

天虹商场：外埠门店盈利值得关注

——2010 年中报点评

报告关键点：

- 中报业绩符合预期
- 由于零售板块估值中枢提升，公司的估值水平进入了可以关注的区间

报告摘要：

- 基本情况：**公司中期营业收入48.09 亿元，同比增长28.79%；归属于上市公司股东的净利润2.32 亿元，同比增长24.51%。中期每股收益0.58元，公司预计前三季度归属于上市公司股东的净利润增长20%-40%。
- 分地区外埠门店收入增量明显：**分地区来看，深圳本埠的销售收入增长18.86%，毛利率为22.81%，下降了一个点左右；随着深圳市场布店日渐饱和，公司2007年以来加快了外埠开店的进度，外埠门店中期销售增长55.51%。
- 今年新开6-8家店，上半年2家：**报告期内公司新开了东莞黄江天虹、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。根据前期公告，超募资金投资的东莞厚街天虹、湖州爱山广场、溧阳平陵广场、深圳横岗信义天虹将于2010年下半年开业。公司未来的开店计划为每年6-8家门店。
- 新开外埠门店拖低整体毛利率：**中期公司的综合毛利率下降了0.9个百分点，主要为主营业务百货毛利率下降了3.61个百分点，我们认为主要是2009年新开的外部大量门店收入占比提升拖低了整体毛利率所致。
- 公司盈利模式和战略的跨区域布点复制能力还有待验证：**深圳地区门店盈利能力较强，未来增长取决于可以开店的空间；目前公司的对外扩张中，在厦门、东莞盈利情况较好；2006年-2007年开业的5家门店，到2009年年底有4家仍然亏损。我们认为公司的跨区域分散布点战略（百货+超市+X）是否能够在各地成功复制获得可观的盈利还有待观察。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2010年、2011年、2012年每股收益分别为1.19元、1.55元、1.97元，目前股价为37.72元，对应PE分别为32倍、24倍和19倍，因零售板块因近期涨幅较大，公司的估值相对已经进入合理区间，给予公司增持-B 的投资评级，给予6个月目标价44元，对应2011年28倍PE。

评级：
增持-B

上次评级：

目标价格：44.00 元

期限：6 个月 上次预测：

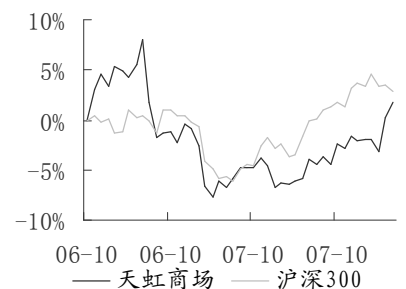
现价：37.72 元

报告日期：2010-08-05

市场数据

总市值(百万元)	15,091.77
流通市值(百万元)	1,511.82
总股本(百万股)	400.10
流通股本(百万股)	40.08
12 个月最高/最低	33.36/40.25 元
十大流通股东 (%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.32)	7.89	25.57
绝对收益	8.14	1.78	1.78

研究员

储丽雯
行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

证书编号

S1450210010311

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,862.6	8,057.3	10,339.1	12,686.1	15,249.9
Growth(%)	24.1%	17.4%	28.3%	22.7%	20.2%
净利润	313.6	356.0	476.0	621.5	788.8
Growth(%)	2.4%	13.5%	33.7%	30.6%	26.9%
毛利率(%)	24.3%	23.0%	23.5%	23.6%	23.7%
净利润率(%)	4.6%	4.4%	4.6%	4.9%	5.2%
每股收益(元)	0.78	0.89	1.19	1.55	1.97
每股净资产(元)	1.72	2.26	7.47	8.71	10.29
市盈率	48.1	42.4	31.7	24.3	19.1
市净率	22.0	16.7	5.1	4.3	3.7
净资产收益率(%)	45.6%	39.4%	15.9%	17.8%	19.2%
ROIC(%)	-38.9%	-33.8%	-44.9%	-61.2%	-126.0%
EV/EBITDA	25.6	21.4	15.7	12.2	9.6
股息收益率	0.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%

前期研究成果

天虹商场：商品组合能力较强的综合业态百货公司

2010-05-14

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-6

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,862.6	8,057.3	10,339.1	12,686.1	15,249.9	成长性					
减: 营业成本	5,195.3	6,207.2	7,912.5	9,693.4	11,629.6	营业收入增长率	24.1%	17.4%	28.3%	22.7%	20.2%
营业税费	37.1	34.5	48.6	63.4	68.6	营业利润增长率	11.2%	18.1%	39.1%	31.4%	26.8%
销售费用	1,083.3	1,223.6	1,581.9	1,915.6	2,282.9	净利润增长率	2.4%	13.5%	33.7%	30.6%	26.9%
管理费用	161.7	128.2	152.0	180.1	218.1	EBITDA 增长率	10.4%	17.4%	34.3%	27.5%	24.0%
财务费用	0.3	10.0	7.5	5.5	0.5	EBIT 增长率	7.6%	20.6%	37.7%	30.7%	26.0%
资产减值损失	0.9	0.1	6.1	-0.3	-0.3	NOPLAT 增长率	-1.2%	16.6%	31.6%	29.9%	26.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.4%	-0.8%	-4.8%	-38.7%	-51.8%
投资和汇兑收益	-	-	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	25.6%	31.4%	230.7%	16.6%	18.1%
营业利润	384.0	453.6	630.7	828.5	1,050.7	利润率					
加: 营业外净收支	9.2	17.1	1.0	-1.0	1.0	毛利率	24.3%	23.0%	23.5%	23.6%	23.7%
利润总额	393.2	470.6	631.7	827.5	1,051.7	营业利润率	5.6%	5.6%	6.1%	6.5%	6.9%
减: 所得税	79.6	114.7	155.6	206.0	262.9	净利润率	4.6%	4.4%	4.6%	4.9%	5.2%
净利润	313.6	356.0	476.0	621.5	788.8	EBITDA/营业收入	6.5%	6.5%	6.8%	7.1%	7.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.6%	5.8%	6.2%	6.6%	6.9%
货币资金	1,553.7	1,698.2	3,697.0	3,695.0	3,923.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	36	29	22	20	21
应收帐款	155.2	175.4	257.5	411.0	417.8	流动营业资本周转天数	-92	-94	-80	-64	-51
应收票据	-	-	-	83.4	100.3	流动资产周转天数	93	99	124	138	125
预付帐款	126.6	320.9	375.1	384.8	495.7	应收帐款周转天数	1	1	3	5	5
存货	198.0	204.6	378.0	475.0	578.5	存货周转天数	9	9	10	12	12
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	146	156	178	189	175
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-50	-48	-36	-23	-11
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	45.6%	39.4%	15.9%	17.8%	19.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.3%	9.0%	7.6%	8.8%	10.1%
固定资产	663.2	644.2	603.5	840.3	969.8	ROIC	-38.9%	-33.8%	-44.9%	-61.2%	-126.0%
在建工程	-	0.7	1.0	1.2	1.3	费用率					
无形资产	49.6	525.0	545.3	615.4	710.6	销售费用率	15.8%	15.2%	15.3%	15.1%	15.0%
其他非流动资产	297.3	364.3	404.7	507.5	585.9	管理费用率	2.4%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%
资产总额	3,043.6	3,933.3	6,282.1	7,033.6	7,803.5	财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.1%	16.9%	16.8%	16.6%	16.4%
应付帐款	1,064.4	1,357.2	1,440.3	1,555.1	1,591.8	偿债能力					
应付票据	10.1	13.6	21.7	26.6	31.9	资产负债率	77.4%	77.0%	52.5%	50.5%	47.3%
其他流动负债	1,281.9	1,626.6	1,875.0	2,019.6	2,138.5	负债权益比	342.9%	335.5%	110.3%	101.9%	89.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.86	0.79	1.43	1.42	1.50
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.78	0.72	1.31	1.29	1.34
负债总额	2,356.4	3,030.1	3,295.0	3,549.3	3,688.2	利息保障倍数	1,372.87	46.48	85.09	151.63	2,102.42
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	350.0	350.0	400.1	400.1	400.1	DPS(元)	-	0.35	0.24	0.31	0.39
留存收益	337.2	553.2	2,587.0	3,084.2	3,715.2	分红比率	0.0%	39.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	687.2	903.2	2,987.1	3,484.3	4,115.3	股息收益率	0.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	313.6	356.0	476.0	621.5	788.8	EPS(元)	0.78	0.89	1.19	1.55	1.97
加: 折旧和摊销	141.7	153.5	173.4	184.5	178.3	BVPS(元)	1.72	2.26	7.47	8.71	10.29
资产减值准备	0.9	0.1	6.1	-0.3	-0.3	PE(X)	48.1	42.4	31.7	24.3	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.0	16.7	5.1	4.3	3.7
财务费用	-	-	-	7.5	5.5	P/FCF	25.6	43.5	35.6	66.9	32.5
投资收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	2.2	1.9	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	25.6	21.4	15.7	12.2	9.6
营运资金的变动	282.2	692.6	783.4	685.3	816.5	CAGR(%)	25.6%	30.4%	27.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	740.9	1,169.1	1,446.3	1,496.3	1,783.6	PEG	1.9	1.4	1.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-177.1	-884.6	58.1	101.1	-1.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-172.3	-155.4	1,600.4	-129.8	-158.3	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

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

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：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034