



# 引领百货连锁，初现弹性空间

——天虹商场（002419）2010年中报点评

2010年8月6日

推荐/维持

天虹商场

财报点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 [gaokun@dxzq.net.cn](mailto:gaokun@dxzq.net.cn) 010-66507320

## 事件：

公司于8月6日公布了2010年中期报告。报告期内，公司实现营业收入48.09亿元，同比增长28.79%；实现归属于上市公司股东的净利润2.32亿元，同比增长24.51%。每股收益0.66元。2010年1-9月净利润同比变动幅度预计在20%—40%之间。

## 公司分季度财务指标

指标	05	06	07	08	09	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	2,833.00	3,613.32	5,532.08	6,862.62	8,057.27	2,669.11	4,809.25
增长率（%）	—	42.48	46.21	11.17	18.1	17.98	30.62
毛利率（%）	25.67	24.33	23.78	24.3	22.96	21.4	22.69
期间费用率（%）	18.34	16.83	17.73	18.15	16.9	14.09	15.89
营业利润率（%）	5.85	6.54	6.24	5.6	5.63	6.81	6.36
净利润（百万元）	147.46	205.62	312.75	313.61	355.95	140.56	232.43
增长率（%）	—	39.56	48.75	2.44	13.5	14.87	24.51
每股盈利（季度，元）	1.68	1.56	1.25	0.9	1.02	0.4	0.66
资产负债率（%）	77.42	77.5	78.26	77.42	77.04	76.38	49.56
存货周转率（%）	22.5	29.33	32.88	28.74	30.84	10.98	18.63
应收帐款周转率（%）	532.95	424.57	281.35	269.51	334.23	82.12	144.42

## 评论：

### 积极因素：

- **张弛有度的外延战略逐步清晰。**公司计划今后2-3年保持每年8-10家的扩张速度，虽然相比诸如王府井等全国连锁扩张企业，步伐相对较快，但部分募投资项目的变更转向凸显了公司逐渐明晰的区域布局战略：首先，将原先分散的升级改造投入资金集中力量突出天虹购物广场主力门店的核心品牌价值；其次，公司的战略布局已经主要集中于诸如长三角、珠三角、海西等核心经济圈的二三线非省会市场，这类市场的成长空间较大，租金、人力成本都相对低廉；最后，通过雏形初现的“蜂窝布点”和“非主流布点”，在巩固临近区域内已有门店的同时，扩展了辐射范围，整体上形成了“核心-外围”错落有致的网状布点。
- **自营比例加大提升业绩弹性。**从三大板块的自营比例和盈利来看，今年上半年首次尝试了百货业务的部分自营，虽然毛利率优势并不明显，但有望随着采购比例和结构的提高而推动整体毛利的提升；超市毛利率整体提升1.4%，从收入结构来看，上半年依然保持了自营比例逐步增加的态势，且对毛利率的贡献

尤为显著，并首次超越联营的毛利率水平。零售行业发展的周期轮回，使得通过自营实现的差异化、高利润化经营成为今后发展的主流趋势；在沃尔玛等卖场龙头的先锋带动下，超市自有品牌的经营也将成为该业态突破微利瓶颈的必然途径。公司整体自营比例向好的态势符合行业发展的整体趋势，并有望逐步在形成差异化的同时提升经营绩效。

**表 1：各细分业态不同盈利模式对比**

		2008		2009		2010 中	
		专柜	自营	专柜	自营	专柜	自营
百货	收入占比 (%)	100		100		99.8	0.11
	毛利率 (%)	28.3		22.67		21.75	20.27
超市	收入占比 (%)	21.98	78.02	20.49	79.51	20.28	79.72
	毛利率 (%)	18.8	19.64	21.51	19.64	21.27	21.3
电器专柜 (x)	收入占比 (%)	54.58	45.42	54.69	45.31	55.21	44.8
	毛利率 (%)	10.62	13.55	21.61	13.55	24.54	12.64
自有品牌	收入占比 (%)		0.77		0.72		--
	毛利率 (%)		29.42		26.45		--

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 消极因素：

- 异地扩张导致毛利率微幅下降。**公司商业的整体毛利率为21.46%，同比小幅下降0.9%。其中百货毛利同比下降3.62%；超市毛利受益于CPI的上行以及加快发展直采等业务上升了1.4%；包含餐饮娱乐等在内的高附加值X业态毛利则上扬了9.53%。从营业收入的占比可以看出，公司深圳之外地区的营业收入同比增长55.51%，远高于深圳18.86%的同比增速，跨区扩张的比重增大必然会带来对上游供应商议价能力的削弱，从而影响综合毛利尤其是百货毛利的提升。但X业态的范围经济一定程度上平滑了这种负面效应，最终取决于两者之间的平衡，通常在培育期，前者占上风，随着门店的逐步成熟，后者会上扬作用会相对明显。
- 快速外延步伐引致较大费用压力。**虽然上半年公司仅新开新开东莞黄江天虹、北京国展天虹两家商场。但08年底至09年全年共新开8家门店，其中4家为成本较高的城市中心店，09年4月新开的苏州金鸡天虹和北京宣武天虹目前亏损幅度最大，均在3000万以上，07年新开的部分亏损门店有望今年实现扭亏。管理费用较同期增加53.81%，主要原因是公司去年下半年及今年上半年的新设公司的筹建及运营费用增加以及去年12月购入的总部用地摊销费用增加所致。发行融资引致的财务费用同比减少102.98%摊薄了扩张相关费用压力。

**表 2：10 年下半年新开门店明细（万元）**

项目名称	投入	面积	开业时间	年均利润 E
东莞厚街盈丰广场	4530.2	50000	2010 年下半年	1289
湖州爱山广场	3072	30000	2010 年下半年	1294
溧阳平陵广场	3093	25000	2010 年下半年	1643
横岗信义	4088	25000	2010 年下半年	1696
泉州世纪嘉园	2513.4	24500	2011 年末	690.2

苏州木渎新华商业广场	2654	39000	2012 年年中	986.8
绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3039	33000	2012 年	1083.2

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

### 业务展望：

未来2年公司仍将保持10家以上的外延步伐，如何平衡跑马圈地的必要性和业绩压力的弊端是公司不得不面临的重大问题。但我们认为，随着公司巩固核心区域，拓展非主流二三线城市甚至是县级城市的战略逐渐清晰，公司在避免了大量城市中心店带来的高租金成本同时，还分享了城镇化带来的零售市场量价齐升的盛宴；此外，通过对在已有门店周围进行“核心-外围”的密集布点，进一步实现了外延费用的规模经济化和滚动开发带来的业绩平滑。随着行业整体集中度的提升和国资并购重组步伐的加快，不排除公司利用资本手段进行扩张绩效相对优越的并购活动。

而在初步解决外延矛盾的同时，连锁复制的标准化和消费升级的个性化、差异化矛盾也为内涵空间的提升带来一定困难。X业态的毛利率提升和各板块自营比例的不断加大，或能有效突破两者之间的矛盾，从而来盈利能力的整体提升。此外，《麦肯锡-2009年度中国消费者调查报告》显示：从现在到2015年，中国新增的富裕家庭将有3/4来自于二级城市与其他城市(从110万户增加到320万户)，而在一级城市只从50万户增加到70万户。无论是定位中高端的城市中心店，还是一线市场空间较大的社区购物中心，都将分享我国中产阶级迅速崛起的市场盛宴。

### 盈利预测及投资建议：

作为为数不多的全国型连锁零售企业，公司有望分享行业全面发展的红利。社区购物中心定位的市场空间和X业态的弹性定制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，并同时平滑快速扩张带来的业绩压力。公司全年有望保持30%以上的业绩增长。我们维持公司2010-2011年的EPS分别为1.17元和1.54元，对应的PE分别为32倍和24倍，维持公司“推荐”的投资评级。

**表 3：盈利预测和估值**

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	6,862.62	8,057.27	10,071.58	12,589.48
(+/-)%	24.05	17.41	25.00	25.00
经营利润 (EBIT)	384.32	463.53	604.09	811.82
(+/-)%	7.64	20.61	30.32	34.39
净利润	313.61	355.95	467.56	616.66
(+/-)%	2.44	13.50	31.35	31.89
每股净收益 (元)	0.90	1.02	1.17	1.54

资料来源：东兴证券研究所

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。