2011-06-02

批发和零售贸易

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

天虹商场 002419-SZ

适当提高自有物业比例，优势地区第七家门店

维持

买入

当前价格	20.45 元
目标价格	29.40 元
目标期限	6 个月

◇ 事件：公司公布在江西添置一处自有物业

◆公告梗概：

公司下属子公司深圳天虹置业与南昌联发置业签订协议，拟购置位于江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道附近联发广场 1F-4F 物业，总建筑面积 3.8 万平米，项目总成交金额含税为 31836 万元(不含税 30020 万元), 后续装修等金额 4298 万元，资金来源为自有资金。天虹商场同时设立南昌天虹置业有限公司，未来将承接深圳天虹置业所有权利与义务。

◆江西地区第七家门店，逐渐确立优势和规模：

此次公司公告门店为江西第七家门店，从 2010 年年报来看，南昌现有三家门店的合计净利润首次扭亏为盈（2009/10 年南昌天虹净利润分别为-1190/1978 万元，见附表 3），验证了我们去年 11 月 3 日点评江西省第五家门店时的观点，公司勇于在江西地区加密和频繁布局，是建立在该区域盈利情况趋好的整体形势下作出的布局。公司未来希望江西地区，成为继厦门、东莞、惠州等盈利能力较强的外省地区之后公司新的利润贡献区域，因此在优势地区加密布局，建立区域门店群是目前有效益前提下协同扩张最好的外延扩张策略。

◆适当提高自有物业比例，增强未来租金上涨压力：

截至 2011 年 4 月底，公司已营业面积约 108 万平米（1Q2011 的 104.28 万平米+2011 年 4 月 30 日 3.8 万平米深圳公明加盟店转为直营店），自有物业仅有深南天虹新店及厦门大西洋两家，自有物业比例 3.6%。而目前已公告 20 多家新开门店中含四家自有物业门店（东莞威尼斯、深圳总部、江西吉安店以及此次公告的南昌联发店），由于东莞和吉安店尚未公布具体面积，我们初步估计新门店中自有物业比例约在 20%左右，门店均为近 4 万平米的大店，未来对于租金上涨的压力将得到一定的缓解。此外我们发现公司自有物业的区域，均为盈利正收益的区域（深圳、厦门、东莞、江西），因此亦可映射出公司在江西地区的品牌度以及规模优势已经在利润上有所体现。

◆维持买入评级，购物卡对于天虹影响不大：

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.84/1.13/1.48 元的预测，以 2010 年为基期未来三年 CAGR 为 34.8%，六个月目标价 29.40 元，对应 2011 年 35 倍市盈率。我们认为外延扩张积极且盈利能力维持稳健增速的百货公司，可以给予一定的估值溢价。此外今年上半年公司新开门店较少，因此我们认为 1H2011 的中报在没有大量新门店资本开支的前提下，高业绩增长应是大概率事件。同时市场目前较为担忧的购物卡问题，由于天虹发卡大多为千元以下面值的小额卡，因此影响不大，维持买入评级，建议投资者逢低积极配置。

◆风险分析：

外延扩张时人才管理风险及租金上涨风险，新开门店培育期延长超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,057	10,174	13,090	16,648	20,823
营业收入增长率	17.41%	26.28%	28.65%	27.18%	25.08%
净利润（百万元）	356	485	671	903	1,188
净利润增长率	13.50%	36.25%	38.36%	34.63%	31.50%
EPS（元）	0.44	0.61	0.84	1.13	1.48
ROE（归属母公司)	39.41%	14.65%	17.94%	20.33%	22.16%
P/E	46	34	24	18	14
P/B	18	5	4	4	3
EV/EBITDA	15	14	16	12	9

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

（执业证书编号：S0930510120009）

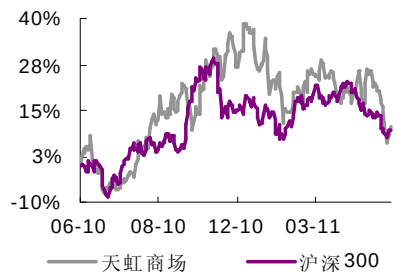
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	800
总市值(百万元)	16,364
流通比例(%)	20.47%
12 个月最高/最低（元）	52.55/18.71
近 3 月日均成交量(百万股)	1.23
主要股东	中国航空技术深圳有限公司

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.41	-1.09	4.14
绝对收益	-5.02	-10.28	11.85

相关报告：

天虹商场：不抛弃不放弃，租赁北京第三家门店----公司公告点评 2011-05-11

天虹商场：业绩超预期，用“两只脚走路”的连锁百货---1Q2011 季报点评 2011-04-26

天虹商场：主战场租赁新门店，延续强势外延扩张路线----公司公告点评 2011-04-07

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表 1：公司未来外延扩张极为积极

天虹门店未来储备门店（含非百货/超市项目）情况（2011/06/02 更新，**阴影处为江西未来将开业的第 4-7 家门店公告**）

序号	项目名称	投资总额（万元）	租赁总额（万元）	面积（万平米）	开业时间	备注
2010-5-18 招募说明书	东莞威尼斯广场(自有物业）	40428	4.01	N.A.		**自有物业**
2010年6月26日公告	金华世贸中心广场（加盟店）	N.A.	N.A.	2.40	N.A.	加盟期10年
2010年7月13日公告	龙岗东晟时代花园 1F-3F	N.A.	11002	1.66	未定	租期房产交付后20年
2010年7月16日公告						
1	东莞厚街盈丰广场	4530.2	N.A.	4.96	2010年8月5日	
2	湖州爱山广场	3072	N.A.	2.78	2010年9月30日	
3	深圳横岗信义 湛宝大厦 1F-4F	4088	N.A.	2.47	2010年12月25日	
4	常州溧阳平陵广场	3093	N.A.	2.40	2011年1月18日	
5	泉州世纪嘉园 B1，1F-4F	2513.4	N.A.	2.45	2011年末	
6	苏州木渎新华商业广场 B1-5F	2654	32000	3.90	2012年中	2011年1月21日签约
7	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3039	20200	3.30	2012年	
8	总部大楼旗舰店	88800	N.A.	3.96	2012年底	**自有物业**
2010-8-21 公告						
1	株洲银天商业广场	N.A.	40866	3.36	2012或2013	20年租期
2	娄底万豪城市广场	N.A.	28424	3.30	2012	商场开业起20年
2010-9-16 公告	永安新世纪广场（加盟店）	N.A.	N.A.	1.91	2011年1月16日	加盟期10年
2010-9-29 公告	青岛诺德广场 B1-4F	4037	53571	4.70	2012	是中心店，租期开业起20年
2010-10-13 公告	江西南昌京东购物广场	N.A.	17507	3.00	2012或2013	租期房产交付后20年
2010-11-3 公告	江西吉安市原“吉安市人民大会堂”土地	4994.05	----	1.7（土地面积）	2012	**土地使用期40年**
2010-11-9 公告						
1	浙江绍兴县蓝天商业中心项目 B1 至 4F 层部分面积	N.A.	20245	3.00	2011年底或2012	开业起20年

2	东莞市虎门镇东南角地标广场项目1F至3F	4648	35419	3.80	2011年底	房产交付起20年
3	成都市武侯区莱蒙质地广场B1至6F物业	3358	43369	3.00	2012	租赁20年
2010-12-9公告	威海市东城国际项目B1至4F（加盟店）	N.A.	N.A.	3.48	N.A.	加盟期3年，2011年1月21日签约
2011-01-13公告						
1	江西省赣州市章江新区翠微路与长征大道交汇处	N.A.	25860	2.50	N.A.	租期为开业后20年
2	苏州市狮山路与塔园路交汇处东南角新地项目	2511	28893.76	2.20	N.A.	租期为开业后20年
2011-03-19公告	岳阳市岳阳楼区东茅岭中航国际广场(岳阳汇泽大厦)裙楼B1-4F	2892	20877	1.85	N.A.	租期为租赁交付后20年
2011-04-06公告	深圳振业星海商业广场B1-3F	N.A.	28882	1.90	N.A.	租期为租赁交付后15年
2011-05-12公告	北京朝阳区湖景东路7/9/11号新奥购物中心部分物业	5629	96865	3.70	N.A.	20年租期
2011-06-03公告	江西省南昌市红谷中大道连发广场1F-4F	4298	31836[1]	3.80	N.A.	**自有物业**

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：南昌现有三家门店经营情况趋好

2007-2009年度南昌现有三家门店经营情况

公司/门店	成立时间	店龄/年	营面/平米	物业	经营期限	类型	单位/万元	2007	2008	2009
江大天虹	2002/06/14	8.92	13000	租赁	2017/06	社区店	营业收入	10072.39	11569.37	11469.83
							营业利润	435.75	845.05	587.43
中山天虹	2007/04/19	4.08	54378.67	租赁	2022/04	城市店	营业收入	5545.47	18669.25	23155.83
							营业利润	-2472.43	-1380.81	-1058.04
红谷天虹	2009/09/04	1.67	20000	租赁	2028/12	社区店	营业收入	N.A.	N.A.	2873.03
							营业利润	N.A.	N.A.	-228.48

资料来源：公司公告、光大证券研究所

[1] 31836万为含税金额，不含税为30020万元。

图表 3：南昌子公司经营情况趋好，2010 年首次盈利

2007-2010 年度南昌子公司净利润情况[2]

年份	2007	2008	2009	2010
净利润 万元	-2360.89	-515.98	-1189.94	1977.83

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：天虹商场经营情况持续向好

2008-1Q2011 天虹商场经营情况一览（2011/4/25 更新，阴影处为我们最为关心的内增数据）

	2008	2009	1Q2010	2010	1Q2011
门店总数（不含加盟）	30	35	35	40	42
当年净增门店数	3	5	0	5	2
营业面积 万平米	71.08	84.90	85.09	99.28	104.28
单店面积 平米	23693.36	24257.53	24312.78	24818.84	24828.57
营业面积增速%	9.28%	19.44%	N.A.	16.93%	22.55%
当年新增面积 平米	82153.90	138212.56	0	143740.18	48151.43
当年新增单店面积 平米	27384.63	27642.51	0	28748.04	24075.72
营业收入 亿元	68.63	80.57	26.69	101.74	35.87
营业收入增速%	24.05%	17.41%	31.04%	26.28%	34.38%
单店收入 万元	22875.39	23020.76	7626.04	25435.90	8540.19
单店收入同比增长%	15.78%	0.64%	**12.32%**	**10.49%**	**11.99%**
面积坪效 元/平米	9654.77	9490.15	3136.64	10248.63	3439.66
面积坪效同比增长%	13.52%	-1.71%	**9.76%**	**7.99%**	**9.66%**

资料来源：公司公告、光大证券研究所

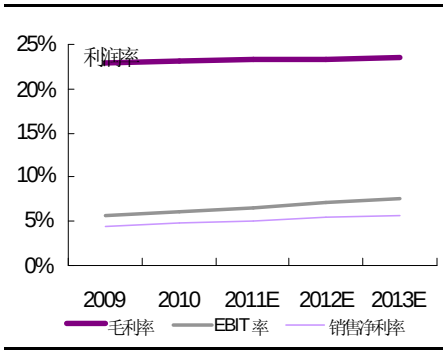
相关报告

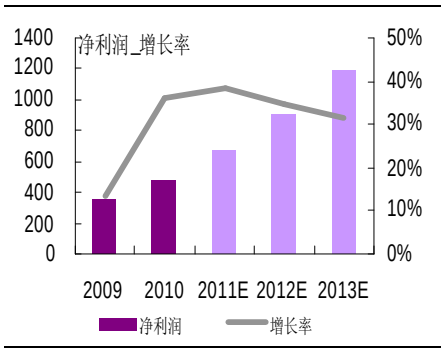
20100514 连锁百货的成功范例—IPO 询价报告
20100806 有激情、有梦想，终将厚积薄发---1H2010 天虹中报点评
20100916 优势地区加密布局，弱势地区精密选址—天虹商场公告点评
20100920 因人成事，稳健而不失“野性”的白马---天虹商场公告简评
20100929 先天拥有“好爸爸”，后天关键靠自身--天虹商场公告简评
20101013 加速扩张彰显未来经营信心—天虹商场公告点评
20101025 待到山花烂漫时，她在丛中笑---天虹商场 2010 年三季报点评
20101103 自有物业再下一城、适度重资产利于长远---公司快评
20101109 外延加速扩张，门店日趋高举高打---公司公告简评
20101209 天虹商场：聚沙成塔，外延扩张能力可圈可点--公司公告点评
20110113 天虹商场：借大股东之力，加速布局二三线城市---公司公告点评
20110124 天虹商场：风物长宜放眼量，未来三年门店面积增幅超 50%----公司公告点评
20110222 天虹商场：开业当年即盈利，彰显深圳地区雄厚基础----公司公告点评
20110228 天虹商场：业绩符合预期，稳健经营是王道---2010 年年报点评

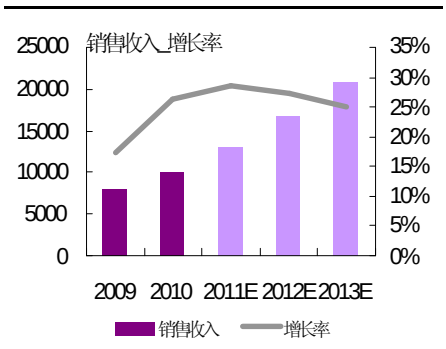
[2] 2007-2009 年南昌子公司净利润为已开业三家门店净利润之和，和南昌子公司实际净利润有所差异，但预计差异可以忽略不计。

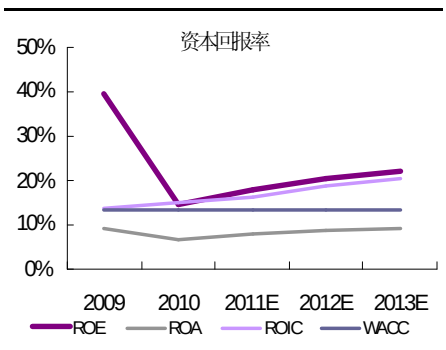
20110321 天虹商场：得益大股东鼎力支持，拟开设湘内第三家门店---公司公告点评
20110328 天虹商场：欲把“天虹”比西子，淡妆浓抹总相宜---公司业绩交流会点评
20110407 天虹商场：主战场租赁新门店，延续强势外延扩张路线---公司公告点评
20110426 天虹商场：业绩超预期，用“两只脚走路”的连锁百货---1Q2011 季报点评
20110511 天虹商场：不抛弃不放弃，租赁北京第三家门店----公司公告点评

财务报表及预测









利润表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**8,057**	**10,174**	**13,090**	**16,648**	**20,823**
营业成本	6,207	7,832	10,043	12,749	15,905
折旧和摊销	231	82	163	193	224
营业税费	154	192	65	83	104
销售费用	1,224	1,487	1,859	2,347	2,915
管理费用	128	191	236	283	333
财务费用	10	-6	-7	2	4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	**454**	**622**	**869**	**1,177**	**1,554**
利润总额	471	641	889	1,197	1,574
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**355.95**	**485.00**	**671.05**	**903.44**	**1,188.04**

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	**3,933**	**7,150**	**8,611**	**10,534**	**12,721**
流动资产	2,399	5,061	6,325	8,040	10,051
货币资金	1,698	4,453	5,498	6,992	8,745
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	25	31	41	52	65
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	151	161	224	285	356
存货	205	290	352	446	557
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	644	1,090	1,294	1,481	1,647
无形资产	525	527	500	475	451
总负债	**3,030**	**3,840**	**4,870**	**6,090**	**7,361**
无息负债	3,030	3,840	4,655	5,776	7,008
有息负债	0	0	215	315	352
股东权益	**903**	**3,310**	**3,741**	**4,443**	**5,360**
股本	350	400	800	800	800
公积金	142	2,060	1,727	1,818	1,912
未分配利润	411	850	1,213	1,825	2,648
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	**1,169**	**1,262**	**1,462**	**1,998**	**2,391**
净利润	356	485	671	903	1,188
折旧摊销	231	82	163	193	224
净营运资金增加	49	-14	629	595	779
其他	533	709	-1	307	200
投资活动产生现金流	**-885**	**-429**	**-400**	**-400**	**-400**
净资本支出	885	429	400	400	400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,769	-858	-800	-800	-800
融资活动现金流	**-155**	**1,923**	**-18**	**-104**	**-237**
股本变化	0	50	400	0	0
债务净变化	0	0	215	99	37
无息负债变化	674	810	816	1,121	1,233
净现金流	**129**	**2,756**	**1,044**	**1,494**	**1,753**

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	17.41%	26.28%	28.65%	27.18%	25.08%
净利润增长率	13.50%	36.25%	38.36%	34.63%	31.50%
EBITDA 增长率	17.32%	30.93%	84.68%	33.86%	29.88%
EBIT 增长率	20.61%	32.91%	82.32%	36.78%	32.12%
估值指标					
PE	46	34	24	18	14
PB	18	5	4	4	3
EV/EBITDA	15	14	16	12	9
EV/EBIT	26	17	19	14	11
EV/NOPLAT	25	17	25	19	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	4	4	3
盈利能力（%）					
毛利率	22.96%	23.02%	23.27%	23.42%	23.62%
EBITDA 率	7.66%	7.94%	7.83%	8.24%	8.55%
EBIT 率	5.75%	6.06%	6.58%	7.08%	7.48%
税前净利润率	5.84%	6.30%	6.79%	7.19%	7.56%
税后净利润率（归属母公司）	4.42%	4.77%	5.13%	5.43%	5.71%
ROA	9.05%	6.78%	7.79%	8.58%	9.34%
ROE（归属母公司）（摊薄）	39.41%	14.65%	17.94%	20.33%	22.16%
经营性 ROIC	13.54%	14.89%	16.44%	18.70%	20.58%
偿债能力					
流动比率	0.79	1.32	1.30	1.32	1.37
速动比率	72.42%	124.25%	122.64%	124.68%	128.99%
归属母公司权益/有息债务	-	-	17.39	14.12	15.23
有形资产/有息债务	-	-	35.69	30.60	33.63
每股指标(按最新预测年度股本计					
EPS	0.44	0.61	0.84	1.13	1.48
每股红利	0.00	0.30	0.25	0.34	0.45
每股经营现金流	1.46	1.58	1.83	2.50	2.99
每股自由现金流(FCFF)	-0.54	0.30	-0.24	0.12	0.29
每股净资产	1.13	4.14	4.68	5.55	6.70
每股销售收入	10.07	12.71	16.36	20.80	26.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.)，同济大学高分子材料与工程系工学学士，精通英日德三国语言。2010 年 5 月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

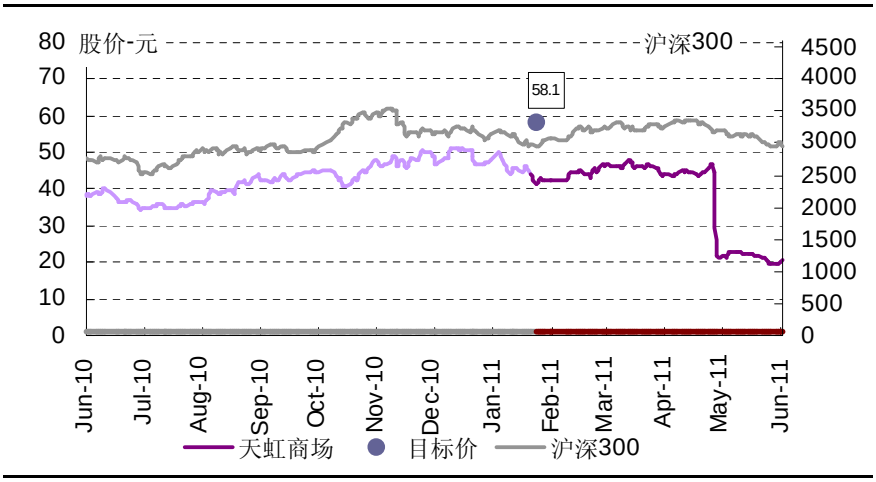
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天虹商场（002419）

分析师：唐佳睿



日期	股价	目标价	评级
2011-01-22	44.18	58.10	买入
2011-02-21	43.84	58.10	买入
2011-02-26	44.38	29.40	买入
2011-03-20	44.38	58.45	买入
2011-03-27	46.45	58.45	买入
2011-04-07	43.26	58.45	买入
2011-04-26	45.47	29.40	买入
2011-05-11	22.96	29.40	买入

资料来源：光大证券研究所

买入 增持 中性
减持 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志（主管）	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青（主管）	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。