



批零贸易业/可选消费品

天虹商场 (002419)

兼具内生与外延的高成长百货类公司

——天虹商场 (002419) 2010 年报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880511010042

本报告导读:

公司经营如预期般良好, 是 A 股少数兼具内生与外延的高成长百货类公司之一, 维持目标价 58.5 元和增持评级。

投资要点:

- 2010 年公司营业收入 101.74 亿元, 同比增长 26.28%, 实现净利润 4.85 亿元, 同比增长 36.25%, 对应发行后股本 EPS 为 1.21 元。
- **利润分配预案:** 公司拟向全体股东每 10 股派发现金 6 元并送 5 股(含税), 转增后, 公司资本公积金由 19.2 亿元减少为 17.2 亿元, 公司总股本将由 40010 万股增加至 80020 万股。
- 截至 2010 年底, 公司已进入深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、苏州、北京等 12 个城市, 拥有“天虹”直营连锁百货商场 39 家, 营业面积达 98 万多平方米; “君尚”直营门店 1 家, 营业面积 3.78 万平方米; 此外, 公司管理 3 家特许加盟店。2011 年 2 月 22 日公司公告公司以 100 万元收购深圳公明店, 该店由加盟店转为直营店。
- 天虹每年 8-10 家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点, 而公司在重视收益管理的同时, 新店边际收益的不断提升将会是公司利润高速增长的有利保证。改造后的君尚百货(原购物广场)定位高端, 位置优越, 重新开业后在品牌档次上了一个台阶, 预计将对公司 2011 年及以后收入带来巨大贡献。
- 我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 129/159/195 亿元, 增速分别为 27%/23%/22%; 归属母公司股东的净利润为 6.67/8.67 亿元, 增速分别为 37%/30%/26%; 对应每股收益 1.67/2.17/2.72 元。公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业, 拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励, 又处在高速成长期, 理应享受一些溢价, 给予 2011 年 35 倍市盈率, 维持目标价 58.5 元和增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,057	10,174	12,947	15,941	19,475
(+/-)%	17%	26%	27%	23%	22%
经营利润 (EBIT)	464	616	801	1,063	1,347
(+/-)%	20%	33%	30%	33%	27%
净利润	356	485	667	867	1,089
(+/-)%	14%	36%	37%	30%	26%
每股净收益 (元)	1.02	1.21	1.67	2.17	2.72
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.60	1.00	1.50

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	5.8%	6.1%	6.2%	6.7%	6.9%
净资产收益率(%)	39.4%	14.7%	17.8%	20.6%	23.2%
投入资本回报率(%)	38.8%	14.1%	15.7%	18.5%	20.9%
EV/EBITDA	22.4	16.5	13.6	9.4	6.5
市盈率	43.6	36.6	26.6	20.5	16.3
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.4%	2.3%	3.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 58.50

上次预测: 58.50

当前价格: 44.38

2011.03.01

交易数据

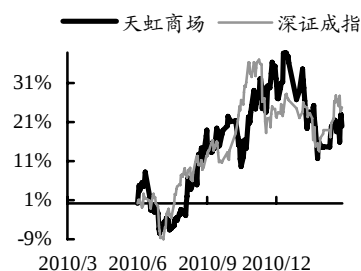
52 周内股价区间 (元)	33.36-52.55
总市值 (百万元)	17,756
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/50
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	13%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	38

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,148
每股净资产	7.87
市净率	5.7
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.40	0.53
Q2	0.26	0.36
Q3	0.24	0.31
Q4	0.31	0.47
全年	1.21	1.67

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	-12%	0%
相对指数	-6%	-12%	-2%

相关报告

- 《北有王府井, 南有天虹》
2010.11.16
- 《天虹商场公司 2010-11-03 调研提纲》
2010.11.02
- 《区域内具备优势的百货龙头企业》
2010.05.14

模型更新时间: 2011.02.27

股票研究

可选消费品
批零贸易业

天虹商场 (002419)

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 58.50

上次预测:

当前价格: 44.38

公司网址

www.rainbow.cn

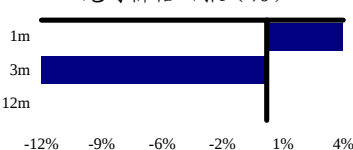
公司简介

公司是国内著名的连锁百货企业,国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。公司主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务,经营百货业逾 25 年,先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 35 家直营连锁百货商场,还以特许经营方式管理 2 家商场,在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式,提高了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用。公司已连续 8 年入选中国连锁百强企业,是深圳和广东地区销

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	8,057	10,174	12,947	15,941	19,475	22,802	26,246
营业成本	6,207	7,832	9,984	12,320	15,079	17,676	20,364
税金及附加	34	48	59	74	89	105	121
销售费用	1,224	1,487	1,877	2,228	2,668	3,055	3,438
管理费用	128	191	227	255	292	319	341
EBIT	464	616	801	1,063	1,347	1,646	1,982
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	10	-6	-97	-109	-130	-161	-196
营业利润	454	622	899	1,173	1,477	1,808	2,178
所得税	115	156	247	321	403	492	592
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	356	485	667	867	1,089	1,330	1,601
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,698	4,453	5,013	5,635	7,103	8,592	10,551
其他流动资产	0	10	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	645	1,092	1,955	2,732	3,136	3,193	3,215
无形及其他资产	866	958	959	960	961	962	963
资产合计	3,933	7,150	8,771	10,266	12,444	14,069	16,367
流动负债	3,030	3,840	5,034	6,059	7,745	8,836	10,528
非流动负债	0	0	1	3	6	10	15
股东权益	903	3,310	3,737	4,204	4,693	5,223	5,824
投入资本(IC)	903	3,310	3,738	4,207	4,699	5,233	5,839
现金流量表							
NOPLAT	351	466	585	776	983	1,202	1,447
折旧与摊销	154	192	138	224	297	344	379
流动资金增量	420	902	751	771	1,181	812	1,177
资本支出	-885	-429	-987	-987	-687	-387	-387
自由现金流	39	1,132	486	784	1,774	1,971	2,616
经营现金流	1,169	1,262	1,546	1,847	2,552	2,472	3,142
投资现金流	-885	-429	-987	-987	-687	-387	-387
融资现金流	-155	1,923	1	-238	-397	-596	-795
现金流净增加额	129	2,756	560	622	1,468	1,489	1,960
财务指标							
成长性							
收入增长率	17.4%	26.3%	27.3%	23.1%	22.2%	17.1%	15.1%
EBIT 增长率	20.4%	32.9%	30.0%	32.7%	26.6%	22.3%	20.4%
净利润增长率	13.5%	36.3%	37.5%	30.0%	25.6%	22.1%	20.3%
利润率							
毛利率	23.0%	23.0%	22.9%	22.7%	22.6%	22.5%	22.4%
EBIT 率	5.8%	6.1%	6.2%	6.7%	6.9%	7.2%	7.6%
净利润率	4.4%	4.8%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.1%
收益率							
净资产收益率(ROE)	39.4%	14.7%	17.8%	20.6%	23.2%	25.5%	27.5%
总资产收益率(ROA)	9.0%	6.8%	7.6%	8.4%	8.8%	9.5%	9.8%
投入资本回报率(ROIC)	38.8%	14.1%	15.7%	18.5%	20.9%	23.0%	24.8%
运营能力							
存货周转天数	12	12	13	13	13	13	13
应收账款周转天数	1	1	1	1	1	1	1
总资产周转天数	158	199	224	17	20	13	16
净利润现金含量	3.28	2.60	2.32	2.13	2.34	1.86	1.96
资本支出/收入	11%	4%	8%	6%	4%	2%	1%
偿债能力							
资产负债率	77.0%	53.7%	57.4%	59.0%	62.3%	62.9%	64.4%
净负债率	-188.0%	-134.5%	-134.1%	-134.0%	-151.2%	-164.3%	-180.9%
估值比率							
PE	43.6	36.6	26.6	20.5	16.3	13.3	11.1
PB	17.2	5.4	4.8	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	22.4	16.5	13.6	9.4	6.5	4.6	3.1
P/S	1.9	1.7	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率	0.0%	0.0%	1.4%	2.3%	3.4%	4.5%	5.6%

绝对价格回报 (%)



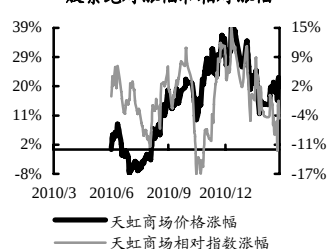
52 周价格范围

33.36-52.55

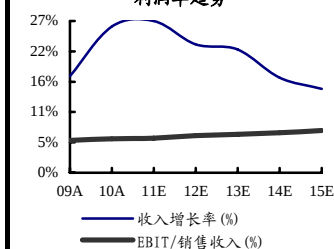
市值 (百万)

17,756

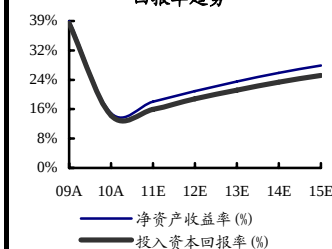
股票绝对涨幅和相对涨幅



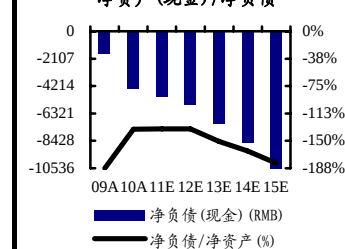
利润率趋势



回报率趋势



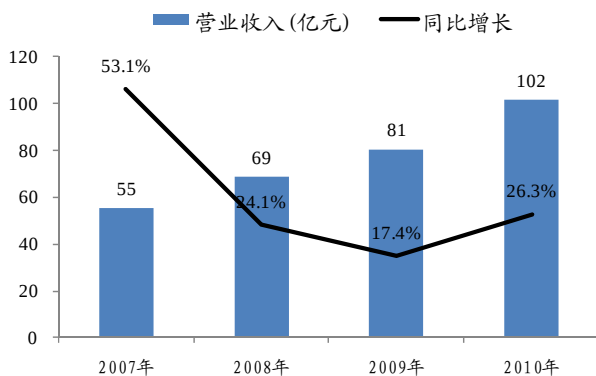
净资产 (现金)/净负债



1. 2010 年收入、利润快速增长

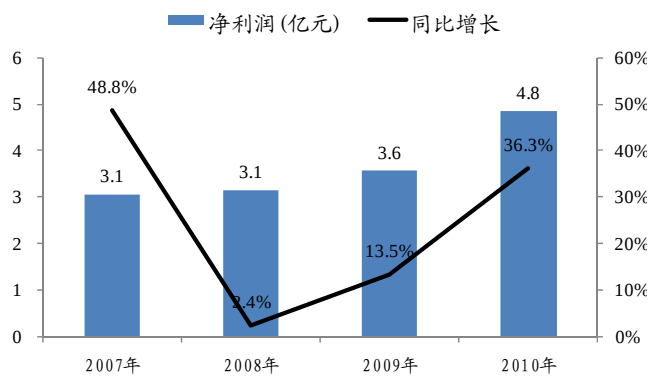
- 2010 年公司营业收入 101.74 亿元，同比增长 26.28%，实现净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，对应发行后股本 EPS 为 1.21 元。

图 1: 公司收入增长情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

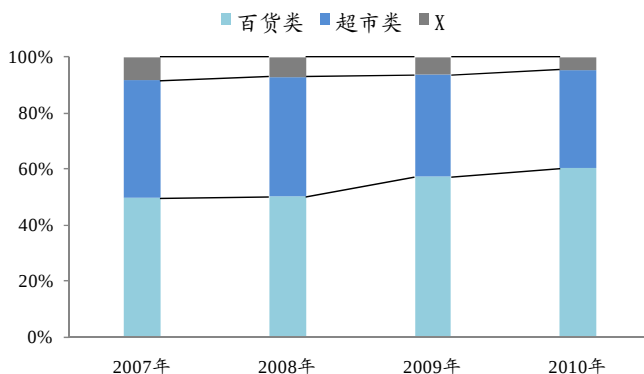
图 2: 公司利润增长情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

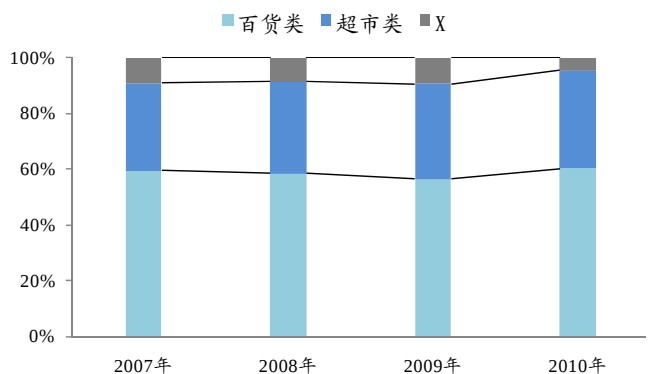
- 公司收入构成中，百货增长迅速，超市稳步上升，X 类有所萎缩。2010 年公司百货收入实现 60.02 亿元，同比增长 30.7%，占总收入的 59%；超市收入实现 35.07 亿元，同比增长 18.8%；X 类收入实现 4.78 亿元，较去年同期下降 6.9%。

图 3: 公司收入贡献情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

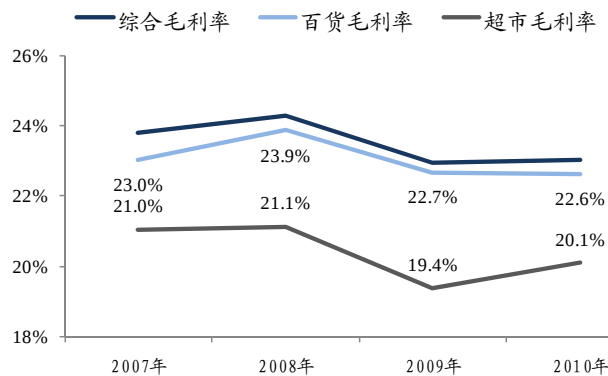
图 4: 公司毛利贡献情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

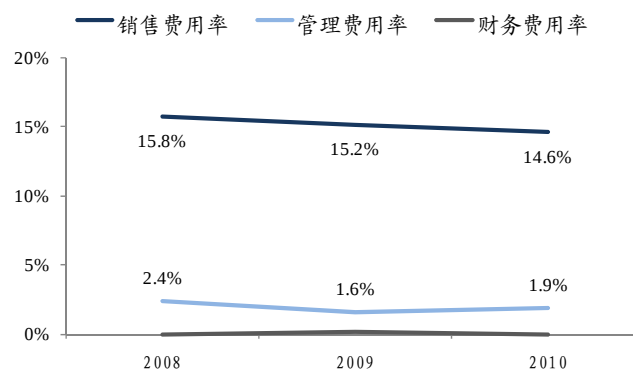
- 综合、各类毛利率保持平稳:** 2010 年公司综合毛利率 23.02%，同比增长 0.06 个百分点，其中百货毛利率 22.6%，下降 0.1 个百分点，超市毛利率 20.1%，上升 0.7 个百分点。
- 费用率有所下降:** 2010 年公司费用率保持下降趋势，销售费用率 14.6%，同比下降 0.6 个百分点；管理费用率由于上市费用上升了 0.3 个百分点达到 1.9%，财务费用率由于募集资金的利息，获得了利息收入。

图 5: 公司毛利率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 公司费用率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

- 利润分配预案:** 公司拟向全体股东每 10 股派发现金 6 元并送 5 股 (含税), 转增后, 公司资本公积金由 19.2 亿元减少为 17.2 亿元, 公司总股本将由 40010 万股增加至 80020 万股。

2. 公司不断签约新店, 支撑未来业绩持续高增长

截至 2010 年底, 公司已进入深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、苏州、北京等 12 个城市, 拥有“天虹”直营连锁百货商场 39 家, 营业面积达 98 万多平方米; “君尚”直营门店 1 家, 营业面积 3.78 万平方米; 此外, 公司管理 3 家特许加盟店。2011 年 2 月 22 日公司公告公司以 100 万元收购深圳公明店, 该店由加盟店转为直营店。

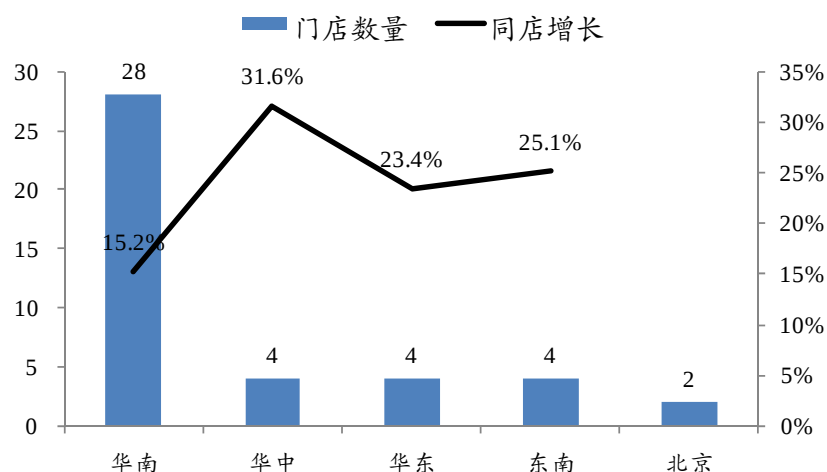
表 1: 2010 年公司新开门店情况一览

门店	位置	开业时间
东莞黄江天虹	广东省东莞市	2010/4/24
北京国展	北京市朝阳区	2010/4/29
深圳公明	深圳市宝安区	2010/4/30
东莞厚街天虹	广东省东莞市	2010/8/6
湖州天虹	浙江省湖州市	2010/12/21
深圳横岗	深圳市龙岗区	2010/12/25

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

目前公司 42 家门店中, 华南 (包括深圳、东莞、惠州), 华中、华东、华南、北京分别拥有 28、4、4、4、2 家门店; 华南区以外, 公司门店多属于新开门店, 同店收入增长较快。

图 7: 公司门店布点与同店增速情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司上市后，在募投项目计划投资的门店外，又陆续公告了十余家门店扩张计划，这些门店将会在 2011 至 2013 年陆续开业，并成为公司未来业绩持续高速增长的主要基石。

表 2: 公司上市后计划扩张门店一览

公告日期	门店	投资额 (万元)	建筑面积 (m ²)	预计开业 时间	项目 租金	备注
2010/5/18	东莞威尼斯广场(自有物业)	40428	40100			
	深圳国贸天安商场商业物业	6768	21220+14478			城市中心店
	长沙 BOBO 天下城项目	5053	30000			社区购物中心
	苏州金鸡湖项目	8200	50912			社区购物中心
	北京朗琴国际项目	6545	22000			城市中心店
	惠州惠阳锦江国际项目	6476	27500			城市中心店
	南昌红谷滩项目	5110	20000			社区购物中心
2010/6/26	杭州萧山柠檬公寓项目	4201	17800			社区购物中心
	浙江金华市世贸中心广场(加盟店)	-	24000			
	深圳龙岗区东晟时代花园	11002	16629		11002	含 20 年租金和物业管理费
2010/7/16	东莞厚街盈丰广场	4530	49600	2010/8/6		装修,新购设备
	湖州爱山广场	3072	27800	2010/12/21		装修,新购设备
	常州溧阳平陵广场	3093	24000	2011 年		装修,新购设备
	深圳横岗信义	4088	24700	2010/12/25		装修,新购设备
	泉州世纪嘉园	2513	24500	2011 年末		装修,新购设备
	苏州木渎新华商业广场	2654	39000	2012 年中		装修,新购设备
	绍兴柯桥蓝天影视文化	3039	33000	2012 年		装修,新购设备

中心项目						
2010/8/21	株洲银天商业广场		33552	2013 年	40866	含 20 年租金和设备使用费
2010/8/21	娄底万豪城市广场		33000	2012 年	28424	含 20 年租金、设备使用费和物业管理费
2010/9/16	福州新世纪广场 (加盟店)		19120	N.A.		10 年,福建鸿图使用其特许经营体系,
2010/10/13	南昌京东国际购物广场		30000	2012 年	17507	含 20 年租金和设备使用费
2010/11/2	江西吉安市原“人民大会堂”地块		17062(土地面积)		4994	地块建设商场
2010/11/8	绍兴县蓝天商业中心项目		30000		20245	含 20 年含租金和物业管理费
2010/11/16	四川成都武侯区莱蒙置地广场	3358	30500		43369	含 20 年租金和物业管理费
2010/11/18	青岛诺德广场	4037	47000		53571	含 20 年租金和物业管理费
2010/12/3	东莞虎门镇金洲社区地标广场		38000		35419	含 20 年租金
2011/1/11	江西赣州市中航城九方购物中心		25000		25860	含 20 年租金和商业服务费
2011/1/11	苏州狮山路与塔园路	2511	22000		28894	含 20 年租金和商业服务费
2011/1/22	苏州吴中区新华商业广场		39000		32000	含 20 年租金
2011/2/22	深圳公明(加盟转直营)	100 万收回	38000	2010/4/30	33635	含租金和物业管理费

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3. 盈利预测及投资评级:

我们假设 2011 至 2013 年:

- 公司新开门店分别为 8/9/10 家;
- 老店同店增长 10%, 新店年收入为老店平均的 60%;
- 公司综合毛利率、管理费用率保持平稳, 销售费用率略有上升。

天虹每年 8-10 家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点, 而公司在重视收益管理的同时, 新店边际收益的不断提升将会是公司利润高速增长的有效保证。改造后的君尚百货 (原购物广场) 定位高端, 位置优越, 重新开业后在品牌档次上了一个台阶, 预计将对公司 2011 年及以后收入带来巨大贡献。

我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 129/159/195 亿元, 增速分别为 27%/23%/22%; 归属母公司股东的净利润为 6.67/8.67 亿元, 增速分别为 37%/30%/26%; 对应每股收益 1.67/2.17/2.72 元。公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业, 拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励, 又处在高速成长期, 理应享受一些溢价, 给予 2011 年 35 倍市盈率, 维持目标价 58.5 元和增持评级。

作者简介:**刘冰:**

S0880511010042

021-38676703

liubing6168@gtjas.com

汪睿（贡献作者）:

S0880110024644

021-38674657

wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士，毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部，先后从事餐饮旅游，商贸零售行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		