



上市公司半年报点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

中性 维持

天虹商场 (002419)

2010年8月6日

2010 上半年净利润增长 24.51%，跨区域门店拓展加速

2010年8月5日收盘于 37.72 元
6个月目标价: 35.40 元

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

公司2010年8月6日发布2010年半年报。2010年上半年实现营业总收入48.09亿元，同比增长28.79%；实现利润总额3.15亿元，同比增长30.44%；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%，基本每股收益0.66元，按最新4亿总股本完全摊薄计算EPS为0.58元。

另外，公司同时公告了对2010年1-3季度的累积净利润预计值为24170万元，同比增长幅度为20-40%。

简评和投资建议。公司二季度收入增长 26.08%，虽然相比一季度 31.04%的增速低，但其二季度数据呈现出毛利率提升，费用率下降的特点，单季度净利润增速达 42.85%，明显优于一季度 14.87%的利润增速。上半年整体收入增长 28.79%，利润增长 24.51%。

报告期内，公司新开东莞黄江天虹、北京国展天虹两家商场，采取特许经营方式管理深圳公明天虹商场。截止报告期末，公司共有37家直营商场，总经营面积约88.94万平米，另外公司采取特许经营方式管理3家商场。

维持对公司基本面的判断。(1)公司立足深圳和珠三角，着眼全国布局的连锁百货，“百货+超市+X”的组合业态模式成为公司的主要经营特征；(2)公司实力较强的股东背景和充裕资金优势也有利于其外延扩张，行将形成的全国门店网络和持续扩大的销售规模，本身将强化公司的整体竞争力；(3)公司的历史业绩基本体现出收入和利润随门店和经营面积的增加而有更快速的增长。当前公司次新门店(1-3年)占比在30%左右，将成为公司未来几年业绩成长性的来源之一，公司将超募资金用于门店扩张显示了公司积极的全国网络布局态度，将构成其业绩可持续增长的基础。

我们预测公司 2010-2012 年EPS为 1.18 元、1.63 元和 2.10 元，分别同比增长 32.59%、38.29%和 28.81%。对应于当前 37.72 元的价格，PE分别为 32 倍、23.1 倍和 18 倍，估值基本在合理区间，但略高于行业水平。维持“中性”评级，6个月目标价 35.40 元(对应 2010 年 30 倍PE)。

以下是我们对公司 2010 年中报的点评。

(1) 上半年收入同比增长 28.79%，其中百货业务收入增长最快，为 39.8%。公司一、二季度收入增速分别为 31.04%和 26.08%。在分类收入中，百货业务上半年收入为 27.99 亿元，同比增速 39.8%，超过超市业务 13.93%的增速和“X”业务 30.71%的增速(参见表1)。这应该主要与公司以百货业务为主的门店扩张有关，公司分别于 2009 年 4 月底新开苏州金鸡湖店和北京宣武店，9 月新开南昌红谷店和惠州惠阳店，以及 12 月中旬新开杭州萧山店，另外公司于 2010 年 4 月新开东莞黄江店和北京国展店，合计 7 家门店共 17.86 万平米经营面积，占公司当前门店总数的 18.92%和总经营面积的 20.08%，扩张速度较快，这为公司各项业务尤其是百货贡献了较多的增量收入(参见表2)。

表 1 天虹商场 2010 年上半年各业务的收入及毛利率分拆对比

业务	收入（万元）			毛利率（%）		
	1H09	1H10	同比增长（%）	1H09	1H10	同比变动（%）
百货	200235	279930	39.80	25.36	21.75	-3.61
超市	148104	168730	13.93	19.89	21.29	1.40
X	18511	24196	30.71	9.68	19.21	9.53
加工修理	9	13	49.68	64.88	100.00	35.12
其他业务收入	6568	8056	22.67	94.08	94.89	0.81
合计	373425	480925	28.79	23.62	22.69	-0.94

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）百货毛利率下滑致上半年综合毛利率略有下降。公司 2010 上半年综合毛利率为 22.69%，同比下降 0.94 个百分点。其中百货业务毛利率为 21.75%，同比下降 3.61 个百分点，幅度较大，我们推测这也主要与公司新开门店较多有关。由于公司 2009 年 4 月报告期末，共新开 7 家门店，体量较大且主要为异地门店，在招商扣点谈判上可能有所折让，导致毛利率有一定下降。

但公司超市业务毛利率和“X”业务毛利率均有所提升，2010 上半年各自毛利率分别为 21.29%和 19.21%，分别同比提升了 1.4 个百分点和 9.53 个百分点。

表 2 天虹商场 2009 年 4 月至 2010 年 6 月间新开门店情况

门店	开业时间	店龄	经营面积	物业	定位
苏州金鸡湖天虹	2009-4-24	1.28	50912	租赁	城市中心店
北京宣武天虹	2009-4-25	1.28	22000	租赁	城市中心店
南昌红谷天虹	2009-9-4	0.92	20000	租赁	社区购物中心
惠州惠阳天虹	2009-9-12	0.90	27500	租赁	社区购物中心
杭州萧山天虹	2009-12-17	0.64	17800	租赁	社区购物中心
东莞黄江天虹	2010-4-24	0.28	20400	租赁	社区购物中心
北京国展天虹	2010-4-29	0.27	20000	租赁	社区购物中心

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（3）上半年期间费用率为 15.89%，同比下降 1.06 个百分点。其中销售费用率为 14.22%，同比下降 1.19 个百分点，管理费用率为 1.67%，同比上升 0.27 个百分点。相比同业，公司较高的销售费用率和较低的管理费用率结构主要原因是其门店多为租赁，截至 2010 年上半年，公司 88.94 万平米的总经营面积中，租赁经营面积为 85.08 万平米，占比高达 95.66%。而公司销售费用率同比有所下降，一定程度表明公司新开门店的租赁费用支出依然得到较好控制。

（4）下半年经营展望。公司表示，2010 年下半年将通过加快跨区域拓展、发展电子商务业务、进一步提升商品和营销有效性、持续推进管理创新等措施，以实现公司年度经营目标。

根据公司此前公告，公司后续仍将有多家门店开出，其中 2010 年下半年将有合计 12.65 万平米面积的 4 家门店陆续开业。其中东莞厚街盈丰广场店已于 8 月 5 日开业。新门店将在给公司贡献增量收入的同时，短期增加 2010 年下半年费用支出（参见表 3）。

表 3 天虹商场 2010 年 7 月公告的签约门店项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	面积（万平米）	开业时间
1	龙岗东晟时代花园店	未定	1.66	未定
2	东莞厚街盈丰广场	4530	5.00	2010 下半年
3	湖州爱山广场	3072	2.78	2010 下半年
4	溧阳平陵广场	3093	2.40	2010 下半年
5	横岗信义	4088	2.47	2010 下半年
6	泉州世纪嘉园	2513	2.45	2011 年末
7	苏州木渎新华商业广场	2654	3.90	2012 年中
8	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3039	3.30	2012 年
9	总部大楼建设	88800	3.96/8.00	2012 年底
合计		111790	27.92	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表4是我们对公司的单季度合并损益表分析。表5是我们更新后的合并损益表预测。

表4 天虹商场单季度损益表分析

	1Q2009	2Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	203683	169743	266911	214014	373425	480925
同比增长 (%)			31.04	26.08		28.79
营业总成本(万元)	188271	161737	248728	201610	350008	450338
营业成本(万元)	157224	127986	209792	162024	285210	371816
营业成本/营业收入 (%)	77.19	75.40	78.60	75.71	76.38	77.31
营业税金及附加(万元)	855	652	1341	719	1506	2060
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.42	0.38	0.50	0.34	0.40	0.43
销售费用(万元)	27898	29660	33373	35015	57558	68388
销售费用/营业收入(%)	13.70	17.47	12.50	16.36	15.41	14.22
管理费用(万元)	1791	3436	3862	4178	5227	8041
管理费用/营业收入(%)	0.88	2.02	1.45	1.95	1.40	1.67
财务费用(万元)	503	14	359	-375	517	-15
资产减值损失(万元)	-1	-10	0	48	-11	48
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	15412	8006	18184	12403	23418	30587
同比增长 (%)			17.98	54.93		30.62
营业外收入(万元)	452	405	634	472	857	1106
营业外支出(万元)	50	86	67	139	135	206
利润总额(万元)	15815	8325	18751	12736	24140	31487
同比增长 (%)			18.57	52.98	!	30.44
所得税费用(万元)	3579	1893	4696	3548	5472	8244
有效所得税率 (%)	22.63	22.74	25.04	27.86	22.67	26.18
净利润(万元)	12237	6432	14056	9187	18668	23243
同比增长 (%)			14.87	42.85		24.51
净利润率 (%)	6.01	3.79	5.27	4.29	5.00	4.83
归属于母公司所有者的净利润(万元)	12237	6432	14056	9187	18668	23243
同比增长 (%)			14.87	42.85		24.51
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.306	0.161	0.351	0.230	0.467	0.581

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表5 天虹商场损益表盈利预测（2010年8月5日更新）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	686262	805727	1016410	1313048	1603919
同比增长 (%)	24.05	17.41	26.15	29.18	22.15
营业总成本(万元)	647858	760371	953481	1228826	1494623
营业成本(万元)	519531	620722	778964	1003678	1225214
营业成本/营业收入 (%)	75.70	77.04	76.64	76.44	76.39
营业税金及附加(万元)	3707	3450	4269	5515	6416
营业税金及附加/营业收入(%)	0.54	0.43	0.42	0.42	0.40
销售费用(万元)	108334	122364	152461	197614	238182
销售费用/营业收入(%)	15.79	15.19	15.00	15.05	14.85
管理费用(万元)	16170	12824	17279	21665	24861
管理费用/营业收入(%)	2.36	1.59	1.70	1.65	1.55
财务费用(万元)	28	997	508	355	-50
资产减值损失(万元)	88	14	0	0	0

非经营性净收益(万元)	0	0	0	2800	2800
营业利润(万元)	38404	45356	62928	87022	112097
同比增长 (%)	11.17	18.10	38.74	38.29	28.81
营业外收入(万元)	2001	1955	0	0	0
营业外支出(万元)	1082	250	0	0	0
利润总额(万元)	39323	47061	62928	87022	112097
同比增长 (%)	4.26	19.68	33.72	38.29	28.81
所得税费用(万元)	7962	11466	15732	21755	28024
有效所得税率 (%)	20.25	24.36	25.00	25.00	25.00
净利润(万元)	31361	35595	47196	65266	84073
同比增长 (%)	0.27	13.50	32.59	38.29	28.81
净利润率 (%)	4.57	4.42	4.64	4.97	5.24
归属于母公司所有者的净利润(万元)	31361	35595	47196	65266	84073
同比增长 (%)	2.44	13.50	32.59	38.29	28.81
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.784	0.890	1.180	1.631	2.101

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

天虹商场公告点评：超募资金用于新开门店，2011 年开始增厚业绩，首次中性 20100716

天虹商场新股研究：组合业态经营的全国扩张型连锁百货 20100514

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。