

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

优势区域再发力，购置物业开新店

事件: 2011年6月1日公司下属子公司深圳市天虹置业有限公司与南昌联发置业有限公司签订《商品房买卖前期协议》，拟购置位于江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道与绿茵路交汇处的联发广场地上一层至地上四层物业，总建筑面积约为38,000平方米，用于开设天虹商场。项目总成交金额为30,020万元(不含税)。

投资要点:

- **适度重资产策略的推进:** 伴随着公司门店规模的扩大和资金的充裕，为应对商业地产租金价格上涨、优化资产结构、提升长期盈利能力，公司实行适度重资产的策略，拟每年新增一家左右的自有物业门店。我们认为，南昌联发广场项目是公司适度重资产策略的推进。至此，公司已完成2011年新增自有物业门店的计划。
- **抢占中部地区重点城市:** 公司坚持“有效益扩张和可持续发展”原则，遵循“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”的布局方针，争取年均新开设10家左右门店。2010年，公司南昌、长沙门店同店增长32%，是增长最快的区域。“抢占中部地区重点城市”是其拓展规划中重要的一环。
- **“众星拱月”，重点城市密集布点:** 南昌市是公司的传统优势区域，南昌江大天虹是公司在深圳以外开出的第一家门店(2002年)。目前，公司已在南昌有2家社区购物中心(江大天虹、红谷天虹)、1家城市中心店(中山路天虹)，合计营业面积8.74万平方米；另有1个储备项目—南昌达观国际广场项目；在江西省内还有赣州中航城、吉安自建物业2个储备项目。南昌市的密集布点有利于公司进一步发挥区域规模优势，增强协同效应。
- **与城市副商圈共成长:** 公司重点布局发达城市的新城区、副商圈、大型社区和发达地区的二、三线城市。本次公告的项目位于南昌市红谷滩新区，购置成本为7900元/平方米，价格合理。本项目与2009年开业的南昌红谷天虹共处红谷滩新区，二者将错位经营，发挥协同效应，与红谷滩新区共成长。天虹品牌在南昌已深入人心，红谷天虹培育期仅为1年，预计该项目的培育期也会在1年左右。
- **维持赢利预测不变:** 预测公司2011-2013年营业收入增速分别为32.4%、30.9%和26.8%，3年复合增长率30%，净利润复合增长率37%，EPS分别为0.85、1.17和1.56元。给予2011年35倍PE，目标价29.75元，维持“强烈推荐”。

风险提示:

- (1) 联发广场项目与红谷天虹借位经营不明显；(2) 新项目培育时间超出预期

6-12个月目标价: 29.75元

当前股价: 20.45元

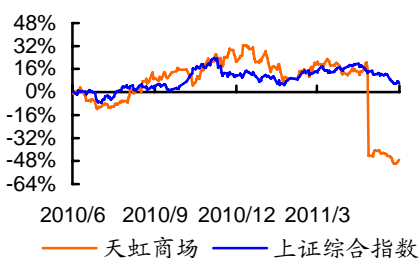
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2705.18
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	164
流通市值(亿)	34
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	53.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	0.00	-11.02	-11.82
上证综合指数	0.00	-7.16	-4.87



相关报告

- 《天虹商场-预付卡新规无碍公司核心竞争力，限售股解禁不等于减持》2011-5-30
- 《天虹商场-天时、地利、人和成就全国性社区商业航母》2011-5-25
- 《盈利能力强、扩张迅速。建议询价区间37.20-43.40元》2010-5-13

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10174	13472	17631	22350
同比(%)	26%	32%	31%	27%
归属母公司净利润(百万元)	485	680	937	1247
同比(%)	36%	40%	38%	33%
毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%
ROE(%)	14.7%	18.1%	21.4%	24.0%
每股收益(元)	0.61	0.85	1.17	1.56
P/E	36.22	25.84	18.74	14.08
P/B	5.31	4.68	4.01	3.37
EV/EBITDA	16	13	9	7

资料来源: 中投证券研究所

## 一、江西省宏观经济发展情况

江西省是我国中部六省之一,2010年社会消费品零售总额达2956.2亿元,同比增长19.0%,比全国增速18.3%高于0.7个百分点。2009年,江西省人均GDP排前3的分别是新余市、南昌市和景德镇市,分别达4.26、3.97、2.32万元/人;社会消费品零售总额排前3的分别为南昌市、赣州市和上饶市,分别达634、317、276亿元。

值得注意的是,公司有储备项目的赣州市人均GDP在11个地级市中排倒数第2位,但因行政面积大、人口多,其社会消费品零售总额排正数第2位。吉安市也存在类似情况。我们认为,公司未来在江西省内拓展的空间还非常大,经济发达的新余、景德镇、鹰潭、萍乡等地都有望拓展新项目。

2010年,南昌市社会消费品零售总额达754.68亿元,占全省的25.53%,是江西省的消费重镇。2005年至2011年1季度,南昌市社会消费品零售总额增速一直高于全国水平。天虹商场在南昌市的各门店将充分受益于当地消费的高速发展。

图 1 江西省社会消费品零售总额(亿元)及增速(%)

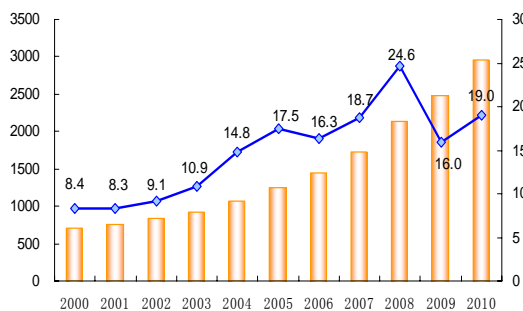


图 2 2009年江西省各市人均GDP(万元)

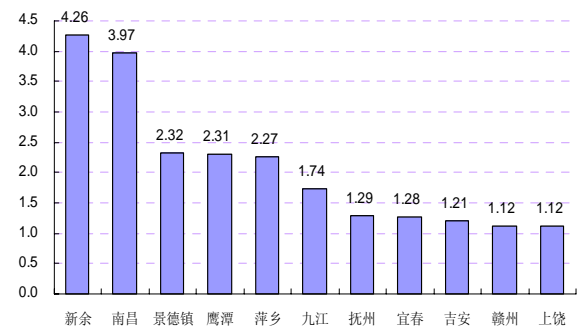


图 3 2009年江西省各市社会消费品零售总额(亿元)

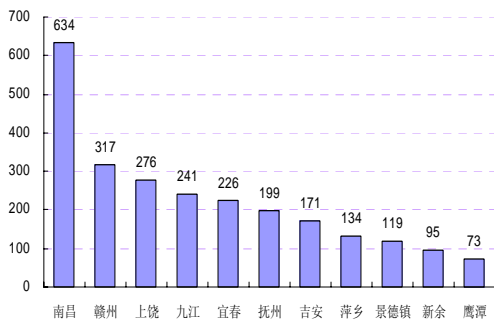
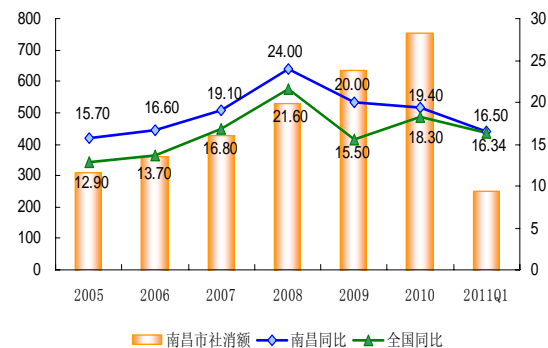


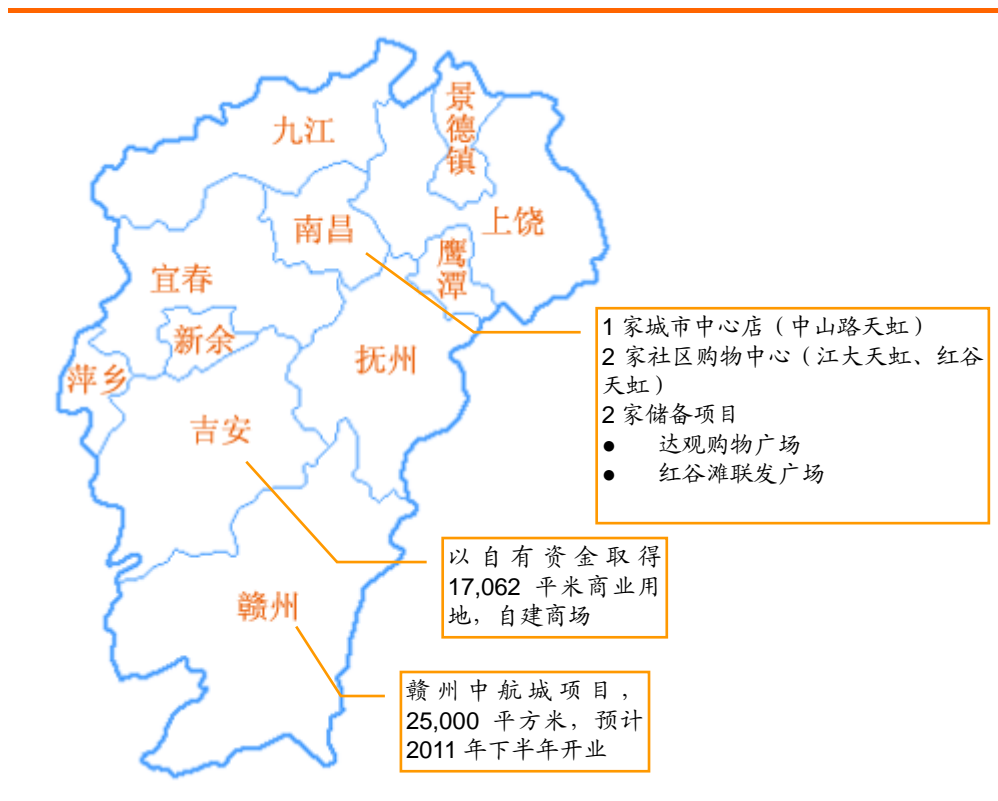
图 4 南昌市社会消费品零售总额(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind, 中投证券研究所

## 二、天虹商场在江西省的布局

图 5 天虹商场江西省布局图



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6 天虹商场南昌市布局图



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 1 公司在南昌市现有门店

序号	公司/门店	开业时间	经营年限	培育期	营业面积 (平方米)	物业	定位
1	南昌江大天虹商场	2002-6-14	8.88	4 年	13000	租赁	社区购物中心
2	南昌中山路天虹商场	2007-4-19	4.03	3 年	54379	租赁	城市中心店
3	南昌红谷天虹	2009-9-4	1.65	1 年	20000	租赁	社区购物中心

资料来源：公司公告、中投证券研究所

南昌市各门店的培育历程是公司发展异地门店的一个典型缩影：异地首家门店培育期往往较长，约为 3-4 年；随着区域布点的增多，“众星拱月”之势渐成，规模效益和协同效应增强，培育期变短，从同城第 3 家门店起，培育期降为 1 年左右。预计本次公告的联发广场项目开业后培育期也仅为 1 年左右。

### 三、公司储备项目一览

目前，公司已公告 20 个储备项目，新增营业面积超过 57.6 万平方米；其中君尚品牌 2 家，天虹品牌直营店 16 家，加盟店 2 家；同城布点 5 个城市，新进入 11 个城市。

表 2 天虹商场已公告储备项目

序号	项目名称	性质	地区	省份	城市	建筑面积 (平方米)	物业性质	预计开业 时间	拓展性质	品牌
1	北京新奥购物中心项目	直营店	环渤海	北京市	北京市	37,000	租赁	2012 年	同城布点	天虹
2	泉州世纪嘉园项目	直营店	闽三角	福建省	泉州市	24,500	租赁	2011 年末	新进入	天虹
3	东莞虎门镇金洲社区项目	直营店	珠三角	广东省	东莞市	38,000	租赁	2011 年底	同城布点	天虹
4	深圳南山区振业星海商业广场项目	直营店	珠三角	广东省	深圳市	19,000	租赁	2011 年	同城布点	天虹
5	总部大楼工程建筑投资项目	直营店	珠三角	广东省	深圳市	39,600	自有	2013 年	同城布点	君尚
6	深圳坪山东晟时代花园项目	直营店	珠三角	广东省	深圳市	16,629	租赁		同城布点	天虹
7	深圳中航广场项目	直营店	珠三角	广东省	深圳市	18,180	租赁	2012 年	同城布点	君尚
8	娄底市万豪城市广场项目	直营店	中部地区	湖南省	娄底市	33,000	租赁	2012 年	新进入	天虹
9	岳阳中航国际广场项目	直营店	中部地区	湖南省	岳阳市	18,500	租赁	2012 年	新进入	天虹
10	株洲银天商业广场项目	直营店	中部地区	湖南省	株洲市	33,552	租赁	2012 年	新进入	天虹
11	苏州木渎新华商业广场项目	直营店	长三角	江苏省	苏州市	39,000	租赁	2012 年中	同城布点	天虹
12	赣州中航城项目	直营店	闽三角	江西省	赣州市	25,000	租赁	2011 年	新进入	天虹

13	吉安市吉州区项目	直营店	闽三角	江西省	吉安市		自有	2012年	新进入	天虹
14	南昌联发广场项目	直营店	中部地区	江西省	南昌市	38,000	自有		同城布点	天虹
15	南昌市达观国际广场项目	直营店	闽三角	江西省	南昌市	30,000	租赁	2013年	同城布点	天虹
16	青岛中联诺德广场项目	直营店	环渤海	山东省	青岛市	47,000	租赁	2012年	新进入	天虹
17	威海市东城国际项目加盟店	特许加盟店	环渤海	山东省	威海市	34,800	加盟	2011年	新进入	天虹
18	莱蒙置地广场项目	直营店	西南地区	四川省	成都市	30,500	租赁	2012年	新进入	天虹
19	金华世贸中心广场项目	特许加盟店	长三角	浙江省	金华市	24,000	加盟		新进入	天虹
20	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	直营店	长三角	浙江省	绍兴县	30,000	租赁	2012年	新进入	天虹
		<b>合计</b>				<b>576,261</b>				

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	5061	6503	8307	10509	<b>营业收入</b>	10174	13472	17631	22350
现金	4453	5650	7191	9093	营业成本	7832	10384	13608	17272
应收账款	31	43	56	72	营业税金及附加	48	63	82	105
其它应收款	161	269	353	447	营业费用	1487	1901	2400	2930
预付账款	115	156	204	259	管理费用	191	253	330	416
存货	290	384	503	639	财务费用	-6	-14	-12	-7
其他	10	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2089	2318	2541	2749	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1090	1329	1552	1760	<b>营业利润</b>	622	883	1224	1634
无形资产	527	527	527	527	营业外收入	24	20	20	20
其他	472	462	462	462	营业外支出	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	7150	8820	10848	13258	<b>利润总额</b>	641	898	1239	1649
<b>流动负债</b>	3840	5071	6467	8051	所得税	156	219	302	401
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	485	680	937	1247
应付账款	1279	1765	2313	2936	少数股东损益	0	0	0	0
其他	2560	3306	4154	5115	<b>归属母公司净利润</b>	485	680	937	1247
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	808	1032	1389	1819
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.21	0.85	1.17	1.56
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	3840	5071	6467	8051	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	400	800	800	800	<b>成长能力</b>				
资本公积	1912	1712	1712	1712	营业收入	26.3%	32.4%	30.9%	26.8%
留存收益	998	1238	1869	2695	营业利润	37.1%	42.1%	38.6%	33.5%
归属母公司股东权益	3310	3750	4381	5207	归属于母公司净利润	36.3%	40.1%	37.9%	33.0%
<b>负债和股东权益</b>	7150	8820	10848	13258	<b>获利能力</b>				
					毛利率	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%
					净利率	4.8%	5.0%	5.3%	5.6%
					ROE	14.7%	18.1%	21.4%	24.0%
					ROIC	-56.6%	-42.2%	-37.1%	-34.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	53.7%	57.5%	59.6%	60.7%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.32	1.28	1.28	1.31
					速动比率	1.24	1.21	1.21	1.23
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.84	1.69	1.79	1.85
					应收账款周转率	364	363	354	349
					应付账款周转率	6.43	6.82	6.67	6.58
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.85	1.17	1.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	2.27	2.79	3.40
					每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.69	5.48	6.51
					<b>估值比率</b>				
					P/E	36.22	25.84	18.74	14.08
					P/B	5.31	4.68	4.01	3.37
					EV/EBITDA	16	13	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434