

天虹商场 (002419.sz)

天虹商场三季报业绩交流会纪要

欧亚菲 首席分析师
电话: 020-87555888-8641
eMail: oyf@gf.com.cn
执业编号: S0260511020002

1-9 月份经营概况

公司本年 1-9 月份实现营业收入 92.51 亿, 同比增长 30.25%, 今年以来三个季度收入增长成逐季放缓趋势。1-9 月份公司实现净利润 4.41 亿, 同比增长 32.86%, 其中三季度净利润增长 13.90%, 明显低于前两个季度 44% 和 37% 的净利润增速。公司三季度综合毛利率 23.62%, 随着直采和品类调整的进行, 公司综合毛利率较去年同期上升 0.15 个百分点, 前三季度期间费用率基本与去年持平, 以上因素共同导致 1-9 月份净利润率 4.77%, 较去年同期略增 0.1 个百分点。公司前三季度同店增长 21.17%, 考虑到上半年同店增速 22.7%, 我们估计三季度同店增长在 20% 以下。公司店龄合理, 次新门店占比超过一半, 为公司未来业绩增长提供动力。

投资者提问

三季度费用上升较快主要是由提高了职工薪酬、四季度开店费用提前有所反应等所致, 公司预计四季度销售会基本维持三季度趋势。由于中国明年宏观消费存不确定性, 管理层预计明年上半年经营压力会有所体现。公司将继续定位于社区店为主, 十二五期间重点深耕华南、东南和华中, 也将继续专注零售主业, 以轻资产扩张为主, 发挥电商、品牌代理两翼作用。

投资建议

公司次新门店较多, 店龄结构合理, 考虑到未来几年仍然是公司快速扩张的年份, 我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.78、0.99 元和 1.22 元。我们看好全国性连锁百货商, 综合考虑全国化战略明确可行, 且公司内部拥有良好的成本管控能力和执行力, 按照全国性连锁百货公司给予公司一定估值溢价 2012 年 27 倍市盈率, 对应未来 12 个月目标价为 27 元, 维持买入评级。

风险提示: 行业增速下滑的风险、优质物业门店资源稀缺
预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8057.27	10174.36	13050.48	16978.65	21333.58
增长率(%)	17.41%	26.28%	28.27%	30.10%	25.65%
EBITDA(百万元)	617.21	808.29	934.03	1220.01	1525.43
净利润(百万元)	355.95	485.00	626.47	789.98	979.90
增长率(%)	13.50%	36.25%	29.17%	26.10%	24.04%
每股收益(元)	1.02	1.21	0.78	0.99	1.22
市盈率	0.00	39.35	28.80	22.84	18.41
市净率	0.00	5.77	4.92	4.32	3.71
EV/EBITDA	-2.75	18.10	14.52	10.24	7.35

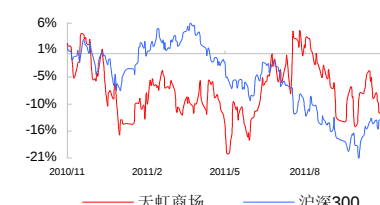
数据来源:天虹商场股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	21.45 元
合理价值	27.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	3.22	-12.45	-55.86
沪深 300	3.04	-8.40	-16.84

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	800/164
主要股东:	中国航空技术深圳有限公司
主要股东持股比例	39.52%
流通 A 股比例	20.50%

财务比率

ROE	14.65%
ROA	8.75%
资产负债率	53.70%

2010 年报数据

公司1-9月份经营情况简介

公司本年1-9月份实现营业收入92.51亿，同比增长30.25%，其中三季度实现收入28.77亿，同比增长25.50%，今年以来三个季度收入增长成逐季放缓趋势。1-9月份公司实现归属于上市公司股东净利润4.41亿，同比增长32.86%，其中三季度净利润增长13.90%，明显低于前两个季度44%和37%的净利润增速。公司三季度综合毛利率23.62%，随着直采和品类调整的进行，公司综合毛利率较去年同期上升0.15个百分点，前三季度期间费用率基本与去年持平，以上因素共同导致1-9月份净利润率4.77%，较去年同期略增0.1个百分点。公司前三季度同店增长21.17%，考虑到上半年同店增速22.7%，我们估计三季度同店增长在20%以下。

图1：天虹商场2010-2011年单季度收入及利润增速

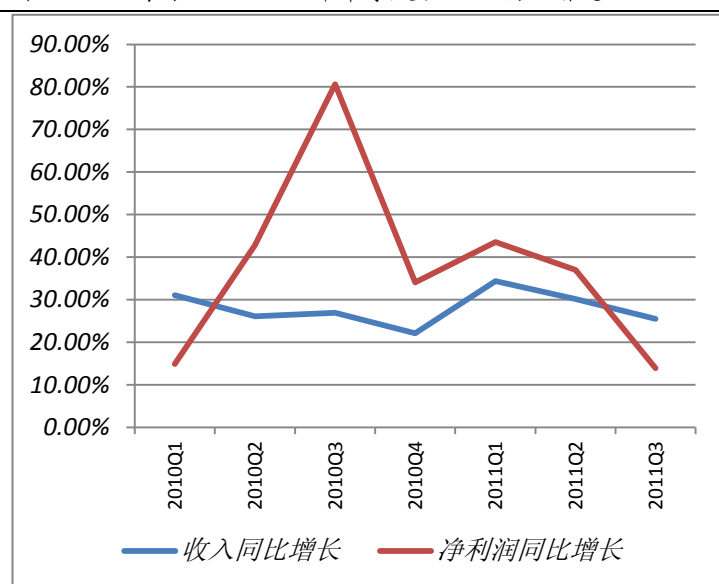
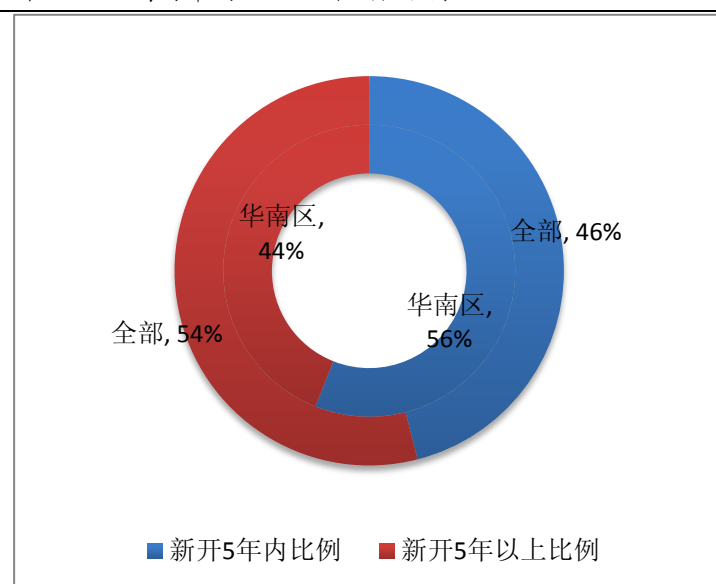


图2：天虹商场华南区及全国门店结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资者与管理层交流

Q1：控股股东股权变更对公司的影响

A：之前天虹商场接到控股股东的通知在股权层面准备做变更，将其所持天虹股权装进深圳中航集团股份香港上市平台，天虹已经将所获得信息全部对外披露。本次股权变更后天虹实际控制人没有发生变化，且不会对上市公司经营产生重大影响。

公司现在的再融资事宜还没有相应筹划，本次股权变更事项可能会对公司未来再融资的启动程序有些影响。

Q2：公司最近两个月来经营情况

A：四季度以来这两个月经营状况正常，基本延续了三季度趋势，实际上零售业销售有所下滑的现象是从下半年、而不是10月份开始的。总体经营状不是太差，同店增长还是保持在两位数，没有像其他同行同店下降7-8个百分点的情况出现。百货行业四季度要比三季度乐观一些。

同店增长中客单价增长更快，客流量增长放缓。尽管客单价增长的更快，但客流量仍然有增长。最近两个月深圳老店收入在经济下滑中没有增长，但人工刚性增长，会有个别店出现利润负增长。

Q3：三季报费用增速较快的原因

A：三季报人员费用增速较快，公司的宗旨为员工提供在当地同行中上水平薪酬，今年涨薪幅度较大，中低层调薪幅度是两位数，外派人员比深圳同等级会更高一些。另外今年四季度有4家门店准备开出，一些费用已经先行反应在三季报的损益当中。深圳在举办大运会之后当地营业税金及附加收费有所增加，粗略计算一年大概增长了1000多万。

Q4：公司如何看待明年消费形势

A：中国明年消费形势不确定性很大，通胀下行和今年高基数都会影响明年的数据表现，但也要看到中国在转型过程为消费类公司提供了很好的机会。明年上半年零售企业的经营会辛苦一些，公司将到时根据情况具体调整营销策略，充分利用商品分析、营销活动和顾客服务来将销售稳定。

Q5：募投项目经营情况及本次关店的影响

募投项目中除了江苏溧阳店由于物业方原因这个月已经关闭，其他都正常运作，有些项目效果很好。其中投资者关注度比较高的北京宣武店、长沙芙蓉店、苏州金鸡湖店都已经显现出良好发展趋势，希望明年这三个店能够盈利。

江苏溧阳店给公司的教训是今后在选择合作方方面应该进行更为全面的调查，该店开业半年来经营状况都还是不错的，后来出现了问题，物业方在提供物业服务过程中产生了严重的违约，当地政府的介入也没能从根本上解决问题，最后公司管理层决定关店。这个案例并没有影响天虹的异地扩张的态度和意愿。该门店关闭大概会在四季度产生一些关店费用。

Q6：公司未来定位是否会有所变化？

A：上市公司近期项目中租赁了一些建筑面积较大门店，如深圳沙井门店9万平米等，公司会逐步探索购物中心模式，实际上天虹过去门店都是购物中心化，只是由于面积较小，X部分没有充分达到业态组合效应，现在已经有专业团队在探讨大型购物中心的建设。

深圳现在很多门店都是关外当地的核心门店，公司觉得在当地还是有比较强的适应能力，虽然一些其他地方的城市中心店和其他同行有一些差异。公司认为异地扩张的城市中心店是十分重要的，但不会放弃社区店，公司会继续坚持社区店为主的业态模式，在已经进入区域密集开店，形成良好的集群效应。当新进入地区有了更多了解后会开城

市中心店。

高端定位的君尚店开业以后没有亏损，一直是盈利的，尽管利润增速低于公司之前预期。公司认为君尚的市场定位是有市场前景的，对天虹体系商品体系提升发挥了作用。从开业以来，公司一直在对品牌不断在调整与优化，君尚客单价大概在2000元左右。

Q7：公司门店布局策略及未来门店拓展规划

A：十二五规划中华中、华南、东南为重点快速发展区域：华南是公司大本营，由于历史原因深圳打破关内外限制后，仍然有扩展空间；东南地区如福建也是公司传统优势区域，泉州福州等也将通过加大开店密度来巩固优势；华中区域覆盖湖南省和江西省，门店少，基数小，也是公司近年来快速增长区域；西南区将利用股东在成都的物业开出成都店，西南刚在成都签了两个店。天虹追求成为全国连锁企业，这个目标是长期要去追求和实现的。

现在深圳地区收入占比70%多，未来会逐渐下降，华中、华东、北京区域收入增长幅度会超过30%。在门店扩张方面公司规划每年8-10家门店的扩张，其中深圳地区每年2-3家左右，维持一定的自有资产比例。

天虹的组合业态对各个城市适应能力比较强，其次天虹门店的培育期都不会太长，说明天虹的异地扩张能力是能够经过考验的。经过多年的拓展锻炼，感觉华东区挑战较大，但金鸡湖门店也慢慢在好转。

Q8：门店利润贡献分布

A：现在利润贡献比例较高的是社区购物中心，处于培育期的中心店利润增幅更快一些。历史数据表明，公司门店经过3-4年培育期的持续快速增长（30%-40%甚至更高），后来6-7年的处在稳定增长阶段。

Q9：公司业务毛利率变动趋势

A：外部地区毛利率会逐渐提升，公司议价能力在增强。公司的新开门店中平均有40%供应商品品牌具备协同效应。

预计4季度毛利率下降是正常现象，天虹促销一般都是店庆，主要根据竞争对手状况来做出反应。促销主要由店长来把握。整体性的公司所有门店的大促做的不多。促销的让利是公司供应商共同承担，主要看谈判的结果。另外同一个品牌供应商也会不让自己商品价格体系乱套，所以不存在同一种商品在不同渠道售价不一的现象。

Q10：未来公司资产结构是否有所变化

A：天虹未来会继续专注于主业零售，主要以轻资产扩张。2006年公司已经领先意识到租金上涨和商业地产的机会，当年提出了适度从重的概念，并对核心门店尽量进行购买，规避了核心门店到期租金的大幅上升，同时公司在于物业方签约过程中基本以20年合约为主，进一步降低风险。公司希望固定资产不要超过40%这个比例，不同于很多同行的重资产扩张模式。

Q11: 公司品牌代理业务的发展

A: 十二五规划中代理和电子商务占比两翼。公司现在代理了丹麦品牌Part two（该品牌之前在上海开过，后来经营不好退出了中国市场），服装品牌大中华区业务，截止目前已经开了4家门店。此外还获得了maxmara的全国代理权，由于该品牌属于中高端，代理团队计划在天虹体外开店。以上两个品牌直接面对渠道，在公司内部都是聘请了独立团队来运营，与天虹门店的合作也是按照市场化原则来谈。maxmara比较高端，在谈判时可能会带着parttwo进入渠道。

天虹在几年前也做过国内品牌的代理，但被制造商收回的风险较大。对于品牌代理业务公司当做一个同等生意来对待：1. 希望能够赚钱，投入将逐渐加大；2. 希望和天虹品牌发挥协同效应；3. 为天虹适应市场变化奠定基础。

Q12: 网上天虹本年运营情况

A: 网上天虹2010年初开业以来，主要服务于深圳地区，从品类上看主要是超市相关的直营产品，百货品种还相对较少。预计2011年能够完成销售几千万，在公司收入占比重还较小，一直没有实现盈利。对于电子商务公司已经成立独立团队运营，发展的决心没有改变，争取为今后三到五年后业态调整打好基础，如果说到时整个传统零售业都需要面对电子商务的直接威胁，那至少公司已经通过这几年的运作积累了丰富的经验。

Q13: 购物卡销售是否受到商务部相关政策的影响

A: 购物卡是锁定顾客的方式，因为发行过程涉及当地各种渠道的打通，因为公司现在只有在一些传统优势区域购物卡得发行量较大，如深圳和厦门。今年商务部发了这个文之后公司预计购物卡的发放会相对比较悲观，但实际从这两个月的运行情况来看，发放并没有受到过多影响，公司现在更倾向的认为该文是对单功能购物卡的阳光化，购物卡今后将继续成为公司大力拓展的方向。

Q14: 营业税改增值税对公司的影响

A: 营改增对零售业百货公司和超市没有直接影响，但会对整个服务行业产业链有影响，比如给公司提供运输服务的企业能够开具增值税专用发票，进项抵扣了，可以降低公司物流成本。

投资建议

公司次新门店较多，店龄结构合理，考虑到未来几年仍然是公司快速扩张的年份，我们预计2011-2013年EPS分别为0.78、0.99元和1.22元。我们看好全国性连锁百货商，综合考虑全国化战略明确可行，且公司内部拥有良好的成本管控能力和执行力，按照全国性连锁百货公司给予公司一定估值溢价2012年27倍市盈率，对应未来12个月目标价为27元，维持买入评级。

风险提示

行业增速下滑的风险、优质物业门店资源稀缺和租赁物业成本上涨的风险。

资产负债表

单位：百万元

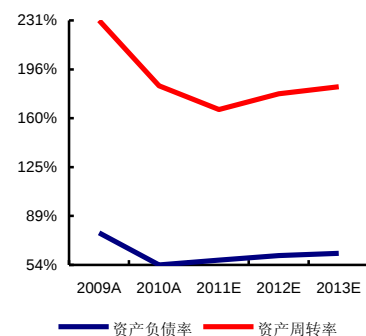
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,399	5,061	5,754	7,157	8,883
货币资金	1,698	4,453	4,484	5,557	6,833
应收及预付	496	308	927	1,171	1,511
存货	205	290	329	429	539
其他流动资产	0	10	14	0	0
非流动资产	1,534	2,089	2,786	3,396	3,900
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	644	1,090	1,467	1,796	2,078
在建工程	1	1	11	21	31
无形资产	866	958	1,265	1,534	1,745
其他长期资产	23	39	42	45	46
资产总计	3,933	7,150	8,540	10,553	12,784
流动负债	3,030	3,840	4,874	6,379	7,925
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,997	3,796	4,874	6,379	7,925
其他流动负债	33	44	0	0	0
非流动负债	0	0	1	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	1	0	0
负债合计	3,030	3,840	4,875	6,379	7,925
股本	350	400	800	800	800
资本公积	40	1,912	1,912	1,912	1,912
留存收益	513	998	953	1,462	2,146
归属母公司股东权益	903	3,310	3,664	4,174	4,858
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,933	7,150	8,540	10,553	12,784

利润表

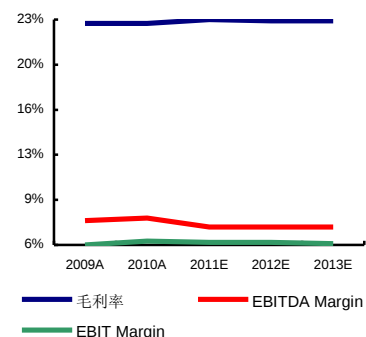
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8057	10174	13050	16979	21334
营业成本	6207	7832	10016	13039	16384
营业税金及附加	34	48	69	90	113
销售费用	1224	1487	1943	2535	3192
管理费用	128	191	236	297	375
财务费用	10	-6	-34	-21	-22
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	454	622	821	1039	1291
营业外收入	20	24	24	25	26
营业外支出	2	4	10	10	10
利润总额	471	641	835	1053	1307
所得税	115	156	209	263	327
净利润	356	485	626	790	980
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	356	485	626	790	980
EBITDA	617	808	934	1220	1525
EPS (元)	1.02	1.21	0.78	0.99	1.22

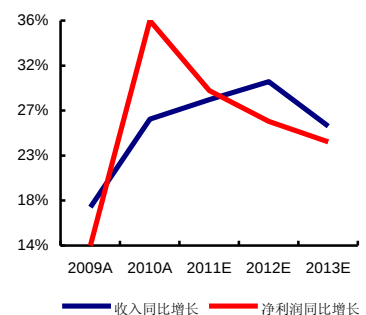
资产负债率趋势



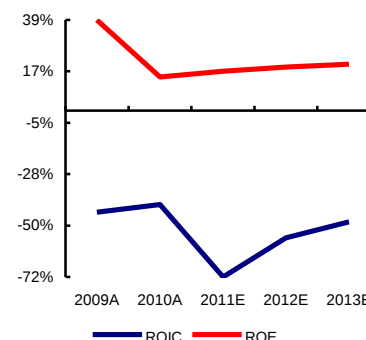
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

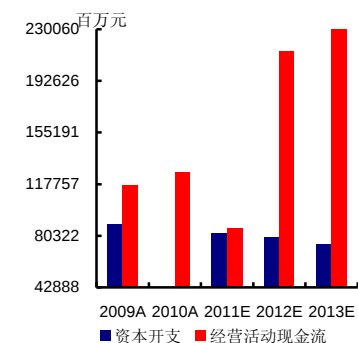
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,169	1,262	857	2,141	2,301
净利润	356	485	626	790	980
折旧摊销	154	192	147	203	256
营运资金变动	664	600	99	1,167	1,080
其它	-5	-15	-16	-19	-16
投资活动现金流	-885	-429	-826	-795	-745
资本支出	-885	-429	-826	-795	-745
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-155	1,923	0	-272	-280
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	1,933	0	0	0
其他	-155	-10	0	-272	-280
现金净增加额	129	2,756	30	1,074	1,276
期初现金余额	1,554	1,698	4,453	4,484	5,557
期末现金余额	1,683	4,454	4,484	5,557	6,833

主要财务比率

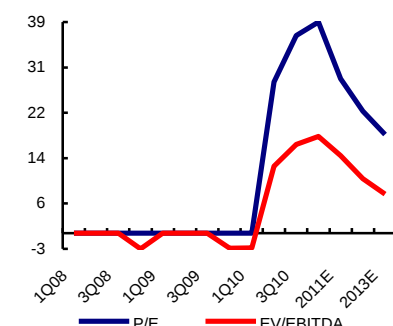
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.4%	26.3%	28.3%	30.1%	25.6%
营业利润	18.1%	37.1%	32.1%	26.5%	24.3%
归属于母公司净利润	13.5%	36.3%	29.2%	26.1%	24.0%
获利能力					
毛利率	23.0%	23.0%	23.3%	23.2%	23.2%
净利率	4.4%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%
ROE	39.4%	14.7%	17.1%	18.9%	20.2%
ROIC	-44.1%	-40.8%	-72.2%	-55.2%	-48.2%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	53.7%	57.1%	60.4%	62.0%
净负债比率	-188.0%	-134.5%	-122.4%	-133.1%	-140.7%
流动比率	0.79	1.32	1.18	1.12	1.12
速动比率	0.62	1.21	1.00	0.95	0.94
营运能力					
总资产周转率	2.31	1.84	1.66	1.78	1.83
应收账款周转率	334.23	363.71	365.00	365.00	365.00
存货周转率	30.84	31.69	30.42	30.42	30.42
每股指标 (元)					
每股收益	1.02	1.21	0.78	0.99	1.22
每股经营现金流	3.34	3.15	1.07	2.68	2.88
每股净资产	2.58	8.27	4.58	5.22	6.07
估值比率					
P/E	0.0	39.4	28.8	22.8	18.4
P/B	0.0	5.8	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	-2.8	18.1	14.5	10.2	7.3

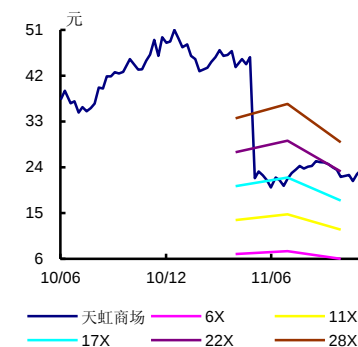
资本支出与经营活动现金流



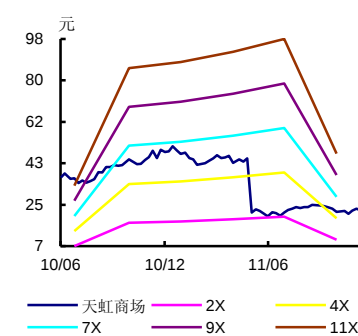
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

天虹商场（002419.sz）：收入同店逐季回落、门店四季度集中开出或影响当年业绩	刘旭	2011-10-27
天虹商场调研简报——二季度经营稳定、坚持重点区域扩张战略：	刘旭	2011-08-01
天虹商场 2011 年一季报点评：	刘旭	2011-04-25

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。