

天虹商场 (002419.SZ) 百货零售行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

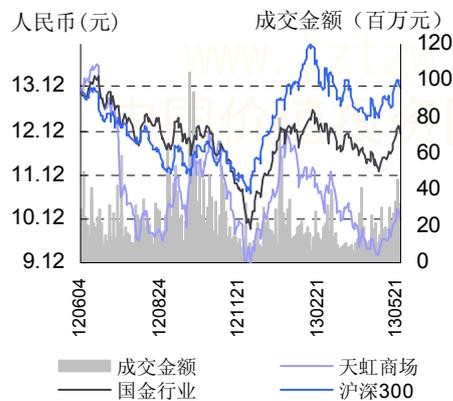
市价(人民币): 10.21元

目标(人民币): 15.22元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	800.20
总市值(百万元)	81.70
年内股价最高最低(元)	13.64/9.12
沪深300指数	2482.89
中小板指数	4964.75



020 突破, 微信移动端门店可视化第一家

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.717	0.726	0.827	0.951	1.063
每股净资产(元)	4.55	4.96	5.65	6.48	7.41
每股经营性现金流(元)	2.14	0.96	1.89	1.95	2.16
市盈率(倍)	24.61	15.35	12.48	10.85	9.71
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	14.13	14.13	14.13
净利润增长率(%)	18.33%	1.16%	13.93%	15.07%	11.78%
净资产收益率(%)	15.75%	14.63%	14.62%	14.69%	14.35%
总股本(百万股)	800.20	800.20	800.20	800.20	800.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 020 突破, 携手微信, 历史性首次实现移动端门店可视化。**
 - 微信平台实体百货第一家。据9月10日亿邦动力网报道, 微信将于本周开通天虹商场微信平台; 首次实现1.移动2.在线——门店实景可视化;
 - 在线零售, 门店可视化第一家。有别于国内目前虚拟网上商城的销售方式, 天虹商场的实体门店实景将通过微信平台即时可视, 将大幅提高消费者体验与用户转化率;
 - B2C 战场, PC 端的下一站, 移动端。据工信部数据, 上半年我国微信用户超过4亿户, 微信用户拉动移动互联网流量收入同比增长56.8%; 电子商务规模达到5.4万亿元, 增长38.5%; 阿里巴巴最近为转战移动端B2C市场的大动作调整也印证了这一点。
- 全国布局, 成长空间大; 店龄结构优, 转型求变, 业绩高弹可期。**
 - 深圳为基, 全国布局, 快速异地扩张; 十年进入9省21市, 百货直营店58家, 经营面积150万平米; 未来仍将保持每年6家以上新店的速度;
 - 公司整体店龄结构优, 新店、次新店23家(近半成), 业绩成长空间大。
 - 三大战略调整: 1. 调区域: 转为侧重中部、三四线城市; 2. 调业态: 向“百货+超市+X”弹性业态的社区/城市购物中心转变; 3. 调资产: 适度资产从重。
- 盈利预测: 预计13、14、15年营收与净利润增速都将在10%~15%**
 - 随占比近四成的23家新店/次新店步入成熟期, 营收增速在10%以上;
 - 同店增速的回升(13H1 可比同店营收/利润增5.5%/20.6%)、费用的降低与盈利能力的增强, 料将提升净利润增速至15%以上的水平。

投资建议

- 我们认为管理优秀、经营优势显著(尤其社区百货)、全国布局已展开的天虹商场, 其微信平台的首家开通, 是实体零售O2O融合历史性的第一步, 对天虹本身与整个实体零售行业意义重大, 并将带来突破性业绩提升。我们给予公司“买入”评级。

估值

- 我们预计公司13~15年EPS分别为0.827、0.951、1.063, 净利润增速为14%、15%、12%, 给予公司未来6-12个月15.22元目标价位, 相当于16x14PE。

风险

- 新店业绩不达预期; 关注华东区/北京门店扭亏情况。

赵海春 联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

O2O 突破，微信移动端门店可视化第一家	5
微信平台，实体百货第一家	5
在线零售，实体门店可视化第一家	5
B2C 战场，PC 端的下一站，移动端	5
以有效利润扩张原则，全国布局，成长空间大	6
深圳为基，全国布局，未来成长有保障	6
快扩张，十年进入 9 省 21 市	9
店龄结构优，新店占半，业绩增长空间大	11
转型求变，业绩高弹可期	11
区域战略：下沉中部，扩店稍缓，盈利或改善	11
业态调整，坚持定制化弹性组合，提升营效	12
资产战略：由“轻”渐“重”，减少租约风险	13
财务分析	14
收入：同店忧喜参半，预计 13 年营收/利润增速将保持在 10%/15%以上	14
毛利润率：公司将保持业内较高水平 22~24%，并仍有提升空间	15
费用：人工上升是主因，租售比可控；二者或可降，将贡献净利润率提升	16
盈利预测与估值：	17
分地区预测：深圳 闽粤 其他：7:2:1，深圳以外增长可期	17
分业态预测：百货 超市 X：6:3:1，百货利润率或可继续提升	18
盈利预测	20
估值	20
附录：三张报表预测摘要	22

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表目录

图表 1: 近 5 年深圳及以外地区收入与毛利润贡献.....	7
图表 2: 2012 年天虹商场分地区净利润贡献拆分.....	7
图表 3: 近年来天虹商场深圳地区营收在深圳社销占比稳中有降.....	7
图表 4: 近 3 年天虹商场全国各分公司净利润.....	8
图表 5: 天虹商场在全国 9 省/市的 21 个城市-58 家直营店的布局图.....	9
图表 6: 天虹商场-快扩张战略-百货门店数年增 18%.....	10
图表 7: 天虹商场-快扩张战略-直营门店面积年增 23%.....	10
图表 8: 天虹商场及部分同一控制下企业股权结构.....	10
图表 9: 天虹商场直营新店、次新店占总门店数近四成.....	11
图表 10: 天虹商场近 5 年深圳地区营收及其增速.....	12
图表 11: 天虹商场近 5 年深圳以外地区营收及其增速.....	12
图表 12: 天虹商场近 5 年深圳地区毛利及其增速.....	12
图表 13: 天虹商场近 5 年深圳以外地区毛利及其增速.....	12
图表 14: 天虹商场首发募资额 19.13 亿-零售子行业第五.....	13
图表 15: 天虹商场实际募资总额零售子行业前 20.....	13
图表 16: 2012 年营收增速下降-13Q1 有所回升.....	14
图表 17: 天虹商场近 3 年 1 季单季度营收增速对比.....	14
图表 18: 天虹商场总营收-A 股 72 零售股中排名.....	14
图表 19: 天虹商场总营收 YoY-A 股 72 零售股中排名.....	14
图表 20: 天虹商场历年毛利润率保持在 23% 以上.....	15
图表 21: 天虹商场净利润率保持在 4% 以上.....	15
图表 22: 天虹商场近 6 年毛利率均高于行业水平.....	15
图表 23: 天虹商场近 6 年净利率均高于行业水平.....	15
图表 24: 天虹商场近 4 年销售费用主要构成的拆分(总营收占比%).....	16
图表 25: 天虹商场近 4 年管理费用主要构成的拆分(总营收占比%).....	16
图表 26: 天虹商场近 3 年季度累计财务费用皆为负.....	16
图表 27: 天虹商场近 3 年单季度财务费用及 YoY%.....	16
图表 28: 天虹商场多新店处培养期-CFO 为负, 扩张提速-资本开支大增.....	17
图表 29: 近 3 年天虹在 6 大区域的净利润增速对比.....	17
图表 30: 2012 年天虹净利润贡献 4 正 2 负.....	17
图表 31: 天虹商场可比门店营收增速.....	18
图表 32: 天虹商场可比门店利润增速.....	18
图表 33: 天虹商场“百货+超市+X”弹性业态组合-贡献占比.....	18
图表 34: 百货营收与毛利率皆有提升空间.....	19

图表 35: 天虹商场近 6 年超市营收、毛利率及其增速	19
图表 36: 天虹商场近 6 年 X 弹性业态部分营收、毛利率及其增速.....	19
图表 37: 天虹商场在零售 72 家 A 股 PE-ttm 中-第 13 低..错误! 未定义书签。	
图表 38: 天虹商场在零售 72 家 A 股 EV/EBITDA 中-行业估值前 10 低错误! 未定义书签。	
图表 39: 天虹商场在零售 72 家 A 股 PS-ttm 处于行业中位错误! 未定义书 签。	
图表 40: 销售预测	21

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

O2O 突破，微信移动端门店可视化第一家

微信平台，实体百货第一家

- 据 9 月 10 日亿邦动力网报道，微信将于本周开通天虹商场实体百货平台入口。具体如下：
 - ✓ 打通与实体百货业务的会员体系，用户可以将微信当会员卡使用；我们的理解，天虹商场的微信用户，至少将自动升级为公司的银卡会员资格（目前公司有银卡、金卡会员 300 多万，分别可享受不同的定制信息推送与折扣优惠等服务），这将瞬间提高公司关注度及未来大幅提高客户转化率。
 - ✓ 用户可在微信上购物并直接付款（或分阶段实现），这将在真正意义上实现将门店变成 O2O 融合点；而天虹百货的一大特色优势即社区百货或购物中心，通常都开设在居民区周边，这一融合所带来的便利性，将提高居民非目标消费的概率。
 - ✓ 在微信上买天虹商场购物卡送礼；这一点的优势，更多的在于移动端开通而产生购买即时的便利，导致移动端在线购买量会快速超越 PC 端。
 - ✓ 用户可以订阅卖场内自己喜爱的品牌，打破公众账号频繁促销骚扰用户的逻辑。这是移动端在线精准营销的先进典范，既提高了消费者随时获取所需消费信息的效率，又提高了商家的转化率，将大幅提升营效。
 - ✓ 本周微信平台开通后，微信用户将能够通过关注“天虹商场”（或“天虹”）而成为其 VIP 用户，并**在线浏览实体门店**；我们预料，方便的“移动逛街”将显著优于抽象的、只见商品的网店营销，并将用户碎片化时间有效转化为实际购物，这一点仅从分众传媒利用电梯口乘客碎片化时间（还是非定制化精准营销的）广告推广即被市场认可价值，而可见一斑。

- 上述开通有 2 个历史性突破：1. **实体店实景在线**，2. **移动端实体店在线**。

在线零售，实体门店可视化第一家

- 此次天虹商场微信平台的首家开通，将使微信用户消费者可以看到天虹门店的实景（我们认为，根据亿邦动力网的报道-微信百货平台的开通将在深圳地区先行，而公司目前最新的购物中心店为深圳宝安店，该店作为首家上线的概率较大）；
- 而迄今为止，国内 B2C 最大的淘宝、京东、苏宁等网站，皆为虚拟网上商城——用户所见只是商品；天虹商场首次实体店的在线实时展示，将是历史性的突破，将给用户带来全新的消费体验，较大的提高用户转化率。

B2C 战场，PC 端的下一站，移动端

- 据工信部数据，上半年我国电子商务规模达到 5.4 万亿元，增长 38.5%；而微信用户超过 4 亿户，**微信用户拉动移动互联网流量收入同比增长 56.8%**；
- 我们认为，随着移动互联技术的突飞猛进以及智能移动设备的快速发展，**未来的在线零售的重点战场，将由 PC 端转向移动端**；而目前微信平台就是第一主力战场；天虹商场作为国内首家入驻的实体百货，将享受充分的市场先机与品牌影响力的极大提升。
- 淘宝移动端销售仅占其总量的 7%，而阿里最新调整架构加强在移动互联网领域的布局，由新任 CEO 陆兆禧亲自挂帅移动业务这一举动，也印证了移动端在线零售对其战略重要性。
 - ✓ 据腾讯科技 9 月 11 日报道，阿里巴巴集团前一日晚间宣布架构调整，加强在移动互联网领域的深入布局，由阿里巴巴新任 CEO 陆兆

禧亲自挂帅移动业务。同时，原 B2C 事业群总裁张勇出任阿里巴巴集团 COO。

- ✓ 此次架构调整主要涉及两大业务，一是新成立网络通讯事业部，由原来的旺信业务和来往业务组成。二是阿里巴巴宣布将 OS 事业部升级为 OS 事业群，下辖 OS 手机事业部和 OS 家庭智能娱乐事业部。
- ✓ 今年以来，天猫、淘宝客户端正在尝试改变。例如，天猫推出“千人千面”移动客户端，天猫用户在关注了品牌、店铺、类目等各种类型的公共帐号后，会形成专属于一个属于使用者的个性化天猫主页。淘宝则推出“微淘”，为用户提供定制化的产品。
- ✓ 不过，这仍不能完全应对移动购物规则改变的现实。电商在 PC 端建立的标准和规则，在移动端都不复存在。在 PC 端，可以有 10 亿种商品，每种商品几十页，但用户在移动端不会点 30 页、50 页。移动购物规则变了，购物的场所、频次、耐心，都与 PC 端不一样。
- ✓ 天猫的无线化只是把天猫上 PC 购物体验搬到移动端，但更大目标是真正能够利用手机和平板，新的用户的习惯和商家一起来建立完全新的用户路径，这个用户路径应该是不分屏幕上和线下的，应该是融汇在一起。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

以有效利润扩张原则，全国布局，成长空间大

天虹商场的前身为深圳天虹商场，于 1984 年由中航技深圳、华侨公司以及五龙贸易三方合资创办于深圳，至今已有近 30 年历史；由于第一、二大股东旗下皆有地产资源，公司以租赁物业为主要扩店模式；目前已进入 9 省 21 市，拥有直营百货门店 58 家-天虹商场 56 家（社区中心店 39 家、城市中心店 16 家）、君尚 2 家，经营面积约 150 万平米，12 年/13H1 营收近 144 亿/78 亿。

深圳为基，全国布局，未来成长有保障

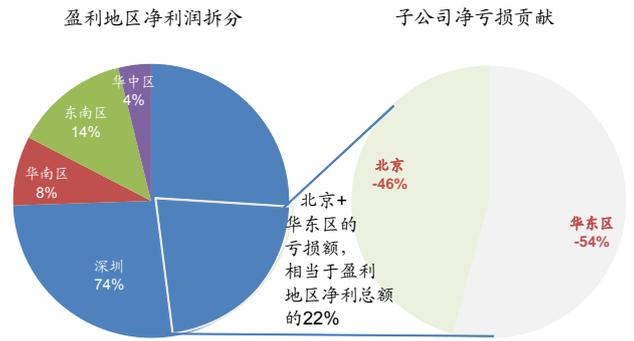
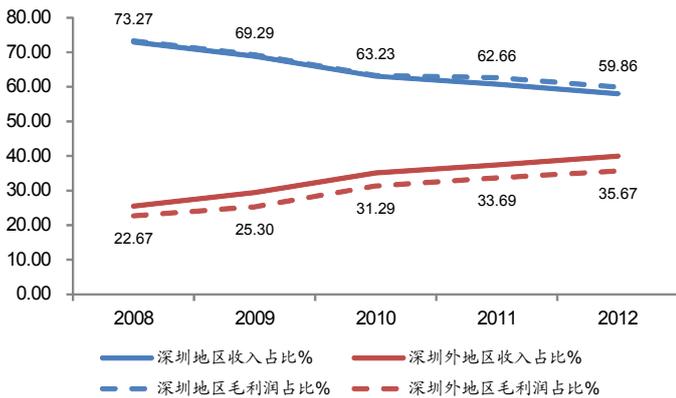
- 短期业绩靠深圳；区域竞争激烈，增缓承压。
 - 作为天虹商场的发源地，公司精耕深圳 20 余载，现有 25 家直营百货门店和加盟店 1 家，在深圳、广东地区的品牌影响力及其社区百货的龙头地位牢固；尽管当地有茂业、岁宝、海雅三大百货与天虹竞争，但天虹在深圳当地的门店数及销售额（12 年 83 亿多）都远超三家之和。
 - 深圳门店，仍是公司短期业绩的支柱，2012 年贡献公司 6 成营收与 8 成净利润。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表1: 近5年深圳及以外地区收入与毛利润贡献

图表2: 2012年天虹商场分地区净利润贡献拆分

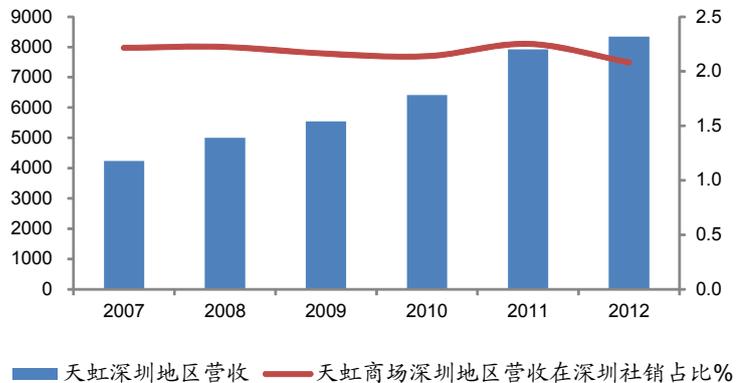


来源: 国金证券研究所

- 购物中心急增与人口回流的冲击将对天虹在深圳当地发展造成打击:

近年来深圳地区的综合性购物中心供给激增, 目前有海岸城、KKmall、海雅缤纷城等大体量购物中心十数家, 未来更是加速供给之趋势, 对天虹在当地的成长颇有打击; 例如, 我们在福田区草根调研首家成功升级为高端时尚的君尚店时发现, 该店刚升级好, 其对面就开设了相对大体量 coco park 购物中心, 虽然二者目标客户有所错位, 但还是造成了一定的分流效应; 我们认为, 未来此局面不会改善; 从下图近6年来天虹商场深圳地区的营收在当地社销占比的稳中有降也可略见端倪。

图表3: 近年来天虹商场深圳地区营收在深圳社销占比稳中有降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

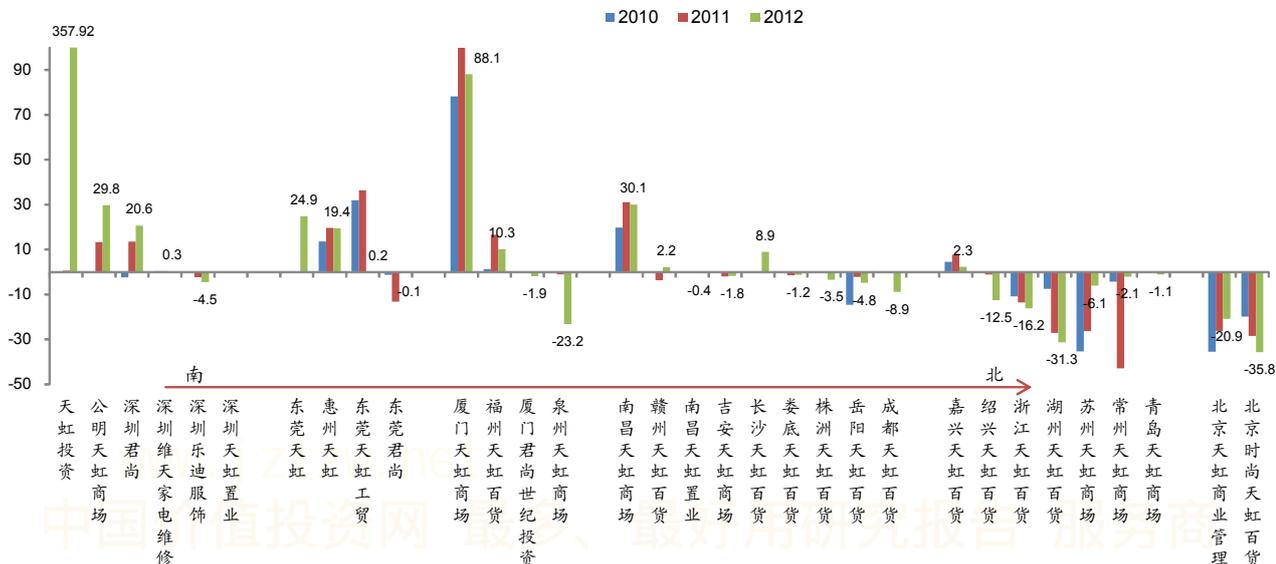
作为中国东部高级代工地的深圳正遭受着出口产业转移与劳动力向来源地回流的双重打击, 2012年户籍人口首次出现了负增长, 未来也将影响到深圳零售业的发展。

- 全国布局, 长远增长看外埠; 华中、华南有望撑起半边天。

- 自2002年公司异地扩张南昌, 首战告捷, 经过10年扩张, 天虹商场现已布局全国9省21市, 拥有直营百货门店58家-天虹商场55家(社区中心店39家、城市中心店16家)、君尚2家, 经营面积约150万平米。

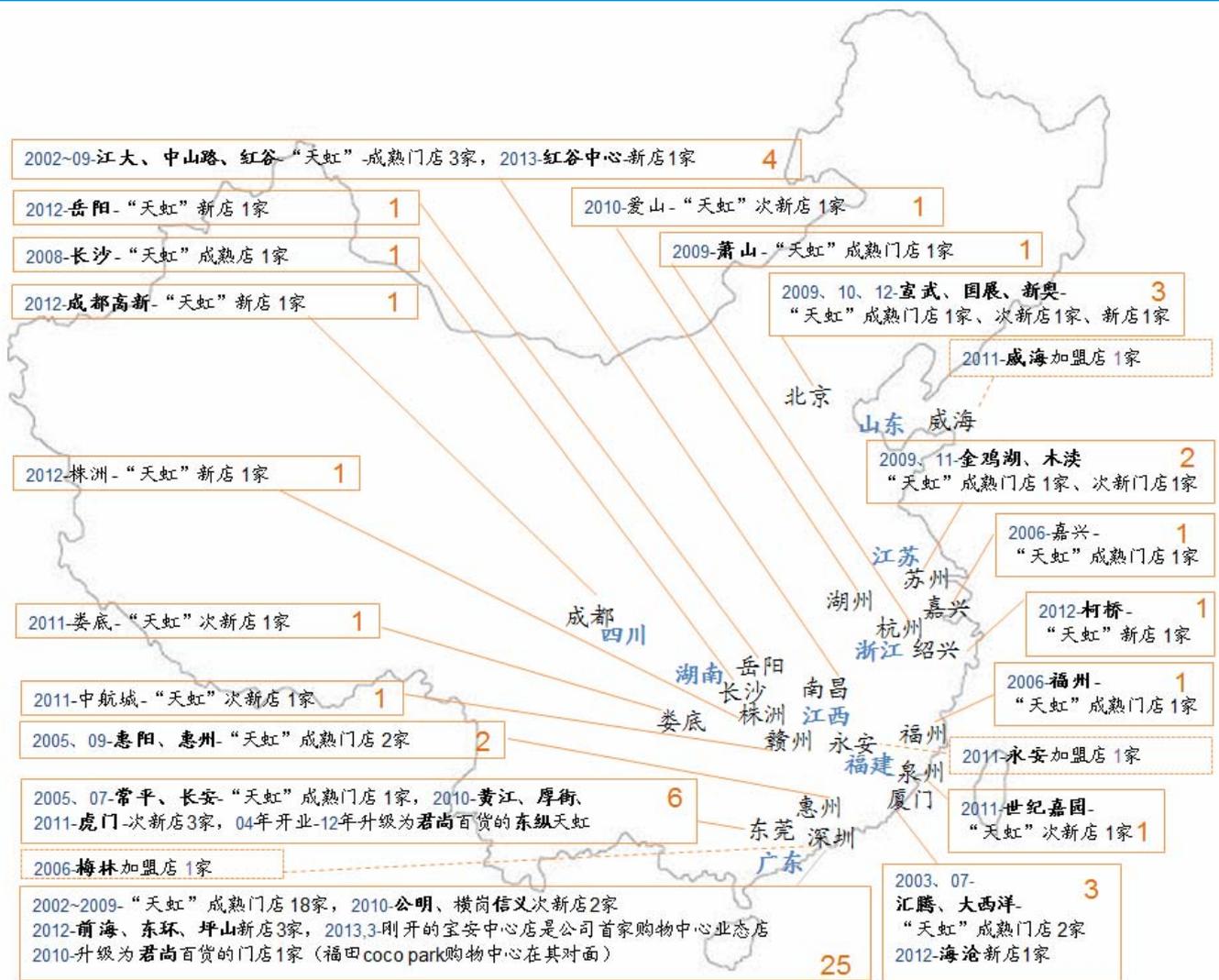
- 目前，深圳以外的华南区（广东）、华中区（湖南、江西）以及华南区（福建）发展较好，2012年这三个地区净利润占比共26%，已构成显著贡献；而目前尚未盈利的华东区（江、浙）与北京地区，竞争激烈，所需培育期更长。

图表4：近3年天虹商场全国各分公司净利润



来源：国金证券研究所

图表5: 天虹商场在全国9省/市的21个城市-58家直营店的布局图



来源: 公司公告, 国金证券研究所绘制

快扩张, 十年进入9省21市

- 全国性快扩张战略, 恰有两大股东地产资源为后盾, 后顾之忧。
 - 全国性快扩张战略: 我们认为, 天虹商场, 始于经济发达前沿城市——深圳, 其避开将资金沉淀于更昂贵与稀缺(相对中西区地区)的商业网点物业, 而专注零售主业、快速轻资产扩张的战略, 布局与提升规模为先, 是恰当的, 适合所在区域特点与自身所长;

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

- 关联物业：公司目前已入驻的中航地产旗下项目有：深圳宝安中航格澜阳光花园、湖南岳阳、江西赣州、四川成都的中航城等；未来将入驻的有：福建厦门会展北项目（将开君尚）、天津滨海新区的九方城市广场以及深圳华强北的深圳中航城项目等。而对于莱蒙国际旗下物业，公司也已公告，将会以天虹商场入驻四川成都武侯区的成都莱蒙都会以及深圳龙岗的深圳莱蒙都会。
- 公司创始股东的 6.36 亿限售股（中航深圳 3.16 亿、五龙贸易 3.1 亿股）于 2013 年 6 月 3 日解禁上市；我们认为，天虹商场与其大股东旗下其他资源的协同发展前景、大股东实力及其资金的充裕以及目前股价的低迷，目前与未来都将不会出现大股东抛售股票造成市场冲击的情况。

店龄结构优，新店占半，业绩增长空间大

- 由于公司近年来保持快速开店步伐（见前第 7 页图表 5）仅直营百货门店新店与次新店就有 22 家，占公司门店近四成，由培育期走向成熟期的减亏至盈利，将带来较大业绩增长空间；其中，2013 年新开设的南昌和深圳宝安店都是购物中心业态，成熟后将贡献可观业绩；

图表9：天虹商场直营新店、次新店占总门店数近四成

次新店11家		新店11家	
东莞黄江天虹	2010.4	北京新奥天虹	2012.1
北京国展天虹	2010.4	绍兴柯桥	2012.4
深圳公明店	2010.4	厦门海沧	2012.4
东莞厚街天虹	2010.8	深圳前海	2012.6
湖州爱山天虹	2010.12	湖南岳阳	2012.7
深圳横岗信	2010.12	深圳东环	2012.11
东莞虎门	2011.8	成都高新	2012.11
赣州中航城	2011.11	深圳坪山	2012.12
苏州木渎	2011.12	湖南株洲	2012.12
泉州世纪嘉园	2011.12	南昌红谷中心天虹	2013.2
娄底万象城市广场	2011.12	深圳宝安中心区天虹	2013.3

来源：公司公告，国金证券研究所

转型求变，业绩高弹可期

区域战略：下沉中部，扩店稍缓，盈利或改善

- 区域战略调整，下沉中部唱主角。
 - 面对东部发达一、二线城市经济增速放缓、房地产发展及购物中心建设日趋饱和的现状，公司管理层在 2013 年 4 月 2 日的业绩交流会上表示：13 年开始的 5 年是公司新的转型之年，区域发展的重心将偏心中部、三四线城市；而储备门店成都奥克斯、江西南昌联发广场等也都正体现了这一方向。
 - 我们认为，这一调整即适合当前局势，公司亦有实现的基础：天虹商场早在 2002 年就成功进入江西南昌，之后在湘赣以开 8 家门店，再加新进四川开设的成都天虹百货，该区域门店达 9 家，是有可能形成聚集之势、分享当地经济低基数高增速的增长的。
 - 长远来看，及早抢占中部（湘赣川）优质零售网点，将是国内零售企业全国性扩张的一个制高点。从下图天虹商场深圳及以外地区营收与毛利润及其增速即可见，深圳地区的营收及利润增速已放缓至个位数，扩店转战中部将是正确的选择。

图表10: 天虹商场近5年深圳地区营收及其增速



来源: 国金证券研究所

图表11: 天虹商场近5年深圳以外地区营收及其增速

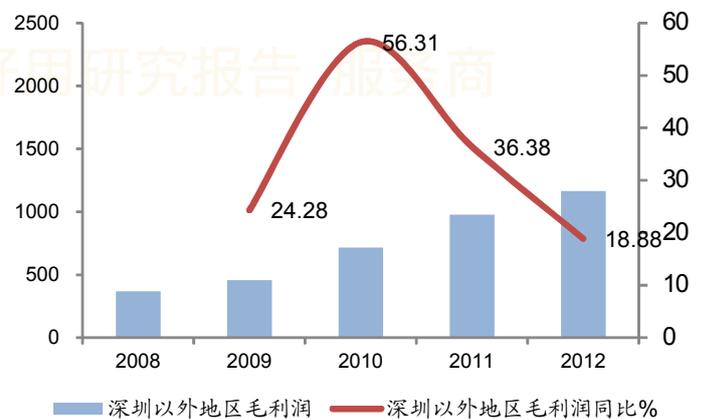


图表12: 天虹商场近5年深圳地区毛利及其增速



来源: 国金证券研究所

图表13: 天虹商场近5年深圳以外地区毛利及其增速



■ 扩店节奏稍缓, 盈利或显著改善。

- 公司 2013 年的主题是夯实、开拓、融合, 管理层表示, 去年天虹的新开店行业里算快的, 需要进一步夯实, 会在完善标准、管理, 提高执行力等方面去加强; 我们的理解是, 如果 13 年新开店比 12 年略微放慢, 少开 2-3 家, 新店亏损对净利润的消耗将立即转化为盈利的提升 (比如湖州次新店去年亏 3130 万, 这就减少 EPS3~4 分, 反之亦然)
- 公司一贯的发展都是秉持有效利润扩张的战略; 我们认为, 公司 2013 年的扩店 (上半年新店 3 家) 或会略缓于 12 年 (全年 9 家)。

业态调整, 坚持定制化弹性组合, 提升营效

- 公司的百货业态, 将由提供商品的传统百货向提供一站式体验与服务的社区/城市中心转变。
- 社区百货, 一直是天虹商场的优势所在: 不同于别家零售企业分百货、超市等事业部的做法, 天虹是百货门店统一管理, 根据店面大小与当地顾客特点、需求, 配套相应超市以及其他餐饮、修理等社区服务内容;

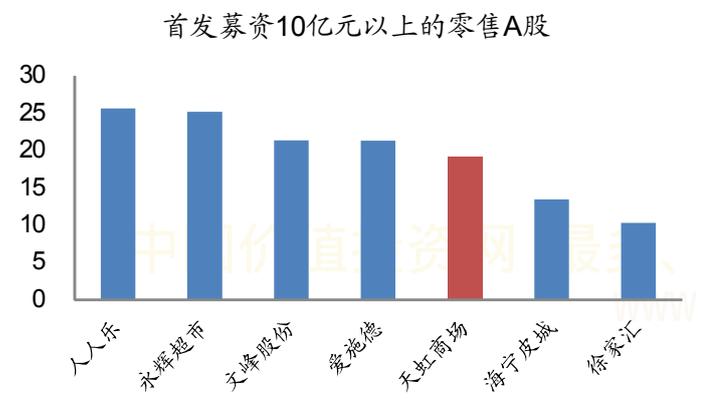
- ✚ 强调日常生活需求的满足，未来会将标准化产品逐步移到线上，而实体店腾出位置来加大非标准化产品的力度，比如生鲜熟食等；
- ✚ 面向服务的提供，公司门店也可能只是起到网络中心的作用，真正服务的实施不一定在店里；将加强社区人文交流等功能等。
- 坚持以“百货+超市+X”弹性业态组合、定制化契合每个门店当地客户需求，可有效提高集客力；由此，可在竞争中保持公司的高毛利率以及营效的进一步提升。
- “天虹”与“君尚”双品牌运作，针对不同定位客户，提升营效。
 - 公司目前除 55 家天虹门店外，另有 10 年 11 月和 12 年 10 月升级的深圳福田与东莞东纵的高端君尚门店；引进兰蔻、迪奥等高端化妆品品牌，朗姿、卓雅、华尊等服装品牌；东纵店尽管 6、7 楼还在装修仍持续盈利；
 - 未来厦门总体量 5 万平的君尚新门店，有望打造成公司在当地的制高点。
- 此外，公司持续开展的会员服务以及增加自有品牌及独家代理品牌等，也是提升竞争力，提高营效保持高毛利润率的重要因素。
 - 目前天虹会员 370 万，深圳 200 多万；公司针对这部分顾客做精细化信息管理，采取信息挖掘、定向推出 vip 信息等手段，提升服务；
 - 自有品牌做优质优价的策略，开发了天优（Teemful）/天口味（Teeming）等食品、水果品牌，以及奥尔（Our）、菲尔芙等日用品品牌；
 - 2012 年，已引入独家代理品牌 5 个，男女装各一家全国独家代理。

资产战略：由“轻”渐“重”，减少租约风险

- 公司资金充裕，未来将适度提高自有物业比例，租售比（12 年 4.42%）有望进一步降低，并可减少类似溧阳关店等的租约风险。
- 公司 2010 年 6 月上市后，实际募资 19.13 亿元，是零售 A 股首发募集资金前 5；资金充裕。
- 公司未来将适度提高自有物业比例（目前仅约 4.5%）。这样不但可以降低租售比，有效控制销售费用；还可以减少类似溧阳出租方问题而导致关店的租约风险事件的发生，提高经营持续性。

图表14：天虹商场首发募资额 19.13 亿-零售子行业第五

图表15：天虹商场实际募资总额零售子行业前 20



来源：Wind，国金证券研究所

财务分析

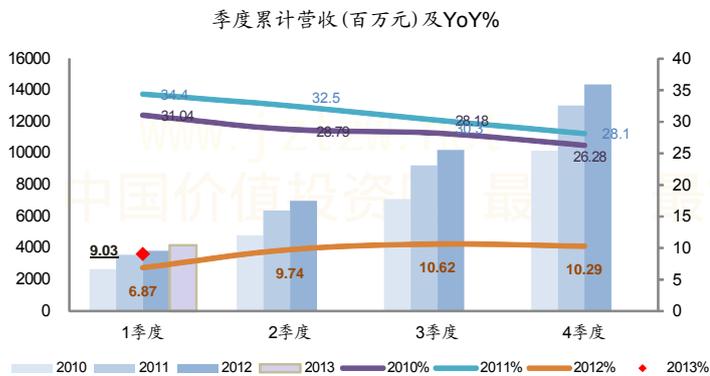
收入: 同店忧喜参半, 预计 13 年营收/利润增速将保持在 10%/15%以上

- A 股超市百货子行业 51 家企业的总体增速为 12A: 11.3%/18%、13Q1: 8.87%/7.95%;

公司营收/净利润/扣非净利润同比增速分别为 12A: 10.29%/2.2%/0.5%、13Q1: 9.03%/13.92%/13.3%; 12 年增速弱于行业水平;

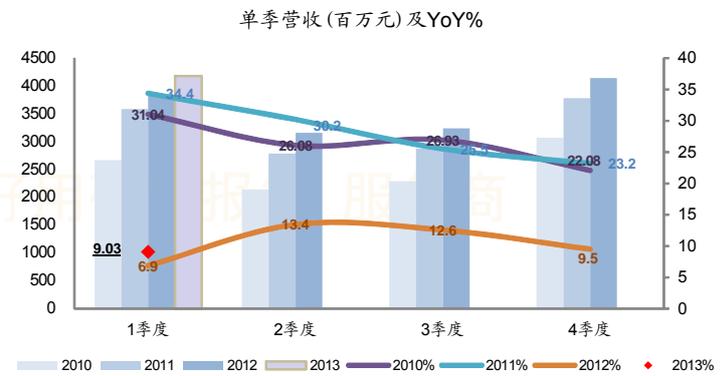
- 主因, 深圳作为收入主体, 营收增长缓滞; 而去年 1 年开出 9 家新店, 近 3 年连开 22 家新店, 湖州、北京等几家处于培育期门店亏损, 短期拖累净利润的增长。
- 由下图可见, 公司营收 13 年 1 季度业绩明显好转; 我们认为, 随着新门店逐步扭亏, 盈利将得到显著改善。

图表16: 2012 年营收增速下降-13Q1 有所回升



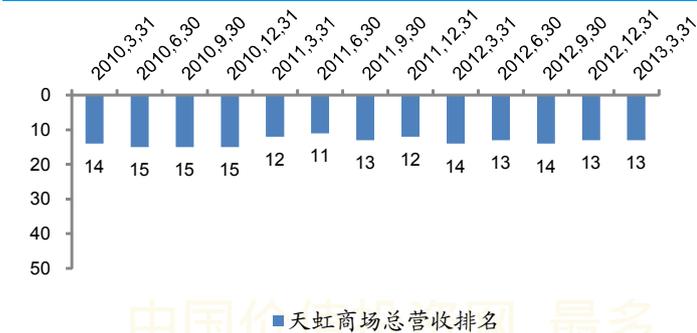
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 天虹商场近 3 年 1 季单季度营收增速对比



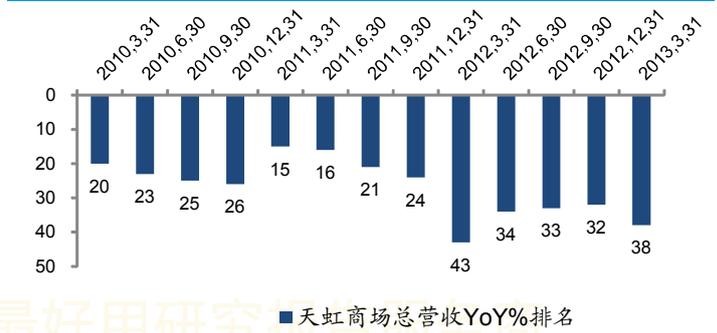
- 目前, 天虹商场的总营收在 72 家零售 A 股中排名靠前, 而营收增速处于行业中位; 我们预计, 随着已开业 2 年的 11 家次新店将在 13 年步入成熟期, 公司的行业排位将会有所提升。

图表18: 天虹商场总营收-A 股 72 零售股中排名



来源: 国金证券研究所

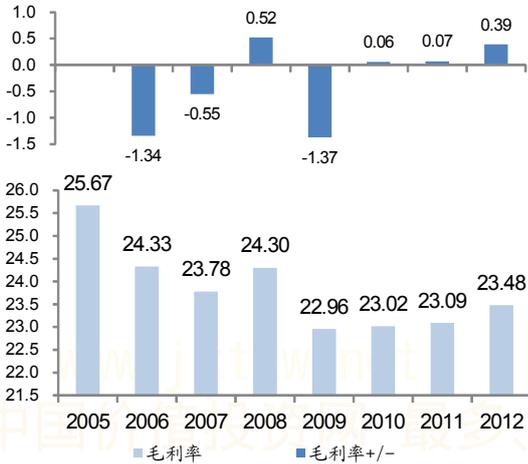
图表19: 天虹商场总营收 YoY-A 股 72 零售股中排名



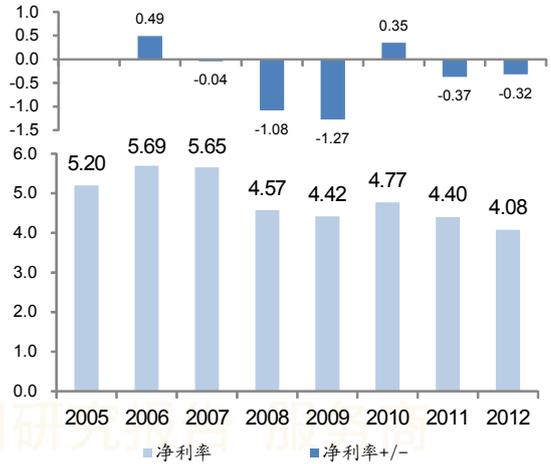
毛利润率: 公司将保持业内较高水平 22~24%, 并仍有提升空间

- 由于起步于深圳中高端百货, 品类管理优秀, 深圳本地服装品牌资源丰富, 毛利润率较低的黄金珠宝在经营中占比小, 天虹商场一直保持着业内较高的毛利水平; 而伴随新店进入盈利, 毛利润率有望进一步提升。
- 在快速扩店情况下, 公司毛利润率不降反升; 因此抵消部分人力刚性费用上升所带来的净利润率的下降; 确属不易。

图表20: 天虹商场历年毛利润率保持在 23%以上

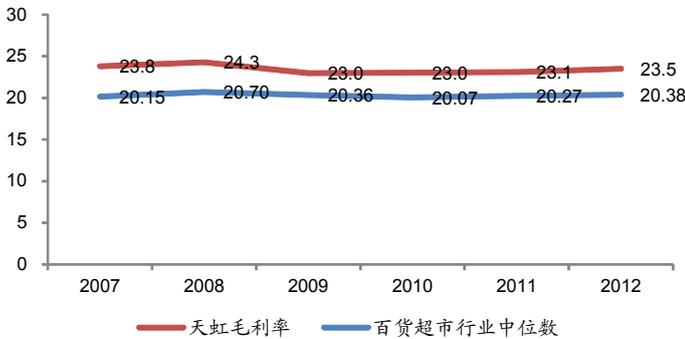


图表21: 天虹商场净利润率保持在 4%以上

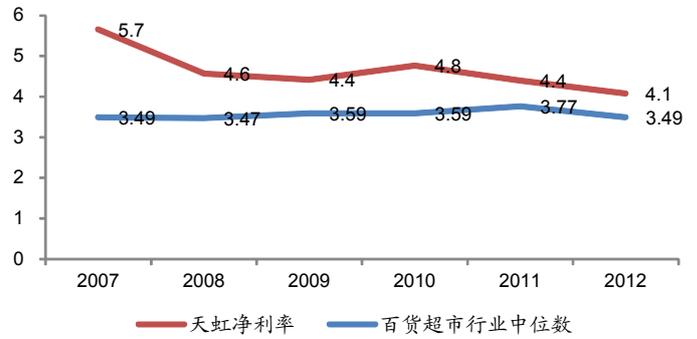


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 天虹商场近 6 年毛利润率均高于行业水平



图表23: 天虹商场近 6 年净利率均高于行业水平



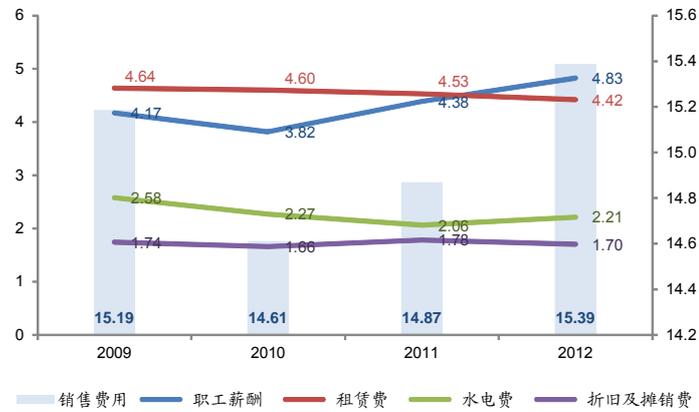
来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

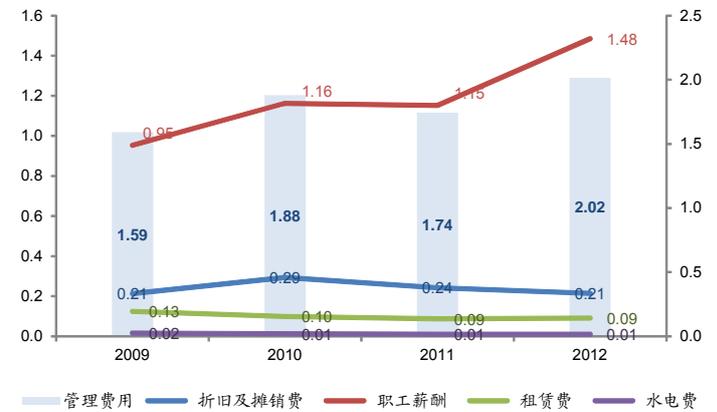
费用：人工上升是主因，租售比可控；二者或可降，将贡献净利润率提升

■ 管理与销售费用的推高主因皆是人工成本的上升。

图表24：天虹商场近4年销售费用主要构成的拆分(总营收占比%)



图表25：天虹商场近4年管理费用主要构成的拆分(总营收占比%)

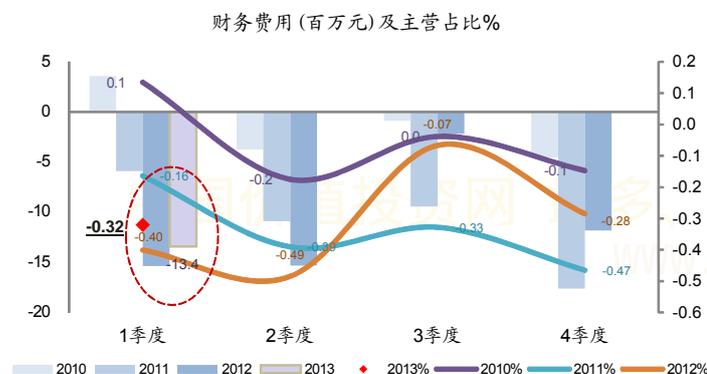


来源：公司公告，国金证券研究所

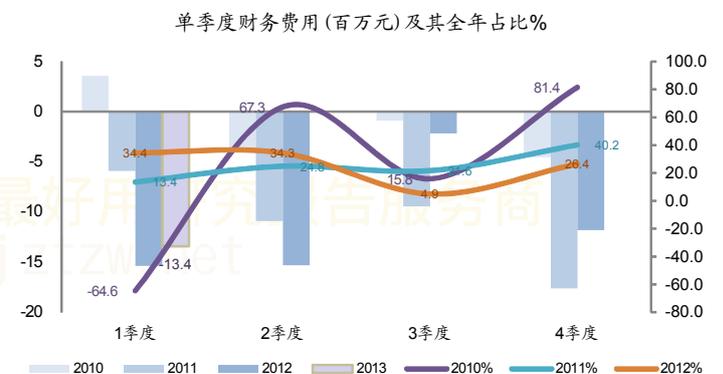
- 人员涨薪、以及新开店较多带来的人员增加所导致的费用刚性上升，使得公司管理费用中，职工薪资的营业总收入占比上升高达 1.48%比 2011 年上升了 0.33 个百分点。
- 销售费用上升主因也是员工薪资，12 年比 11 年提升了 0.45 个百分点。
- 上述两项员工薪资合计涨幅高达 0.78 个百分点；随着 13 年新开店数量略减，营收增长导致的薪资占比的小幅下降，预计 2013 年管理与销售费用均可下浮回落。
- 从上图可见，租售比随坪效稳升而呈持续下降的状态；而公司 13 年开始略增自有物业的战略，亦将更加减低此项费用，而贡献净利润率的提升。

■ 财务费用：虽然扩店导致资本开支大增，新店过多导致短期 CFO 为负，公司一直以来的轻资产扩张战略所带来的充沛资金，使得公司的财务费用，虽略有上升，仍贡献净利息收入。

图表26：天虹商场近3年季度累计财务费用皆为负

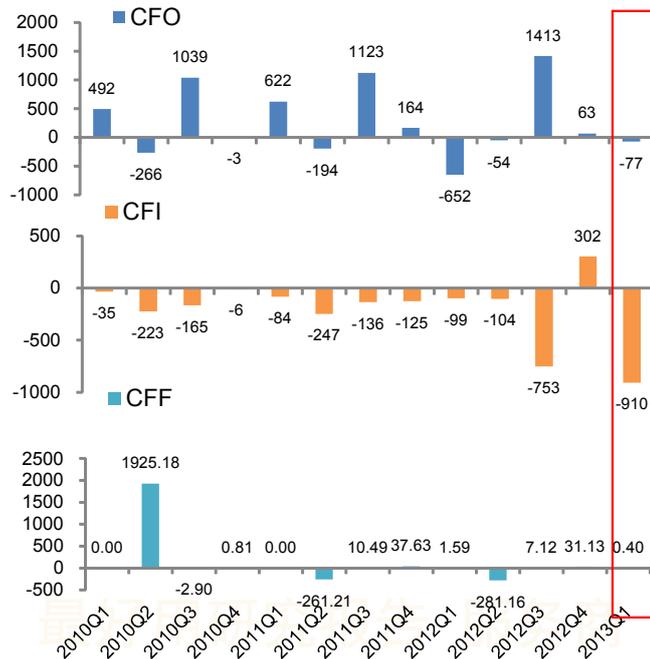


图表27：天虹商场近3年单季度财务费用及YoY%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表28: 天虹商场多新店处培养期-CFO为负, 扩张提速-资本开支大增



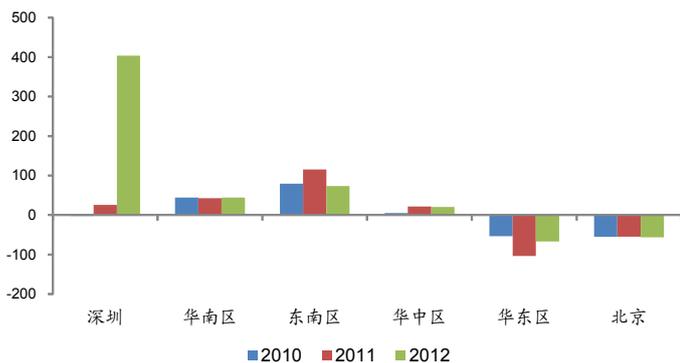
来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测与估值:

分地区预测: 深圳|闽粤|其他: 7:2:1, 深圳以外增长可期

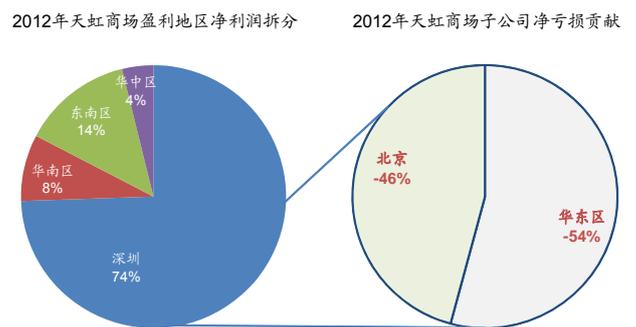
- 深圳撑起半边天, 闽粤湘赣短期为外阜主力, 江浙、北京更长期值得期待。从下图可见, 深圳地区的盈利贡献在 2012 年占比 74%, 预计 13 年将仍维持 70%左右贡献。

图表29: 近 3 年天虹在 6 大区域的净利润增速对比



来源: 国金证券研究所

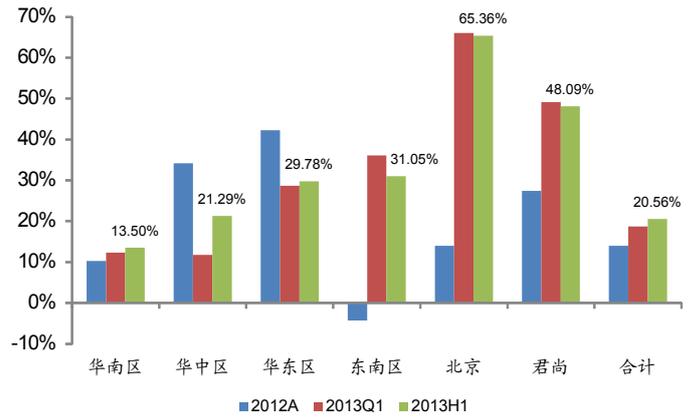
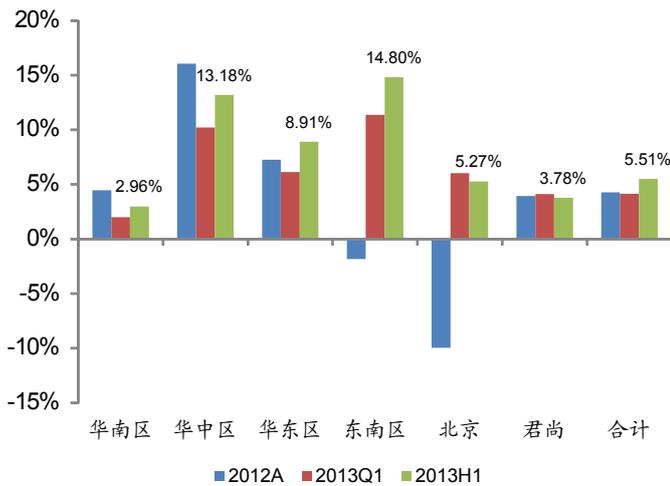
图表30: 2012 年天虹净利润贡献 4 正 2 负



- 13Q1, 在增速较快的华中区 (湖南、江西、四川) 10.21%、东南区 (福建) 11.35%带动、以及华东 (江浙) 6.13%、北京 6.02%的共同推动下, 公司总体同店营收增速还是达到了 4.16%的行业平均水平;
- 13H1, 公司可比同店营收/利润增 5.5%/20.6%; 再加上 5%左右新开店的外延增长, 我们预计全年营收可达 10%~15%的增速。

图表31: 天虹商场可比门店营收增速

图表32: 天虹商场可比门店利润增速



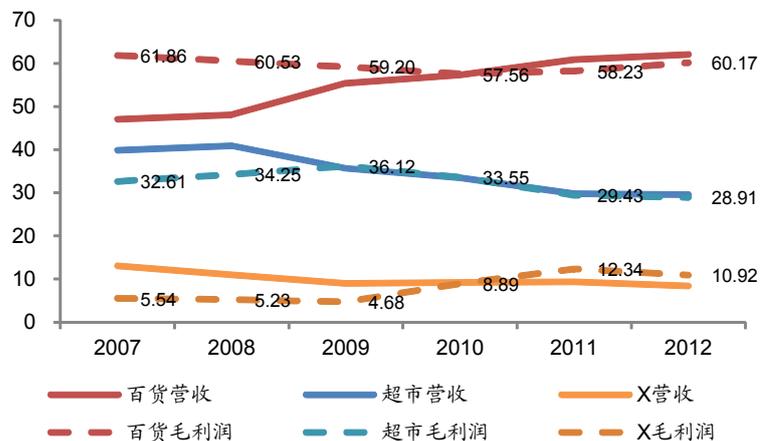
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 由于君尚门店升级、北京、东南、华东区等新店减亏, 公司 1 季度/上半年的净利润的同店增速高达 18.7%/20.6%; 考虑到 13 年新店净亏损将继续存在, 但将好于 12 年(净亏损额占盈利门店净利总额的 22%, 见前第 4 页图表 4), 我们保守的预计全年净利润增速 15%~20%左右。

分业态预测: 百货|超市|X: 6:3:1, 百货利润率或可继续提升

- 业态贡献依然是百货为主, 超市货品组合配合当地客流需求, X 弹性业态满足更多服务体验, 营收与利润贡献 6:3:1。

图表33: 天虹商场“百货+超市+X”弹性业态组合-贡献占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 百货: 10~12 年公司新开百货门店共计 22 家, 随着 11 家次新店步入成熟期, 以及 13 年扩店步伐的微调, 我们预计 13 年百货的增速将在 13%以上, 净利率也将随着新店减亏、转盈而稳步提升。

图表34: 百货营收与毛利率皆有提升空间



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 超市: 作为百货门店的辅助业态, 超市的营收料将随百货收入的增长而同比增长, 预计 13 年增速在 10% 左右; 但随着永旺等强大对手的铺开, 超市竞争的白热化可能进一步抑制其毛利率的上升。我们预计未来超市毛利率将呈略微下降态势。

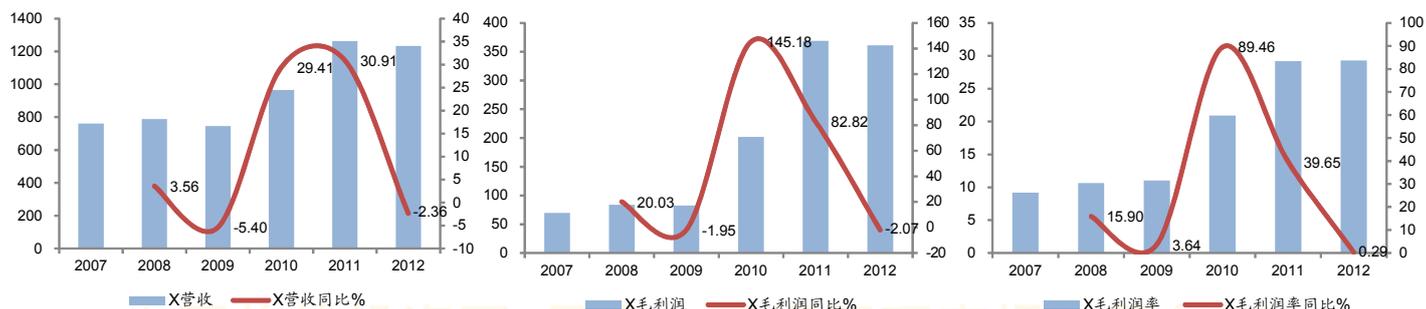
图表35: 天虹商场近 6 年超市营收、毛利率及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- X 业态, 作为满足客户服务体验的弹性部分, 将是公司门店集客力的看点, 其营收及利润率不是公司重点, 料将基本持稳。

图表36: 天虹商场近 6 年 X 弹性业态部分营收、毛利率及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测

- 根据上述分析，我们预计公司 2013~15 年 EPS 分别为 0.827、0.951、1.063，净利润增速为 14%、15%、12%，营收增速为 14%、11%、11%
- 核心假设：
 - ✚ 深圳地区未因购物中心竞争而遭遇重大业绩下滑，维持净利润增速在 2%以上；东南区（福州）、北京、华东区（湖州等）减亏；华中区（湘赣）继续保持相对高增长（10%以上）；
 - ✚ 百货营收增速 13%，毛利率稳增微升；超市营收增速回复到 10%，毛利率维持在 21.95%左右；X 业态营收及毛利率持平微降。

估值

- 根据上述盈利预测及行业的估值水平，结合天虹商场微信平台的首家开通，是实体零售 O2O 融合历史性的第一步，对天虹本身与整个实体零售行业意义重大，并将带来突破性业绩提升。我们给予公司未来 6-12 个月 15.22 元目标价位，相当于 16x14PE。

风险提示：

- 深圳短期至少贡献六成营收、七成净利，该地区购物中心在 13 年仍将放量，未来本地区同店增速是否会降到 2%以下，值得关注。
- 公司在竞争较为激烈的江浙、北京、成都等地新店能否达预期，将对公司业绩产生较大影响。

图表37: 销售预测

产品销售收入(单位: 人民币百万元)

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
百货								
销售收入(百万元)	3,434.30	4,591.16	6,001.54	8,203.66	9,145.26	10,334.14	11,677.58	13,195.67
增长率(YOY)	N/A	33.69%	30.72%	36.69%	11.48%	13.00%	13.00%	13.00%
毛利率	28.30%	22.67%	21.77%	21.23%	21.77%	21.80%	21.85%	21.85%
销售成本(百万元)	2,462.29	3,550.22	4,695.07	6,462.33	7,154.69	8,081.30	9,126.03	10,312.41
增长率(YOY)	N/A	44.18%	32.25%	37.64%	10.71%	12.95%	12.93%	13.00%
毛利(百万元)	972.01	1,040.94	1,306.47	1,741.33	1,990.57	2,252.84	2,551.55	2,883.25
增长率(YOY)	N/A	7.09%	25.51%	33.29%	14.31%	13.18%	13.26%	13.00%
占总销售额比重	48.05%	55.38%	57.30%	60.85%	62.07%	63.28%	64.43%	65.52%
占主营业务利润比重	60.53%	59.20%	57.54%	58.22%	60.16%	61.60%	62.97%	64.21%
超市								
销售收入(百万元)	2,925.02	2,952.80	3,507.02	4,015.74	4,355.57	4,791.13	5,270.24	5,797.26
增长率(YOY)	N/A	0.95%	18.77%	14.51%	8.46%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	18.80%	21.51%	21.72%	21.92%	21.96%	21.95%	21.95%	21.95%
销售成本(百万元)	2,375.06	2,317.61	2,745.46	3,135.53	3,399.21	3,739.47	4,113.42	4,524.76
增长率(YOY)	N/A	-2.42%	18.46%	14.21%	8.41%	10.01%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	549.96	635.19	761.56	880.21	956.36	1,051.65	1,156.82	1,272.50
增长率(YOY)	N/A	15.50%	19.89%	15.58%	8.65%	9.96%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	40.92%	35.62%	33.48%	29.78%	29.56%	29.34%	29.08%	28.78%
占主营业务利润比重	34.25%	36.12%	33.54%	29.43%	28.91%	28.76%	28.55%	28.34%
X								
销售收入(百万元)	788.29	745.73	965.07	1,263.35	1,233.59	1,204.53	1,176.16	1,148.45
增长率(YOY)	N/A	-5.40%	29.41%	30.91%	-2.36%	-2.36%	-2.36%	-2.36%
毛利率	10.65%	11.04%	20.98%	29.24%	29.32%	29.26%	29.20%	29.14%
销售成本(百万元)	704.35	663.41	762.63	894.00	871.94	852.11	832.72	813.78
增长率(YOY)	N/A	-5.81%	14.96%	17.23%	-2.47%	-2.27%	-2.27%	-2.28%
毛利(百万元)	83.94	82.32	202.44	369.35	361.65	352.42	343.43	334.67
增长率(YOY)	N/A	-1.93%	145.92%	82.45%	-2.08%	-2.55%	-2.55%	-2.55%
占总销售额比重	11.03%	9.00%	9.21%	9.37%	8.37%	7.38%	6.49%	5.70%
占主营业务利润比重	5.23%	4.68%	8.92%	12.35%	10.93%	9.64%	8.48%	7.45%
销售总收入(百万元)	7147.61	8289.69	10473.63	13482.75	14734.42	16329.80	18123.98	20141.38
销售总成本(百万元)	5541.70	6531.24	8203.16	10491.86	11425.84	12672.88	14072.17	15650.96
毛利(百万元)	1605.91	1758.45	2270.47	2990.89	3308.58	3656.92	4051.80	4490.43
平均毛利率	22.47%	21.21%	21.68%	22.18%	22.45%	22.39%	22.36%	22.29%

来源: 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	10,174	13,036	14,377	16,330	18,124	20,141
增长率		28.1%	10.3%	13.6%	11.0%	11.1%
主营业务成本	-7,832	-10,026	-11,001	-12,673	-14,072	-15,651
%销售收入	77.0%	76.9%	76.5%	77.6%	77.6%	77.7%
毛利	2,343	3,010	3,376	3,657	4,052	4,490
%销售收入	23.0%	23.1%	23.5%	22.4%	22.4%	22.3%
营业税金及附加	-48	-103	-112	-127	-142	-157
%销售收入	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,487	-1,938	-2,212	-2,507	-2,773	-3,072
%销售收入	14.6%	14.9%	15.4%	15.4%	15.3%	15.3%
管理费用	-191	-227	-290	-329	-365	-406
%销售收入	1.9%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	616	741	762	694	772	856
%销售收入	6.1%	5.7%	5.3%	4.2%	4.3%	4.2%
财务费用	6	44	45	235	299	344
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.4%	-1.7%	-1.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	622	785	807	929	1,071	1,200
营业利润率	6.1%	6.0%	5.6%	5.7%	5.9%	6.0%
营业外收支	19	19	22	19	19	19
税前利润	641	804	829	948	1,090	1,219
利润率	6.3%	6.2%	5.8%	5.8%	6.0%	6.1%
所得税	-156	-231	-250	-286	-329	-368
所得税率	24.3%	28.7%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
净利润	485	573	579	661	761	851
少数股东损益	0	-1	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	485	574	581	661	761	851
净利率	4.8%	4.4%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	485	573	586	661	761	851
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	192	260	275	233	230	239
非经营收益	-15	-1	-11	25	-19	-19
营运资金变动	600	884	-80	597	585	659
经营活动现金净流	1,262	1,716	770	1,516	1,557	1,729
资本开支	-429	-603	-662	857	-290	-331
投资	0	-1	0	-1	0	0
其他	0	12	7	0	0	0
投资活动现金净流	-429	-591	-655	856	-290	-331
股权募资	1,933	2	2	0	0	0
债权募资	0	0	2	-11	0	1
其他	-10	-215	-245	0	-104	-104
筹资活动现金净流	1,923	-213	-241	-11	-104	-103
现金净流量	2,756	912	-126	2,361	1,163	1,295

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	4,453	5,385	5,257	7,618	8,781	10,076
应收款项	192	209	226	270	300	333
存货	290	435	425	495	550	611
其他流动资产	125	600	115	96	107	119
流动资产	5,061	6,628	6,023	8,479	9,738	11,140
%总资产	70.8%	75.3%	63.6%	78.5%	80.2%	81.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,092	1,071	1,486	1,519	1,689	1,877
%总资产	15.3%	12.2%	15.7%	14.1%	13.9%	13.7%
无形资产	958	1,064	1,329	805	716	639
非流动资产	2,089	2,178	3,443	2,328	2,407	2,518
%总资产	29.2%	24.7%	36.4%	21.5%	19.8%	18.4%
资产总计	7,150	8,805	9,466	10,807	12,144	13,657
短期借款	0	0	2	0	0	0
应付款项	3,568	4,679	5,084	5,780	6,416	7,132
其他流动负债	272	480	401	501	545	594
流动负债	3,840	5,159	5,488	6,281	6,961	7,726
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	9	0	0	0
负债	3,840	5,160	5,497	6,281	6,961	7,727
普通股股东权益	3,310	3,644	3,967	4,525	5,182	5,929
少数股东权益	0	2	1	1	1	1
负债股东权益合计	7,150	8,805	9,466	10,807	12,144	13,657

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.212	0.717	0.726	0.827	0.951	1.063
每股净资产	8.273	4.554	4.958	5.655	6.476	7.409
每股经营现金净流	3.154	2.144	0.962	1.894	1.946	2.161
每股股利	0.000	0.600	0.330	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.65%	15.75%	14.63%	14.62%	14.69%	14.35%
总资产收益率	6.78%	6.52%	6.13%	6.12%	6.27%	6.23%
投入资本收益率	14.09%	14.49%	13.39%	10.70%	10.40%	10.07%
增长率						
主营业务收入增长率	26.28%	28.12%	10.29%	13.58%	10.99%	11.13%
EBIT增长率	32.94%	20.24%	2.79%	-8.94%	11.30%	10.83%
净利润增长率	36.25%	18.33%	1.16%	13.93%	15.07%	11.78%
总资产增长率	81.77%	23.15%	7.50%	14.17%	12.37%	12.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	11.5	13.2	14.3	14.3	14.3	14.3
应付账款周转天数	56.7	55.2	59.1	59.1	59.1	59.1
固定资产周转天数	39.1	29.1	33.3	28.9	27.5	27.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.35	-1.48	-1.32	-1.68	-1.69	-1.70
EBIT利息保障倍数	-110.8	-16.9	-17.1	-3.0	-2.6	-2.5
资产负债率	53.70%	58.60%	58.07%	58.12%	57.32%	56.58%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	6	7	17
增持	0	0	8	8	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.57	1.55	1.51

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-28	增持	23.26	31.00 ~ 31.00
2 2012-02-28	增持	16.56	23.80 ~ 23.80
3 2012-03-27	增持	16.43	23.40 ~ 23.40

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net