

强烈推荐-A (维持)

天虹商场 002419.SZ

当前股价: 17.40 元
2012 年 2 月 22 日

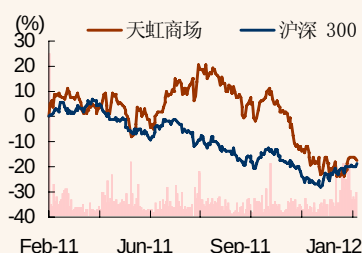
受行业景气下滑影响较小

基础数据

上证综指	2381
总股本 (万股)	80020
已上市流通股 (万股)	16384
总市值 (亿元)	139
流通市值 (亿元)	29
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	16.9
资产负债率	57.7%
主要股东	中航技深圳公司
主要股东持股比例	39.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-30	-19
相对表现	-1	-21	2



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《天虹商场 (002419) - 高速成长的扩张型连锁百货》08/16/2010
- 2、《天虹商场 (002419) - 小社区商业, 大成长空间》12/24/2010

杨夏

0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn
S1090511030014

事件:

公司公布 2011 年业绩快报, 实现收入 130.36 亿, 同比增长 28%, 营业利润 7.85 亿, 同比增长 26%, 归母净利润 5.74 亿, 同比增长 18.4%, EPS0.72 元, 符合公司此前业绩预告 15 - 25% 的预期。

一、评论:

1、去年第四季度公司新开 4 家直营店, 较 2010 年同期多开 2 家, 单季度看, 第四季度营收 37.85 亿, 同比增长 23%, 增速较第三季度略微放缓 2 个百分点, 营业利润 2.05 亿, 同比增长 13%, 增速较第三季度提高近 5 个百分点, 在短期新增更多开办费的背景下, 第四季度营业利润的增速较第三季度还有所提高, 可以看出, 在行业第四季度景气下滑较快的背景下, 公司体现了较强的经营能力, 营销活动有效性进一步提高, 收入端受影响较小。而利润受影响较大的主要原因还是在于人力成本的提高以及教育税及城建税的上调, 但加薪也使得员工积极性提高, 反应在收入端受影响较小。

2、第四季度归母净利润 1.34 亿, 同比下滑 13%, 主要原因在于当期确认了溧阳店约 3500 万的关店损失, 加回后第四季度经常性盈利 1.6 亿, 同比增长 4%, 幅度小于营业利润增速, 主要原因在于利润贡献较大的深圳与厦门地区企业所得税率由去年的 22% 提高至 24%, 影响归母净利润增长。

3、2011 年全年, 公司新开门店 8 家, 其中直营 6 家, 加盟 2 家, 关闭 1 家直营溧阳店, 净新增门店 7 家, 净新增面积 21.64 万平米, 其中直营 16.25 万平米, 截止 2011 年全年公司门店面积达到 129 万平米, 其中直营面积 119 万平米。2012 年 1 月又新开北京新奥店, 目前公司共有门店 51 家, 其中直营 47 家, 加盟 4 家, 门店面积 133 万平米, 其中直营面积 123 万平米。进入 15 个城市, 其中 2011 年新进入赣州、泉州、娄底。(2010、11 年新开店见附表) 2012 年, 公司将新开 10 家门店, 新进入成都及青岛。

二、投资建议

我们预期 2012 年 EPS1 元 (经常性盈利增长 30%), 一季度由于春节提前、去年加薪的影响以及去年同期较高的基数, 预计增速不会太高, 但我们认为应是全年的低点, 全年呈前低后高走势。公司城市中心店、社区购物中心两条腿走路, 开店空间广阔, 主打“百货+超市+X”组合业态的社区购物中心投入产出比高, 可复制性强, 开店方向符合城市化发展趋势。公司敢于逆周期开店, 门店梯队保持较好, 次新店占比较高, 在经济上行时将更多受益, 有扩张有利润。当前股价下跌较多, 已基本反映负面预期, 利润受影响较大只是短期加薪力度较大及营业税上调, 当前股价对应 2012 年动态 PE17 倍, 提供了较好的长线布局机会, 维持强烈推荐 A 投资评级。

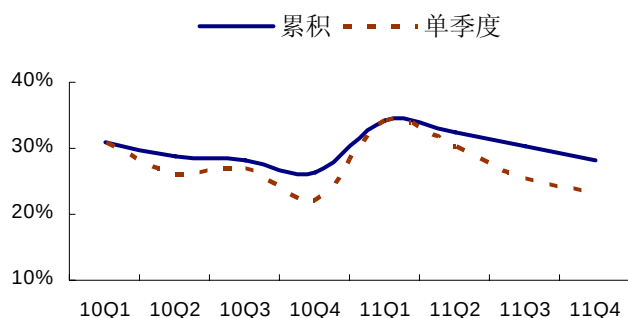
风险因素：宏观经济下滑影响消费者信心；新店培育期低于预期

表 1: 2010、11 年新开店一览

2010		2011	
2010.4	东莞黄江天虹	2011.1	福建永安天虹（加盟）
2010.4	北京国展天虹	2011.1	江苏溧阳天虹（已关）
2010.4	深圳公明店	2011.8	东莞虎门
2010.8	东莞厚街天虹	2011.11	赣州中航城
2010.12	湖州爱山天虹	2011.12	苏州木渎
2010.12	深圳横岗信义	2011.12	泉州世纪嘉园
		2011.12	娄底万豪城市广场
		2011.12	威海东城国际（加盟）

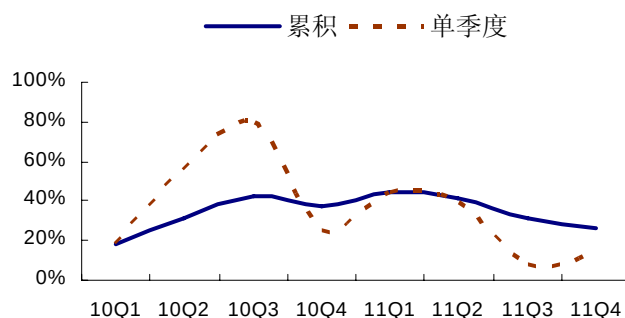
资料来源：公司公告、公司网站、招商证券整理

图 1: 天虹商场历史 PE Band



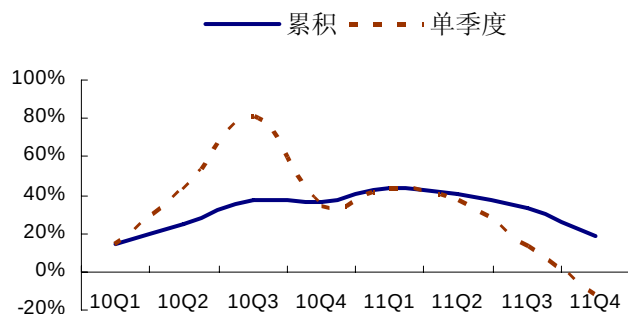
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 天虹商场历史 PB Band



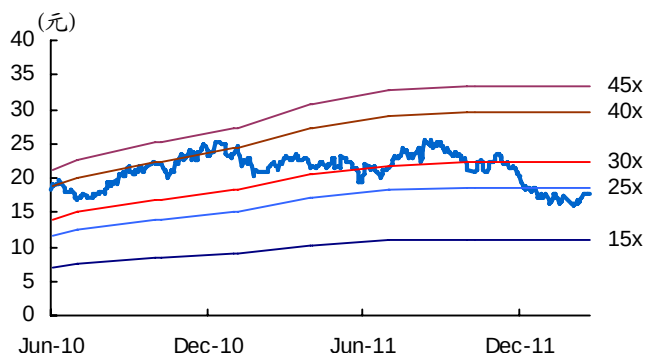
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 天虹商场历史 PE Band



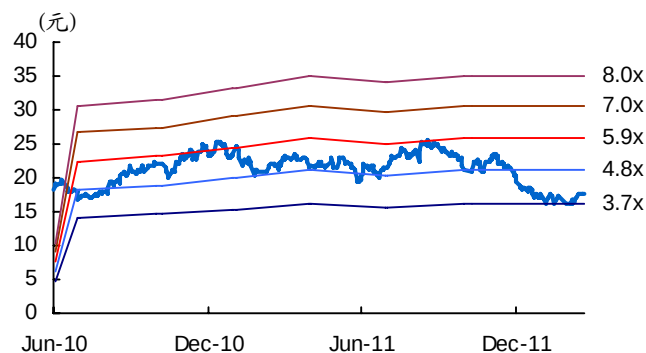
资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 天虹商场历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 5: 天虹商场历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

参考报告:

1、《天虹商场（002419）- 高速成长的扩张型连锁百货》08/16/2010

天虹是一个高成长性的零售公司，采取“百货+超市+X”组合业态的差异化经营模式，标准化程度高，可复制性强。开店拓展速度快，有数量有质量，采取区域密集布点的方式，体现规模效应，缩短门店培育期，内生性增速优异。公司未来保持年复合增长 30% 的增速可期，是不可多得的成长性百货公司。

2、《天虹商场（002419）- 小社区商业，大成长空间》12/24/2010

在大城市郊区化、交通日益拥堵、核心商圈竞争白热化及百货行业同质化竞争的背景下，社区商业将逐渐兴起。社区商业投资和运营成本低，投入产出比非常高，天虹商场作为运营社区商业的领先者，将有巨大发展空间。公司采取深耕优势区域，循序渐进、密集布点的扩张战略将有显著规模优势。我们认为天虹在每年 8-10 家新店基础上，利润保持 30%-40% 增速可期。

3、《天虹商场（002419）- 值得长期投资的百货龙头》08/19/2010

4、《天虹商场（002419）- 福建市场又添新店》09/08/2010

5、《天虹商场（002419）- 拟与股东“百货+商业地产”互动发展》09/20/2010

6、《天虹商场（002419）- 第三季度净利大增 80%，全年有超预期可能》10/25/2010

7、《天虹商场（002419）- 进军成都》11/09/2010

8、《天虹商场（002419）- 山东市场再添新丁》12/09/2010

9、《天虹商场（002419）- 江西、苏州区域门店再加密》01/13/2011

10、《天虹商场（002419）- 异地拓展曙光显现》02/28/2011

11、《天虹商场（002419）- 绝佳的长期投资标的》03/23/2011

12、《天虹商场（002419）- 深圳地区又添生力军》04/07/2011

13、《天虹商场（002419）- 一季度净利增长 44%，超市场预期》04/26/2011

14、《天虹商场（002419）- 北京地区又添新店》05/12/2011

- 15、《天虹商场（002419）- 3.18 亿购置物业，开设南昌第五店》06/03/2011
- 16、《天虹商场（002419）- 异地扩张再传佳音》08/29/2011
- 17、《天虹商场（002419）- 税负及薪酬提高影响增长，下跌就是买入良机》10/27/2011
- 18、《天虹商场（002419）- 成都又签新店，溧阳店业主违约导致关店》11/03/2011
- 19、《天虹商场（002419）- 行业景气下滑及溧阳关店致业绩低于预期》01/20/2012

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。