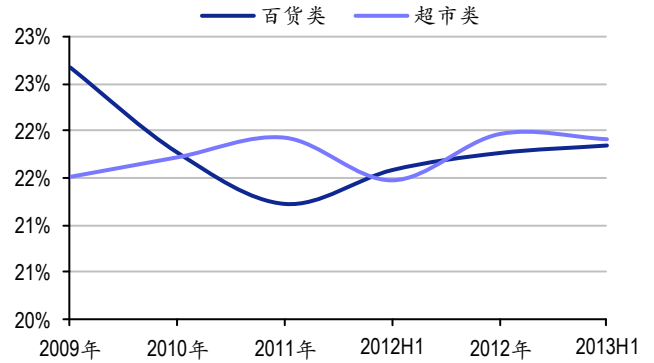
2013 年上半年，公司综合端毛利率为 23.40%，同比提高了 0.26 个百分点。其中，深圳地区毛利率为 23.65%，同比提高了 0.52%，主要由于公司深耕深圳地区规模效应不断提升；深圳以外地区毛利率为 20.24%，同比提高了 0.26%，主要由于公司自 2009 年开始加快省外扩张，随着北京、苏州、长沙等多个区域经营的成熟毛利率有所提升。分业态看，百货类毛利率为 21.85%，超市类毛利率为 21.90%，均同比有所提升。

图 3: 天虹商场分地区毛利率变动趋势



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 4: 天虹商场分业态毛利率变动趋势

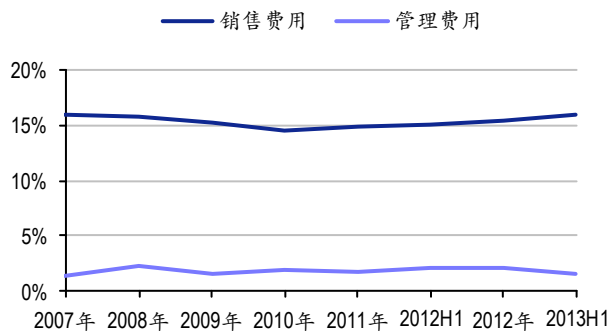


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

1.3. 新开门店拉高销售费用占比

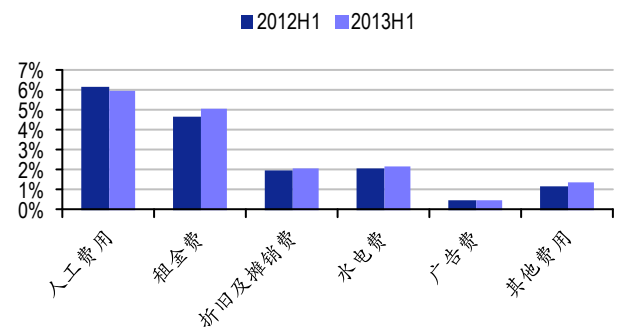
2013年上半年,公司期间费用率为17.20%,同比提高0.46个百分点。销售费用率为15.93%,同比提高0.81%,绝对额增加了1.8亿元,销售费用的增长主要由于去年下半年新开了8家门店,其中职工薪酬增加4千万,租金增加6千万,水电增加2千万,折旧及摊销增加了3千万,其中7家为租赁物业。另外,由于行业整体的不景气,公司加大了对管理费用的管控,占收入比重下滑0.46%。

图 5: 天虹商场各项费用率变动情况 (%)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 6: 天虹商场期间费用细项占收入比重对比



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

1.4. 除广东、江西和福建外,其他地区门店有待培育

2013年上半年,公司实现净利2.97亿元,同比增长4.93%。根据以上分析,净利增长不及收入增长的主要原因是公司新开门店使销售费用的攀升侵蚀了部分业绩。分地区看,深圳依然是公司业绩的最主要来源,报告期实现净利2.7亿元,其次为福建地区实现净利约4105万;东莞地区在历史年度贡献业绩也在2000万左右,但由于去年下半年对主力店进行升级装修,业绩有所下滑,东莞君尚店在今年已经开业,预计该店业绩将有所恢复;江西地区盈利1081万元。除以上地区外,公司在北京、湖南、浙江、江苏和成都地区的亏损达6998万元,尤其是成都地区上半年亏损2000万元,以上地区门店的减亏值得关注。

表 1: 天虹商场净利拆分 (单位: 百万元)

	2012H1	2013H1	增量	点评
深圳	237.11	269.56	32.45	同比增长 13.7%
东莞	21.86	3.60	-18.26	主力门店东纵店闭店装修升级为君尚店
惠州	8.43	13.11	4.68	
福建	35.94	41.05	5.11	
江西	15.00	10.81	-4.18	2013 年上半年新开一家门店
湖南	-2.66	-8.42	-5.76	长沙店已盈利, 2012 年新开两家门店
浙江	-27.71	-24.49	3.22	
江苏	-5.82	0.83	6.65	
北京	-31.44	-16.37	15.08	亏损有所改善
成都	-1.58	-21.53	-19.95	2012 年下半年及 2013 年上半年各新开一家门店
其他	34.83	29.81	-5.02	主要为利息收入
净利	283.96	297.97	14.01	
yoy		4.9%		

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

2. 经营展望

公司定位社区百货店, 在百货消费升级的背景下, 尝试高端百货经营——“君尚”百货。截止上半年末, 共有君尚百货 2 家和天虹社区百货店 56 家。2 家君尚百货均为现有门店扩建升级——深圳君尚店和东莞君尚店, 据调研来看, 这两家经营均没有达到预期, 尤其是东莞店减亏难度大。

上半年公司新开 3 家百货店, 并计划全年新开 6-8 家门店, 将重点加强优势区域三四线城市的拓展。公司继续推进门店的转型升级, 即筹划未来将中心店向时尚化体验性转型, 社区店向社区生活中心转型, 这将顺应购物中心快速发展的大背景。未来转型能否成功, 及其培育地区减亏值得我们关注。

图 7: 天虹商场门店分布 (截至 2013 年 6 月 30 日)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

3. 盈利预测及投资建议

维持 2013-2015 年的盈利预测，预计净利增速分别为 14.8%、13.2%和 13.4%，折合每股收益 0.84 元、0.95 元和 1.08 元。给予 2013 年 12 倍 PE，12 个月目标价 10.08 元，增持-B 投资评级。

4. 风险提示

- 1) **百货行业销售增速继续放缓，异地扩张门店培育期过长。**异地门店的培育期一般较当地门店培育长，而行业销售不景气也将直接影响门店初期的经营情况。
- 2) **深圳地区竞争激烈存在同店下滑风险。**深圳是公司几乎全部利润的来源，深圳地区同店增速下滑，将对公司业绩产生重大影响。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年08月24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%	14.0%	11.8%	12.1%
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%	14.8%	13.2%	13.4%
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	-26.0	-34.8	-42.1	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%	9.0%	9.5%	9.8%
营业利润	784.9	814.1	928.2	1,037.3	1,162.4	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	948.4	1,057.8	1,183.4	营业利润率	6.0%	5.7%	5.6%	5.7%	5.8%
减:所得税	231.0	250.4	275.1	296.2	319.5	净利润率	4.4%	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%
净利润	573.9	587.7	674.4	763.2	865.8	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	6,899.4	7,329.5	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	152	152
应收账款	208.8	225.7	308.4	261.9	364.3	应收账款周转天数	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	220	219
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%	15.6%	16.1%	16.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	6.2%	6.2%	6.6%	6.7%
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%	-0.2%
资产总额	8,805.2	9,465.6	10,798.9	11,545.6	12,874.3	三费/营业收入	16.3%	17.1%	17.4%	17.5%	17.6%
短期债务	-	2.4	552.1	-	491.8	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%	59.9%	59.0%	59.6%
应付票据	20.7	12.9	35.1	15.8	37.6	负债权益比	141.5%	138.5%	149.6%	143.7%	147.4%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	1.28	1.10	1.16	1.17	1.18
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.20	1.02	1.09	1.08	1.10
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-16.91	-17.22	-34.75	-28.85	-26.62
负债总额	5,159.8	5,496.8	6,472.5	6,808.0	7,670.1	分红指标					
少数股东权益	1.5	1.3	0.3	-1.3	-3.2	DPS(元)	0.33	0.33	0.39	0.44	0.50
股本	800.2	800.2	800.2	800.2	800.2	分红比率	46.0%	44.9%	46.8%	45.9%	45.9%
留存收益	2,843.7	3,167.3	3,526.0	3,938.7	4,407.2	股息收益率	3.8%	3.8%	4.6%	5.1%	5.8%
股东权益	3,645.4	3,968.8	4,326.4	4,737.6	5,204.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	573.0	585.9	674.4	763.2	865.8	EPS(元)	0.72	0.73	0.84	0.95	1.08
加:折旧和摊销	260.1	275.7	114.3	154.9	178.3	BVPS(元)	4.55	4.96	5.41	5.92	6.51
资产减值准备	0.1	-0.4	-	-	-	PE(X)	12.0	11.7	10.2	9.0	8.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
财务费用	-	0.1	-26.0	-34.8	-42.1	P/FCF	5.7	8.7	9.4	5.3	7.4
投资损失	-	-7.1	-15.0	-16.5	-18.2	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	-0.9	-1.8	-1.0	-1.6	-1.9	EV/EBITDA	9.6	2.9	0.6	-0.7	-0.7
营运资金的变动	1,081.6	-751.1	51.9	1,254.9	-406.5	CAGR(%)	9.9%	13.8%	11.6%	9.9%	13.8%
经营活动产生现金流量	1,715.5	770.1	798.7	2,120.2	575.4	PEG	1.2	0.8	0.9	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-591.4	-654.5	-285.0	-383.5	-281.9	ROIC/WACC	-3.1	-2.2	-2.4	-3.4	-2.5
融资活动产生现金流量	-213.1	-241.3	260.0	-867.9	136.6	REP	1.2	0.5	0.1	-0.1	-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**

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

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

