

天虹商场 (002419) 一季报点评

推荐

业绩低于预期，最差时期即将度过

维持评级

可选消费/百货

发布时间：2012 年 4 月 27 日

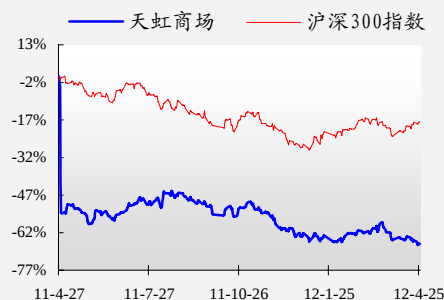
投资要点：

- **业绩低于预期：**1 季度，公司实现营业收入 38.33 亿元，同比增长 6.87%，实现归属上市公司股东净利润 1.64 亿元，同比下降 18.47%，基本每股收益 0.21 元，低于我们的预期。
- **经营受环境影响明显：**报告期公司收入增速大幅下滑主要由于受消费环境影响，可比门店增速仅为 1.3%，行业增速下降，内生增长受阻；利润同比下滑主要由于在收入增速放缓的背景下，费用及税率增加较多，且去年同期收入利润基数均在高位。报告期，公司综合毛利率为 22.23%，同比提高 0.4 个百分点，我们认为主要受益于公司超市部分通过优化供应链、品类管理等措施，毛利率稳步提升；销售费用率为 13.74%，同比提高 1.07 个百分点；管理费用率为 1.93%，同比提高 0.68 个百分点，主要源于公司仍处快速扩张中，人力成本、新店筹备及开办费增加。另外，受深圳地区税收政策影响，公司营业税金及附加同比增长了 38.61%，而 29.5% 的实际所得税率则反映出公司异地门店仍有较大亏损。
- **坚持扩张战略：**报告期，公司新开北京新奥天虹，在北京门店增至 3 家，门店总数达 51 家。未来，公司仍将坚持扩张战略，加强强势区域布局并拓展新区域，每年新增网点 8-10 家。公司目前已公告储备门店 24 家（含同时公告的深圳西乡项目，建筑面积 7.2 万平米），总面积超过报告期末的 60%，是公司未来规模持续扩大的有力保障。
- **最差时期即将度过：**我们认为公司短期经营受宏观环境、基数效应、新店培育（去年 4 家新店年底开业）、税费变化等负面因素影响明显，未来有望呈逐季回升趋势，作为行业中比较有特色的跨区域连锁企业，我们看好公司未来发展。下调公司 2012-2014 年每股收益至 0.77 元、0.94 元和 1.16 元，维持推荐评级。
- **风险提示：**异地门店培育期过长，租金及人工费用上涨，新店较多拉低整体毛利率，电商及购物卡规划冲击，消费者信心不足等风险。

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	15.72	21.8	
2012E	1,489,357	14.25	61,427	7.03	0.77	14.56	20.4	
2013E	1,839,954	23.54	74,835	21.83	0.94	15.49	16.7	
2014E	2,229,626	21.18	93,092	24.40	1.16	16.68	13.6	

走势图



市场数据

2012-4-26

收盘价：	15.72 元
52 周最高价：	47.04 元
52 周最低价：	15.28 元
平均持仓成本：	17.97 元

基本数据

2012Q1

总股本（万股）：	80,020
流通 A 股（万股）：	80,020
每股收益（元）：	0.21
每股净资产（元）：	4.76
每股经营现金流（元）：	-0.81
市净率：	3.30

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

邮 编：200135

公司经营情况及战略

1.2011 年——整合+培育+突破

整合：大力发展产地直采，生鲜基地建设，电子商务业务经营逐渐步入正轨，品种优化，后台管理、物流优化，天虹 R3 系统建设取得重大进展，供应链管理，营采协同。达到了毛利率稳步提高，费用有效控制的效果。

培育：品牌代理业务取得较大突破，商品中心代理业务目前代理了国内 22 个品牌，开设 27 个专柜。扩大品类管理试点，强化商品经营能力，实现试点品类销售及创立同比增长 20%以上。整合各种资源，帮带新开商场，努力缩短培育期。

突破：突破高端品牌引进，推进人才的培养及本土化，完善人才梯队建设，开发和提升领导力，开展猎才计划。

2.2012 年——溯源+精简+高效

溯源：反观历程总结方式，分析现状，追述问题的原因，纠正、预防，进一步推进品类管理，经营上还有很多问题，把品类作为单元推进。

精简：检讨定编状况，精简机构。

高效：减少沟通的层次，打破部门见的壁垒，提高工作效率。

2012 年，公司所处经营环境并不乐观，行业增速下降，且面临劳动力供给不足，人工成本快速上升导致经营压力加大；中高端人才不能完全满足公司的跨区域快速发展；商业地产热与零售商加快扩张步伐，物业成本上升；网购冲击等挑战，面对复杂的短期环境，公司仍将以长期战略为导向，坚持有效益扩张，并通过内部效率提升，达成毛利率上升，费用率下降的高效经营。

3.扩张——适度从重+把握升级

公司扩张中始终采取弹性定制的方式，根据物业条件，门店面积从 1 万多平到 5 万多平不等，随着行业的快速发展，小店的生存受到局限，公司将适时在较好的商圈开更大的门店，门店平均面积呈上升趋势。在物业性质方面，天虹坚持适度从重的战略，一方面在租赁中注意成本控制并加强调研，避免溧阳店情况再次发生，另一方面在大店发展过程中或探索购物中心模式时，对质量较好、发展前景好的物业，不排除以置业形式发展。

在门店定位方面，公司将积极适应顾客结构及顾客需求的变化，并力争引导顾客消费。天虹的门店中有城市中心店、社区店及君尚百货，在保持老顾客的同时，积极拓展新顾客。目前公司君尚百货发展较好，经营情况超出预期，反映出公司现有顾客的潜在升级需求，目前公司储备门店中有深圳两家和厦门一家定位君尚，在高端品牌渠道下沉的趋势下，君尚也有下沉计划。

4. 内效——稳步提升

公司毛利率多年来呈上升趋势主要靠超市和深圳以外门店毛利率的提升及百货促销减少，超市通过提高直采比例和自有品牌，毛利率仍有空间，预计未来 5-10 年，公司直采+自有品牌比例将达到 20%。

公司平效相对行业较低，反映了社区购物中心商品组合的特点，且公司很多城市中心店龄较短，平效仍在逐步提升的过程中，公司将在提升平效和人效方面做更多的努力以抵御成本上升风险。

5. 新增门店基本情况

公司 2011 年在不同区域新开 7 家门店，各门经营正常。

华南区——虎门店：业态有特色，加大了 X 的比例，近 4 万平基本全面开业，顾客认可度高。东莞本为公司强势区域，我们认为虎门店培育会比较顺利。

东南区——泉州店：城市中心店，12 月业，在当地市场定位最高但不达君尚标准，有些名品还在装修，顾客认可度高，公司为第一个进入者。永安店：加盟店，首次进入县级市。

华中区——赣州店：城市中心店，购物中心的主体店，赣州市为江西第二大城市，人口多但零售业比较滞后，公司迅速占领至高点。娄底店：城市中心店，处于最中心的位置，当地档次最高，服务最好。

华东区——苏州木渎店：整个江苏区减亏很快，已经形成丰富的经营经验，经营情况较好。威海店：加盟店，尝试进入山东省。

北京——今年 1 月新开新奥店，目前北京区共有 3 家门店。北京为公司从南跨北第一站，成本相对比较高，消费者认可度比南方低且北京消费习惯转移较慢，宣武店 09 年 4 月开始减亏，3 年培育期，比较正常，北京可比门店增长高也主要是宣武店的贡献。北京市人口基数大，购买力强，且有一定的股东资源，公司看好北京区的发展。

6. 网上天虹——探索中发展，顺应行业方向

面对实体零售受网购冲击日趋明显的形式，公司积极发展网上天虹业务，由于基数较低，2011 年公司网上天虹销售增速在 100%以上，销售额几千万元。在探索发展过程中，公司逐步确立了网上天虹发展战略，计划将其发展成为非平台式、商品销售业务不完全分离，线上线下协同的基本模式，逐步丰富品类，保持团队独立，并在采购等运营方面形成良好有效的协同。

表 1: 公司利润表预测

	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
营业收入	1,303,563.72	1,489,357.13	1,839,953.79	2,229,626.19
营业成本	1,002,574.13	1,145,017.76	1,414,004.49	1,712,798.84
营业税金及附加	10,310.44	11,779.95	14,552.97	17,635.05
主营业务利润	290,679.16	332,559.42	411,396.33	499,192.30
销售费用	193,839.08	219,978.05	273,601.13	329,315.79
管理费用	22,722.89	26,808.43	33,855.15	41,471.05
财务费用	-4,383.89	-744.68	0.00	0.00
营业利润	78,493.60	86,516.62	103,938.05	128,402.46
营业外收支净额	1,911.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	80,405.44	86,516.62	103,938.05	128,402.46
所得税费用	23,104.40	25,089.82	29,102.65	35,310.68
归属母公司净利润	57,390.54	61,426.80	74,835.40	93,091.78
每股收益 (元)	0.72	0.77	0.94	1.16

资料来源: 公司公告, 东北证券

表 2: 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	加盟			
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

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	成都武侯菜蒙置地广场	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
22	2012-03-02	惠州河南岸下马庄项目	45800	-	48608
23	2012-03-16	东莞中银广场东纵升级	41324	-	43938
24	2012-04-27	深圳西乡合正汇一城	72000	-	97318
合计		-	868140	-	-

资料来源：公司公告，东北证券

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。