

天虹商场(002419)定价报告

积极扩张的连锁百货

定价区间

37.95 -44.28 元

可选消费 / 商业

发布时间: 2010 年 5 月 31 日

投资要点:

- 天虹商场是国内著名的连锁百货企业,也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一,拥有 35 家直营连锁百货商场,营业面积达 84.86 万平方米,连续 8 年入选中国连锁百强企业,是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。
- 公司不断加大连锁业务规模,大力发展新的连锁店,2007-2009 年,公司连锁店数增长率分别为 29%、11%和 17%;经营面积增长率分别为 32%、14%和 23%。2008 年,公司位居中国连锁零售百强企业第 34 位,其中销售规模排名第 10,利润排名第 8,综合实力和行业地位逐年提高。
- 在经营模式上,公司在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式,强化了业态间的协同效应,利于满足顾客的“一站式”购物需求。
- 本次募集资金项目将通过新店开设和已有店铺的装修改造,进一步巩固在珠三角的优势地位,继续开展跨区域经营;通过购置商场房产稳定公司的经营成本、优化资产结构、规避重要商场经营场地变动风险;通过在东莞建设仓储加工中心提高公司仓储和自营商品处理能力,完善连锁经营链条;通过信息管理系统建设,完善连锁经营所必需的信息技术平台,以信息技术推进连锁零售业的发展,最终实现公司综合竞争能力的全面提升。
- 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.27 元、1.61 元和 1.99 元,我们认为公司 2010 年动态市盈率在 30-35 倍之间比较合理,对应价值区间为 37.95 -44.28 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	805,727	17.41	35,595	13.50	1.02			
2010E	1,002,082	24.37	50,613	42.19	1.27			
2011E	1,277,955	27.53	64,426	27.29	1.61			
2012E	1,600,383	25.23	79,479	23.37	1.99			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	35,000
发行数量 (万股)	5,010
发行价格 (元)	40.00
发行前 EPS (元)	1.02
发行后 EPS (元)	0.89
发行前每股净资产 (元)	2.58
发行日期	2010-5-19
上市日期	2010-6-1
主承销商	招商证券

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550108051075

TEL: (8621)6337 7000 - 250

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

1. 公司简介

天虹商场是国内著名的连锁百货企业，也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一，经营百货业逾25年。公司在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了35家直营连锁百货商场，营业面积达84.86万平方米，此外，公司还以特许经营方式管理2家商场。2009年，公司实现营业收入80.57亿元，净利润3.56亿元，连续8年入选中国连锁百强企业，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。

公司发起人为原天虹商场有限公司的五名股东，发行后，中航技深圳公司是公司的控股股东，中航工业为公司的实际控制人。

表1：公司股权结构图

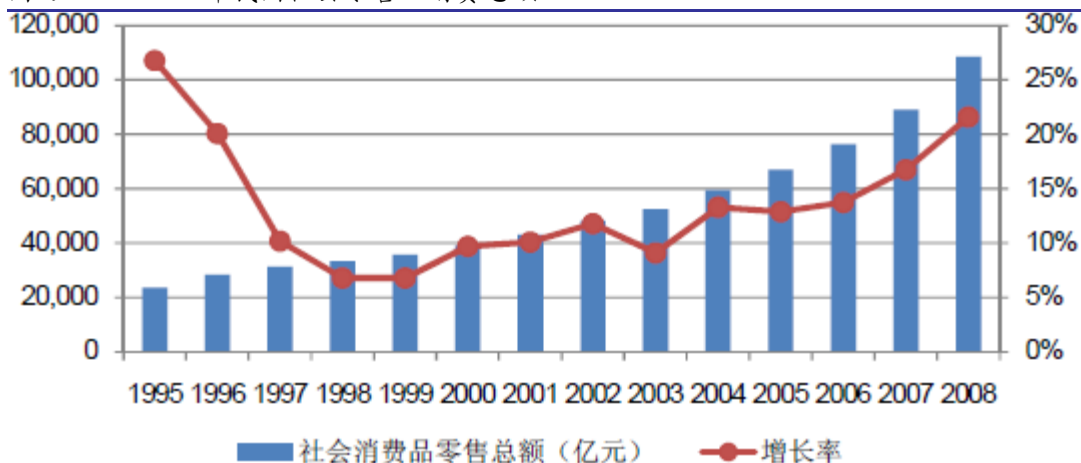
	发行前持股（万股）	占比	发行后持股（万股）	占比
中航技深圳公司	16,313.85	46.61%	15,812.85	39.52%
五龙贸易公司	15,504.30	44.30%	15,504.30	38.75%
奥尔公司	3,161.90	9.03%	3,161.90	7.90%
可来公司	11.90	0.03%	11.90	0.03%
康达特公司	8.05	0.02%	8.05	0.02%
本次发行			5,010.00	12.52%
社保基金理事会			501.00	1.25%
合计	35,000.00	100%	40,010.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

2. 公司经营环境分析

自20世纪90年代以来，受益于国家经济增长、居民收入提高、城市化进程加快等因素，我国零售业正经历着一个快速发展周期，市场规模持续快速扩大。自1995年至2007年，国内社会消费品零售总额从20,620亿元增加至89,210亿元，复合年增长率约12.98%，这意味着国内零售市场规模每6年左右就翻一番。2008年，国内社会消费品零售总额达到108,488亿元，增长21.6%。

图1：1995-2008年我国社会零售品消费总额



资料来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

公司所处的零售行业市场集中度较低，竞争较为充分。特别是我国于2001年加入世界贸易组织，于2004年12月取消了对外资在经营地域和持股比例上的限制，零售行业的外资企业大幅增加，加剧了市场竞争。

表2：我国零售业连锁百强情况

年度	连锁百强门店数		连锁百强销售额		连锁百强销售额 占社会消费品零售总额的比例
	总数（个）	增长率	金额（亿元）	增长率	
2008	120,775	14.82%	11,999	17.73%	11.06%
2007	105,191	52.23%	10,022	17.19%	11.23%
2006	69,100	51.52%	8,552	20.86%	11.19%
2005	45,604	48.89%	7,076	42.43%	10.53%
2004	30,630	48.75%	4,968	39.90%	8.35%
2003	20,591	21.22%	3,551	44.06%	6.76%

资料来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

伴随着市场规模的增长，连锁经营已逐步发展成为国内零售业的主要经营组织方式，同时越来越多的零售企业采用了多业态综合经营的模式。相对于超市而言，百货行业在承受外资零售企业的竞争相对缓和。由于超市类业态经营产品的标准化程度高，对门店选址的区位要求相对较低，大型外资零售企业如沃尔玛、家乐福等可以充分发挥其全球采购、物流和先进管理的强大优势，迅速在国内扩张店面。因此大部分外资零售商采用以大型超市的业态进入我国市场，主要经营超市类业态的国内企业受到的冲击最为直接，面对外资的竞争压力最大。而百货业态的经营定位有较强的本土化特色，外资企业在国外市场的成功经营模式难以完全复制到中国市场，国内百货企业面临外资竞争相对缓和。

3. 公司经营情况分析

公司目前合计拥有35家直营连锁商场，其中19家位于深圳市，3家位于东莞、2家位于惠州，在广东地区的经营面积合计达53.48万平米，是深圳市及广东省规模最大的百货类零售连锁企业。公司在深圳和广东地区经营百货业务逾25年，在区域内拥有领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力。

公司坚持“有效益扩张和可持续发展”的原则和“立足珠三角、拓展长三角、辐射闽三角、面向全中国”的战略部署，积极拓展跨区域经营。截至目前，公司已在珠三角地区确立了优势地位，成功进入了福建和江西市场，并开始了长三角地区、华北地区的投入。

表3：公司分地区收入情况

地区	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
深圳	563,534.14	69.94%	508,387.84	74.08%	431,080.96	77.92%
东莞	44,418.69	5.51%	38,765.31	5.65%	24,754.83	4.47%
惠州	21,302.67	2.64%	16,977.48	2.47%	12,872.71	2.33%
厦门	74,274.29	9.22%	69,258.48	10.09%	51,018.30	9.22%
福州	19,299.73	2.40%	16,069.79	2.34%	13,717.32	2.48%
浙江	8,960.34	1.11%	5,383.32	0.78%	4,098.68	0.74%
南昌	37,603.64	4.67%	30,406.54	4.43%	15,665.31	2.83%
长沙	11,102.50	1.38%	1,013.04	0.15%	—	—
苏州	14,110.47	1.75%	—	—	—	—
北京	11,120.11	1.38%	—	—	—	—
合计	805,726.58	100.00%	686,261.81	100.00%	553,208.10	100.00%

资料来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

图2：公司各门店分布情况



注：梅林天虹商场、厦门名汇天虹百货为特许经营百货商场。

资料来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

公司不断加大连锁业务规模，大力发展新的连锁店，2007-2009 年，公司拥有的连锁店家数分别为27个、30个、35个，增长率分别为29%、11%和17%；经营面积增长率分别为32%、14%和23%。2008年，公司位居中国连锁零售百强企业第34 位，其中销售规模排名第10，利润排名第8，综合实力和行业地位逐年提高。

表4: 公司的行业地位

序号	利润排名	企业名称	2008年度销售规模
1	4	大连大商集团有限公司	6,255,500
2	12	合肥百货大楼集团股份有限公司	1,939,962
3	—	天津一商集团有限公司	1,780,376
4	13	武汉中百集团股份有公司	1,423,899
5	7	山东银座商城股份有限公司	1,400,000
6	11	青岛利群集团股份有限公司	1,386,877
7	3	北京王府井(集团)股份有限公司	1,165,601
8	9	武汉武商集团股份有限公司	1,150,076
9	2	上海百联集团股份有限公司	987,858
10	8	天虹商场股份有限公司	944,650

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券金融与产业研究所

在经营模式上, 公司在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式, 提高了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用, 将超市打造成为可与百货共享顾客群体的精致超市, 并根据顾客需求和竞争对手灵活配置“X”部分(如电器、家居、餐饮等)。公司弹性定制的业态组合模式, 强化了业态间的协同效应, 利于满足顾客的“一站式”购物需求。

4. 募集资金投资项目分析

公司本次募集资金主要将用于新设7家新商场项目、收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业、仓储加工中心建设项目、现有3家商场装修改造项目和信息管理系统建设项目。

表5: 公司募集资金投资项目

序号	拟投资项目名称	拟投资额(万元)	比例
1	新设7家新商场项目	42,353.00	40.09%
2	收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业	35,000.00	33.13%
3	仓储加工中心建设项目	15,658.30	14.82%
4	现有3家商场装修改造项目	8,732.24	8.27%
5	信息管理系统建设项目	3,900.00	3.69%
	合 计	105,643.54	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券金融与产业研究所

本次募集资金项目将通过新店开设和已有店铺的装修改造, 进一步巩固在珠三角的优势地位, 继续开展跨区域经营; 通过购置商场房产稳定公司的经营成本、优化资产结构、规避重要商场经营场地变动风险; 通过在东莞建设仓储加工中心提高

公司仓储和自营商品处理能力,完善连锁经营链条;通过信息管理系统建设,完善连锁经营所必需的信息技术平台,以信息技术推进连锁零售业的发展,最终实现公司综合竞争能力的全面提升。

5. 盈利预测与价值区间

我们预计公司2010-2012年每股收益分别为1.27元、1.61元和1.99元,我们认为公司2010年动态市盈率在30-35倍之间比较合理,对应价值区间为37.95 -44.28元。

表6: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	EPS (2010E)	PE (2010E)
000560.SZ	昆百大A	0.58	15.84
000516.SZ	开元控股	0.41	22.58
002187.SZ	广百股份	1.22	23.10
000564.SZ	西安民生	0.31	23.36
600693.SH	东百集团	0.41	23.48
600327.SH	大厦股份	0.66	23.54
000987.SZ	广州友谊	0.94	24.76
000501.SZ	鄂武商A	0.59	25.20
600785.SH	新华百货	1.32	26.04
600628.SH	新世界	0.47	27.32
600697.SH	欧亚集团	0.90	27.61
600859.SH	王府井	1.22	27.95
000419.SZ	通程控股	0.33	28.13
000417.SZ	合肥百货	0.51	28.31
600280.SH	南京中商	0.75	28.51
600631.SH	百联股份	0.46	29.43
600814.SH	杭州解百	0.29	30.18
002277.SZ	友阿股份	0.59	30.61
600828.SH	成商集团	0.47	32.00
600858.SH	银座股份	0.82	32.24
600778.SH	友好集团	0.31	32.31
000715.SZ	中兴商业	0.40	34.27
000785.SZ	武汉中商	0.25	34.56
600861.SH	北京城乡	0.26	34.65
600682.SH	南京新百	0.28	37.12
600738.SH	兰州民百	0.27	37.67
600729.SH	重庆百货	0.96	42.22
600694.SH	大商股份	0.98	44.84
000882.SZ	华联股份	0.15	52.31

资料来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

表7：公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	805,726.58	1,002,082.15	1,277,955.37	1,600,383.50
营业成本	620,721.66	761,983.27	970,479.30	1,215,331.23
营业税金及附加	3,449.74	4,290.44	5,471.60	6,852.08
主营业务利润	181,555.18	235,808.44	302,004.46	378,200.19
销售费用	122,364.06	152,216.28	195,399.38	246,299.02
管理费用	12,823.84	15,532.27	19,808.31	24,805.94
财务费用	997.35	701.46	894.57	1,120.27
营业利润	45,356.05	67,358.43	85,902.21	105,974.95
营业外收支净额	1,705.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	47,061.47	67,358.43	85,902.21	105,974.95
所得税费用	11,466.05	16,745.31	21,475.55	26,493.74
归属母公司净利润	35,595.42	50,613.13	64,425.66	79,479.22
每股收益(元)	1.02	1.27	1.61	1.99

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

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。

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。