

天虹商场(002419)年报点评

多因素致业绩波动，善经营保长期价值

可选消费/百货

推荐

维持评级

发布时间：2012 年 2 月 28 日

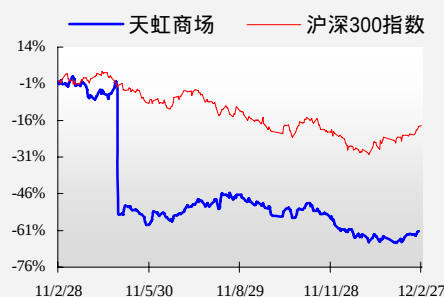
投资要点：

- **业绩低于预期：**2011 年，公司实现营业收入 130.3 亿元，同比增长 28.12%，可比门店同比增长 20.01%，归属上市公司股东净利润 5.74 亿元，同比增长 18.33%，基本每股收益 0.72 元。公司收入增速基本符合我们之前的预期，利润增速则低于预期，主要由于：去年下半年起行业整体处在景气度较低的波谷；营业税金及附加增加，深圳、厦门地区所得税率由 22% 提高到 24%；新开门店增加费用及亏损；溧阳天虹产生违约金及赔偿费用。从以上原因看，报告期公司业绩受系统性风险及一次性损失影响较多，从中反映出公司经营过程中仍存在门店相对集中、租赁模式确实存在一定不可控性的隐忧，而扩张中的费用增加及培育期亏损则是正常现象。
- **扩张稳健，培育顺利：**扩张方面，公司去年新开 7 家门店（含 2 家加盟店），北京新奥天虹也已于今年 1 月 6 日开业，从各区域经营情况看，嘉兴店、长沙店均已实现盈利，南昌地区由于已经比较成熟，门店度过培育期较快，红谷滩天虹已进入快速盈利区间，目前公司亏损较为严重的区域为北京、江苏和浙江，主要由于这些区域进入时间较短，尚处于市场适应和培育期，上述区域收入已经实现较快增长，且利润减亏幅度明显，前景乐观。2012 年，公司将坚持稳步扩张的战略，计划新开门店 8-10 家。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为公司合理的店龄结构可保证稳定的内生增长，集群式发展及稳步扩张的战略将为公司带来外生增量，虽然公司短期出现业绩波动，但不影响公司长期投资价值。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.9 元、1.12 元和 1.39 元，对应市盈率 20.11 倍、16.16 倍和 13.02 倍，目前估值合理，维持推荐评级。
- **风险提示：**新店培育期拉长，异地扩张失利，租金及人工费用上涨，物业稀缺限制扩张，电商冲击等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2011	1,303,564	28.12	57,391	18.33	0.72	16.70	24.8	
2012E	1,653,080	26.81	72,115	25.66	0.90	17.10	19.8	
2013E	2,055,980	24.37	89,586	24.23	1.12	18.14	15.9	
2014E	2,535,050	23.30	110,831	23.71	1.39	18.99	12.8	

走势图



市场数据 2012-2-28

收盘价：	17.84 元
52 周最高价：	47.98 元
52 周最低价：	15.50 元
平均持仓成本：	19.86 元

基本数据 2012Q4

总股本（万股）：	80,020
流通 A 股（万股）：	80,020
每股收益（元）：	0.72
每股净资产（元）：	4.55
每股经营现金流（元）：	2.14
市净率：	3.92

分析师：罗旷怡

执业证书编号：s0550511020002

TEL: (8621)2036 1102

FAX: (8621)2036 1159

Email: luoky@nesc.cn

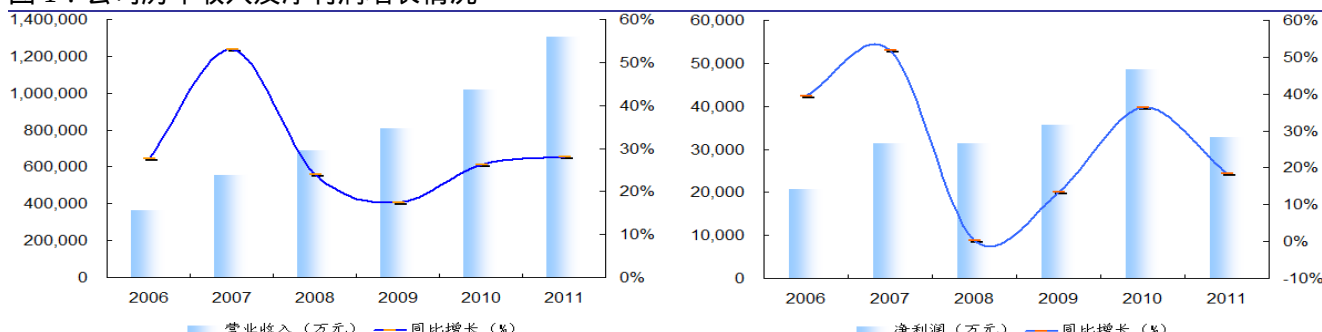
地 址：上海市源深路 305 号 4 楼

邮 编：200135

1. 业绩低于预期

2011 年，公司实现营业收入 130.3 亿元，同比增长 28.12%，可比门店同比增长 20.01%，归属上市公司股东净利润 5.74 亿元，同比增长 18.33%，基本每股收益 0.72 元。

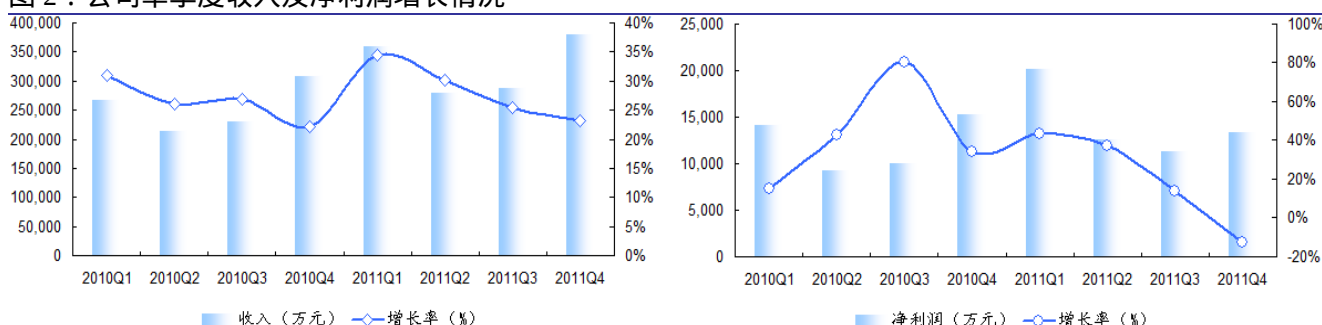
图 1：公司历年收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告，东北证券

公司收入增速基本符合我们之前的预期，内生增长稳定，外延扩张速度合理；利润增速则低于预期，主要源于以下几个方面：一是去年下半年起，受到宏观环境的影响，行业整体处在景气度较低的波谷，公司门店内生增长减速，尤其是收入占比最高的华南地区对经济的敏感度较高，对公司全年业绩形成拖累，从单季情况看，公司收入及利润增速均呈逐季下降趋势；二是营业税金及附加增加（占收入比例提高 0.31 个百分点，使年度营业税金及附加增长了 113.09%）和利润占比较高的深圳、厦门地区所得税率由 22% 提高到 24% 吞噬了公司部分利润；三是新开门店增加费用及亏损，对当期利润形成一定负面影响；四是溧阳天虹开业不足 1 年即停业，产生违约金及赔偿费用。从以上原因看，报告期公司业绩受系统性风险及一次性损失影响较多，从中反映出公司经营过程中仍存在门店相对集中、租赁模式确实存在一定不可控性的隐忧，而扩张中的费用增加及培育期亏损则是正常现象。

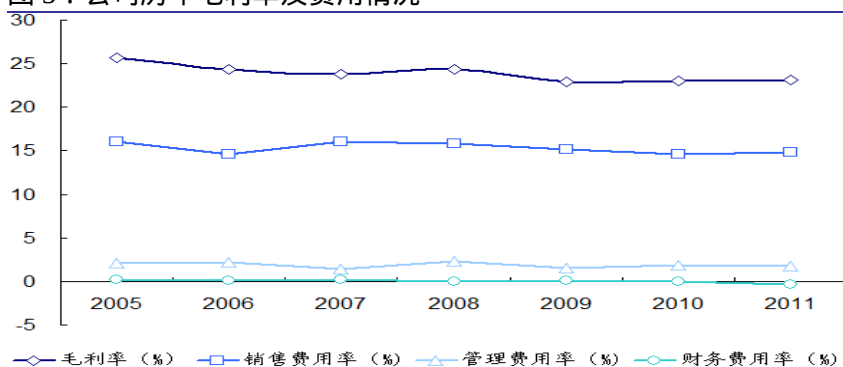
图 2：公司单季度收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告，东北证券

公司全年综合毛利率为 23.09%，同比上升 0.07 个百分点，增速十分稳定，公司通过加大直采比例建设生鲜基地等方式提升超市盈利能力，弥补了百货部分毛利率下降的影响。费用方面，报告期公司销售费用率为 14.87%，同比上升 0.26 个百分点，主要源于门店数量增加过程中产生的租金费用及人工成本等；管理费用率为 1.74%，同比下降 0.14 个百分点，财务费用率为 -0.34%，同比下降 0.29 个百分点。综合来看，公司三项费用率同比下降 0.16 个百分点，在快速扩张中费用控制较好。

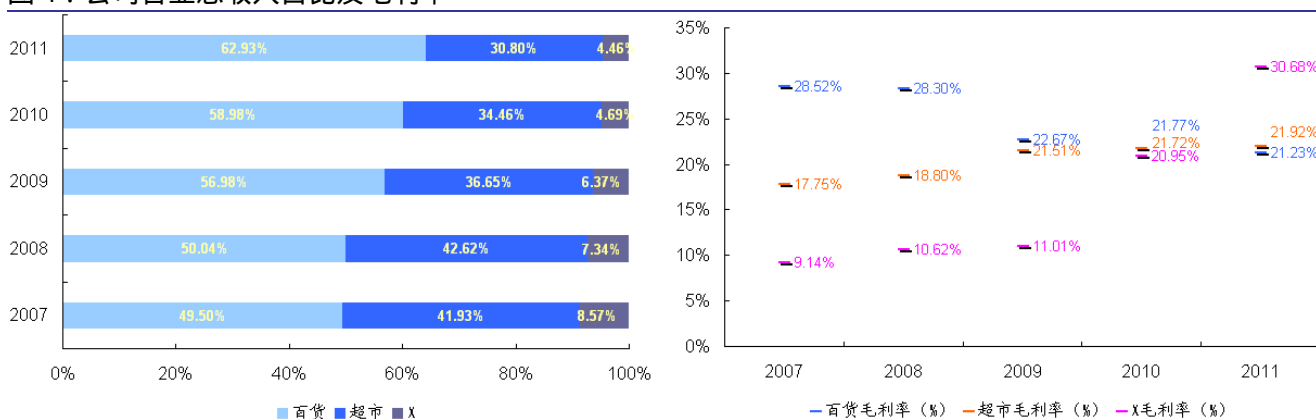
图 3：公司历年毛利率及费用情况



资料来源：公司公告，东北证券

分业务类别看，报告期，公司百货类实现营业收入 82.04 亿元，同比增长 36.69%，是公司各项业务中增速最快的部分，主要由于在公司门店扩张中，随着单店面积的扩大，超市面积受到经济规模的限制，百货面积占比有所提高，毛利率为 21.23%，同比下降 0.54 个百分点，主要由于百货类商品促销日趋白热化及异地门店培育期毛利率较低；超市类实现营业收入 40.16 亿元，同比增长 14.51%，毛利率为 21.92%，同比继续上升 0.2 个百分点，公司超市部分毛利率稳步提升甚至高过百货类毛利率主要源于自有品牌及产地直采占比提高和品类管理及供应链整合的加强；X 部分实现营业收入 5.82 亿元，同比增长 21.84%，毛利率为 30.68%，同比上升 9.73 个百分点，提升幅度较大，主要源于低毛利率的家电销售占比下降，且随着公司规模的扩张，X 部分调整比较明显，公司购物中心化升级趋势明显。

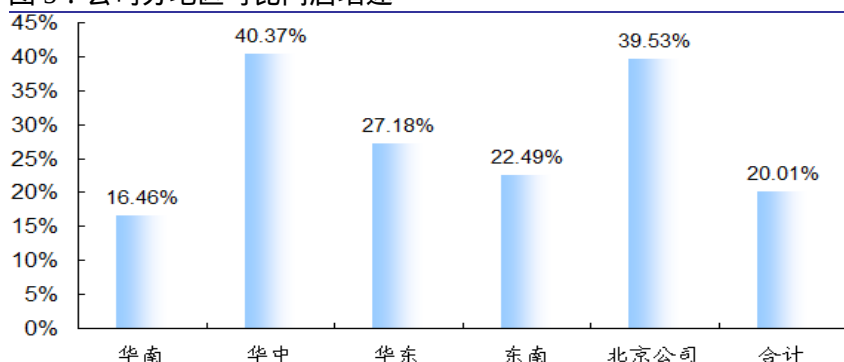
图 4：公司各业态收入占比及毛利率



资料来源：公司公告，东北证券

分地区看，公司深圳地区实现营业收入 79.24 亿元，同比增长 23.55%，增速比较稳定，毛利率为 22.99%，同比上升 0.37 个百分点，深圳以外地区实现营业收入 48.79 亿元，同比增长 36.51%，毛利率为 20.07%，同比略降 0.02 个百分点。可比门店方面，华中地区可比门店收入增速最快，达到 40.37%，主要源自南昌及长沙芙蓉店的贡献；以深圳、东莞为主的华南市场相对成熟，同店增长最慢，为 16.46%，比 2010 年提高 1.22 个百分点；华东、东南和北京公司可比门店收入增速分别为 27.18%、22.49%和 39.53%，在通胀及经验积累的多重因素下，各区域门店销售情况比较乐观。

图 5：公司分地区可比门店增速

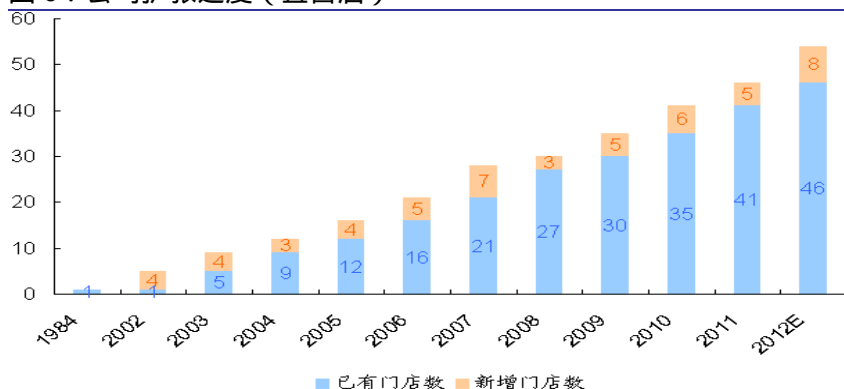


资料来源：公司公告，东北证券

2. 扩张稳健，培育顺利

扩张方面，公司去年新开常州溧阳天虹（已于 2011 年 11 月 2 日停业）、东莞虎门天虹、永安天虹（加盟）、泉州天虹、赣州天虹、娄底天虹、苏州木渎天虹、威海天虹（加盟）等 8 家门店，北京新奥天虹也已于今年 1 月 6 日开业，公司新开门店中传统优势区域与新区均有布局，扩张战略清晰。截至目前，公司共有天虹商场直营店 45 家，营业面积达 120.45 万平方米，君尚百货 1 家，营业面积 3.78 万平方米，另外还有特许加盟店 4 家。

图 6：公司扩张进度（直营店）



资料来源：公司公告，东北证券

从各区域经营情况看，嘉兴店、长沙店均已实现盈利，南昌地区由于已经比较成熟，门店度过培育期较快，红谷滩天虹已进入快速盈利区间，目前公司亏损较为严重的区域为北京、江苏和浙江，主要由于这些区域进入时间较短，尚处于市场适应和培育期，上述区域收入已经实现较快增长，且利润减亏幅度明显，前景乐观。

表 1：公司部分门店经营情况

序号	门店	开业时间	2011 净利润（万元）	2010 净利润（万元）
1	国贸天虹	2008-12	2945.65	1952.22
2	长沙 BOBO 天虹	2008-12	103.74	-1247.30
3	苏州金鸡湖天虹	2009-04	-1074.31	-2923.70
4	北京宣武天虹	2009-04	-1783.85	-2832.04

5	南昌红谷滩天虹	2009-09	1059.35	170.85
6	惠州惠阳天虹	2009-09	352.84	64.02
7	杭州萧山天虹	2009-12	-1260.41	-819.23
8	东莞威尼斯天虹	2010-04	4061.29	3735.51
9	东莞厚街天虹	2010-08	-1858.73	-566.78
10	湖州爱山天虹	2010-09	-2589.51	-743.19
11	天虹购物广场	2010-11	2359.49	-104.76
12	横岗信义天虹	2010-12	-124.78	-
13	溧阳天虹	2011-01	-4267.80	-
14	泉州天虹	2011-12	-106.46	-
15	苏州木渎天虹	2011-12	-601.52	-
16	江西赣州天虹	2011-11	-391.52	-
17	湖南娄底天虹	2011-12	-145.32	-
18	东莞虎门天虹	2011-09	-378.32	-

资料来源：公司公告，东北证券

表 2：公司主要控股公司及参股公司经营情况及业绩

控股公司名称	注册资本（万元）	总资产（万元）	净资产（万元）	净利润（万元）
深圳市天虹投资发展有限公司	10000	121957.71	113703.55	57.04
厦门市天虹商场有限公司	2000	93951.96	33596.76	9992.79
东莞市天虹商场有限公司	1500	83959.18	51654.48	3633.47
南昌市天虹商场有限公司	2000	25993.56	5369.86	3120.20
惠州市天虹商场有限公司	1000	24602.50	8744.15	1971.23
嘉兴天虹百货有限公司	1000	2984.18	-2422.50	766.71
福州市天虹百货有限公司	1000	7545.50	-721.27	1664.79
深圳市维天家用电器维修有限公司	10	132.38	20.53	35.30
深圳市天虹置业有限公司	15000	27981.58	27969.23	-160.84
吉安市天虹商场有限公司	6000	5797.21	5784.30	-199.83
深圳市君尚百货有限公司	1000	27663.88	2105.28	1348.40
东莞市天虹工贸有限公司	1000	20736.86	14904.88	-1323.98
常州天虹商场有限公司	1000	1265.69	-627.79	-4295.05
湖州天虹百货有限公司	1000	4518.75	618.10	-2710.70

浙江天虹百货有限公司	1000	11455.25	2833.04	-1355.41
长沙市天虹百货有限公司	2000	11154.39	4973.84	-222.12
北京时尚天虹百货有限公司	1000	8702.42	-3838.38	-2846.34
苏州天虹商场有限公司	2000	22090.85	5186.88	-2633.42
北京天虹商业管理有限公司	2000	20272.61	1910.04	-2630.40
厦门君尚世纪投资有限公司	1000	20400	999.27	-0.73
深圳市乐迪服饰有限公司	1000	559.67	377.49	-223.74
泉州市天虹商场有限公司	1000	5241.52	2407.81	-105.59
赣州市天虹百货实业有限公司	1500	7780.28	2796.91	-365.09
娄底市天虹百货有限公司	1000	2801.36	854.06	-145.94
绍兴市天虹百货有限公司	1000	1045.20	893.75	-106.25
南昌市天虹置业有限公司	2000	36211.47	19144.21	10.21
深圳市公明天虹商场有限公司	100	10930.29	1677.04	1330.39
青岛天虹商场有限公司	1000	1000	1000	0

资料来源：公司公告

2012 年，公司将继续坚持稳步扩张的战略，计划新开门店 8-10 家，以定位中高端的“天虹”为重点，实行“天虹”+“君尚”的双品牌战略，在区域布局方面，公司仍将遵循“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”的发展布局。目前，公司已公告储备门店仍有 21 家，总面积达 70 余万平，为 2011 年底总面积的近 60%，可以保障公司未来门店数量及面积的扩张，另外在储备门店中，自有物业有 3 家，总面积 12.69 万平，符合公司“适度从重”的经营战略。

表 3：公司储备门店情况

序号	公告时间	门店	面积 (M ²)	预计开业	交易/投资总金额 (万元)
1	2010-06-26	金华世贸中心 (加盟)	24000	-	-
2	2010-07-13	龙岗东晟时代花园	16629	-	11002
3	2010-07-16	绍兴柯桥	33000	2012	3039
4	2010-07-16	总部大楼旗舰店 (自有)	39600	2014	88800
5	2010-08-21	株洲银天商业广场	33552	2013	40866
6	2010-10-13	南昌京东购物广场	30000	2013	17507
7	2010-11-03	吉安市人民大会堂用地	17000	2013	4994.05
8	2010-11-09	浙江绍兴蓝天商业中心	30000	2012	20245

9	2010-11-09	成都武侯莱蒙置地广场	30000	2012	3358
10	2010-11-19	青岛诺德广场	47000	2012	53571
11	2011-01-13	苏州新地	22000	-	28893.76
12	2011-03-19	岳阳汇泽大厦	18500	2012	20877
13	2011-04-07	深圳振业星海商业广场	19000	2012	28822
14	2011-06-03	南昌联发广场（自有）	37319	2012	36134
15	2011-08-28	深圳龙华耀丰通	20000	2012	-
16	2011-09-08	厦门绿苑新城项目	27886	-	-
17	2011-09-14	深圳龙岗信义御城豪园	34360	2013	47881
18	2011-10-27	厦门会展北项目（自有）	50000	-	63172
19	2011-11-02	宝安沙井新沙路项目	96000	-	119436
20	2011-11-03	成都奥克斯财富广场	47600	-	60677
21	2012-01-05	深圳龙岗坂田街道项目	35570	-	54646
合计		-	709016	-	-

资料来源：公司公告，东北证券

另外，公司网上天虹业务逐渐步入正轨，商城整体盈利水平逐步提升，虽然电子商务部分盈利是个长期的过程，但公司将其作为战略性模块发展具备较强的前瞻性，体现出管理层的魄力和眼光。公司品牌代理业务也取得较大的突破，新成立的合资品牌代理公司乐迪成功代理 2 个国际品牌，品牌之一 PART TWO 品牌目前已开设 8 家专柜，并形成了跨区域经营态势。商品中心代理业务部目前代理了国内 22 个品牌，开设了 27 家专柜。品牌代理业务的发展一方面丰富了公司的商品资源，有利于形成差异化经营，另一方面也培育了新的利润增长点。同时，公司 R3 系统已于 11 月在全公司整体上线，信息系统的上线为公司提供更好的后台支持，对公司长远发展和效率的提高将起到重要的作用。我们认为公司无论是在新兴业务的发展上还是在信息系统的建设上，都体现出现代企业积极进取的态度，公司虽为国有企业，但在经营风格上有许多民营企业和外资企业的风格，长远看，清晰且超前的发展战略是企业在竞争中胜出的重要要素。

3. 利润分配预案

公司利润分配方案为以 2011 年末公司总股本 80020 万股为基数，每 10 股派发现金 3.3 元，利润分配合计 26406.6 万元。

表 4：公司前三年现金分红情况

分红年度	现金分红金额（万元）	合并报表归属上市公司 股东净利润（万元）	分红比例（%）	年度可分配利润（万元）
2010 年	24006.00	48499.87	49.50	84583.57
2009 年	0.00	35595.42	0.00	41122.62
2008 年	20000.00	31360.53	63.77	21603.61
最近三年累计现金分红金额占最近年均净利润的比例（%）			114.35%	

资料来源：公司公告

4. 盈利预测与投资建议

我们认为公司是行业内治理结构及经营战略均比较清晰的跨区连锁企业，其合理的店龄结构可保证公司稳定的内生增长，集群式发展及稳步扩张的战略将为公司带来外生增量，虽然公司短期出现业绩波动，但不影响公司长期投资价值。假设公司未来每年新开门店 8 家左右，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.90 元、1.12 元和 1.39 元，对应市盈率 20.11 倍、16.16 倍和 13.02 倍，目前估值合理，维持推荐评级。

5. 风险提示

新店培育期拉长，异地扩张失利，租金及人工费用上涨，物业稀缺限制扩张，违约风险，电商及购物卡规制冲击，CPI 下行导致同店增速下降，社区定位门槛较低，消费者信心不足等风险。

表 5：公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	1,303,563.72	1,653,080.27	2,055,979.87	2,535,050.38
营业成本	1,002,574.13	1,270,392.19	1,578,992.54	1,945,651.17
营业税金及附加	10,310.44	13,074.91	16,261.61	20,050.78
主营业务利润	290,679.16	369,613.17	460,725.72	569,348.43
销售费用	193,839.08	241,349.72	302,229.04	373,919.93
管理费用	22,722.89	28,928.90	35,774.05	43,602.87
财务费用	-4,383.89	-826.54	0.00	0.00
营业利润	78,493.60	100,160.09	122,720.63	151,822.63
营业外收支净额	1,911.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	80,405.44	100,160.09	122,720.63	151,822.63
所得税费用	23,104.40	28,044.82	33,134.57	40,992.11
归属母公司净利润	57,390.54	72,115.26	89,586.06	110,830.52
每股收益（元）	0.72	0.90	1.12	1.39

资料来源：公司公告，东北证券

表 6：公司现有门店情况

序号	门店	开业时间	营业面积 (M ²)	序号	门店	开业时间	营业面积 (M ²)
1	创业天虹	2002-11	19129	30	东纵天虹	2004-09	26411
2	福民天虹	2002-11	12553	31	常平天虹	2005-08	15350
3	龙华天虹	2002-11	19006	32	长安天虹	2007-12	24000
4	常兴天虹	2003-10	31348	33	黄江天虹	2010-04	26264
5	龙新天虹	2003-12	14810	34	厚街天虹	2010-08	49578
6	君尚百货	2003-12	37781	35	虎门天虹	2011-09	41300
7	沙井天虹	2004-05	31888	36	芙蓉天虹	2008-12	30000
8	布吉天虹	2004-05	17014	37	娄底天虹	2011-12	33000
9	双龙天虹	2005-02	20721	38	嘉兴天虹	2006-03	19972
10	东门天虹	2005-06	25730	39	萧山天虹	2009-12	17800
11	前进天虹	2006-01	21048	40	湖州天虹	2010-09	27800
12	西丽天虹	2006-01	17521	41	金鸡湖天虹	2009-04	22000
13	松岗天虹	2006-10	18585	42	木渎天虹	2011-12	39000
14	观澜天虹	2007-10	16660	43	宣武天虹	2009-04	22000
15	深南新天虹	2007-11	19544	44	国展天虹	2010-04	15398
16	民治天虹	2007-11	20180	45	新奥天虹	2012-01	37000
17	后海天虹	2007-11	15374	45	惠州天虹	2005-08	30892
18	沙河天虹	2008-06	16456	47	惠阳天虹	2009-09	27500
19	国贸天虹	2008-12	35698				
20	公明天虹	2010-04	38000				
21	横岗天虹	2010-12	24700				
22	江大天虹	2002-06	13000				
23	中山路天虹	2007-04	54379				
24	红谷天虹	2009-09	20000				
25	赣州天虹	2011-11	25000				
26	汇腾天虹	2003-04	19778	48	梅林天虹	2006-12	21837
27	福州天虹	2006-07	46486	49	名汇天虹	2008-12	25000
28	大西洋天虹	2007-01	19488	50	永安天虹	2011-01	19120
29	泉州天虹	2011-12	24500	51	威海天虹	2011-12	34800

资料来源：公司公告，东北证券

注：面积阴影为自有物业

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。