



东兴证券
DONGXING SECURITIES

外延战略逐步清晰的连锁领跑者

——天虹商场（002419）

2010年7月16日

推荐/维持

天虹商场

事件点评

银国宏

零售行业分析师

联系人：高坤

gaokun@dxzq.net.cn

010-66507320

事件：

公司于2010年7月16日公告了《关于变更部分募集资金投资项目的公告》的相关内容。将原计划用于三家商场装修改造的募集资金合计8732.24万元变更为“进行天虹购物广场的升级调整改造”。同时公告了《关于部分超募资金使用计划的公告》，公司本次上市超募的85689.27万元资金除了原先公告的7家新开门店外，又增加了7家新设门店项目。

观点：

1. 变更部分募集资金突出本土制高点。

公司原计划进行改造升级的三个项目包括：南昌江大天虹商场、厦门汇腾天虹商场及双龙天虹商场三家。本次募集资金项目变更后，项目投资规模较原计划减少188.96万元。由于在募集资金到位前，公司已以自有资金对前述三家商场进行了部分装修改造并能暂时满足目前的经营需要。从投入绩效来看，分散资金的力量进行相关门店的改造调整远不如集中力量突出主力门店的核心品牌价值更为重要。天虹购物广场所在的中心区已成为深圳最高端的商务办公区域，场周边地铁等公共交通发达，但化妆品等高端品类还具有较大调整空间，此次包括工程投资、招商及其他费用在内的8543.28万元投资将充分挖掘高端商务区带来的成长红利，预计未来5年总销售额491618万元，相比不装修销售总额提升约20%；未来5年总利润8249万，年均利润增长率约50%。

2. 超募资金新增项目凸显核心经济圈非主流城市的外延主线。

本次超募的8.6亿元中有4.3亿元用于新项目及在建项目。从区域分布可以看出，公司的战略布局已经主要集中于诸如长三角、珠三角、海西等核心经济圈的二三线非省会市场，这类市场的成长空间较大，租金、人力成本都相对低廉。一方面二三线非省会城市伴随着核心经济圈快速提升的消费阶段性升级与天虹中高端的品牌定位较为相符，公司可以充分利用丰富的供应商资源，提高扣点的平均水平；另一方面，公司以快于当地百货零售企业的步伐优先占据“非主流地区”的优质商圈，并通过超市、电器辅助的弹性定制获得集聚效应，在巩固临近区域内已有门店的同时，扩展了辐射范围，整体上形成了“核心-外围”错落有致的网状布点。

从此次新增七家门店的部分具体区域规划中，我们可以略见一斑公司的整体布局战略：

- 湖州市位于苏州、杭州、南京等城市的交界处，项目所处的爱山广场商业圈是政府规划重点发展的新兴商业中心，目前正处于发展期，进驻项目将有利于公司拓展长三角战略的实施，促进门店群优势的形成，此项目分享了区域、商圈和门店群共同成长的三重红利；

- 溧阳市隶属常州市，近三年来GDP增长速度均超过20%，项目所处的西大街商业圈可以辐射溧阳全市，同样有利于公司扩大在长三角的市场份额和影响力；

·泉州经济实力雄厚，GDP总量位居福建省第一。项目位于新旧城市区的交界区域，随着市政府及相关机构东迁，将增加大量中高收入人群。在巩固原有福州市场的同时，将辐射范围扩大到了厦门和泉州两个海西制高点；

·木渎镇位于苏州市西南部，是苏州吴中区经济重镇，公司在苏州市已成功开设了一家城市中心店，通过“中心店+社区店”的战略模式在巩固原有重点市场的同时，依托低成本的社区店实现了渠道下沉；

·绍兴经济实力强，位列全国经济十强县，是全国商贸市场大县之一，项目处于“一核”片区的核心位置，不仅适应了浙江省“强县扩权”的经济发展模式特点，也成为进一步下沉县级市场的试金石。

表 1：新、老募投新设项目基本情况汇总

项目名称	投入（万元）	面积	定位	租赁期限
深圳国贸项目	6768.00	14477.88	城市中心店	15
长沙 BOBO 天下城项目	5053.00	30000.00	社区购物中心	20
苏州金鸡湖项目	8200.00	50911.56	城市中心店	15
北京朗琴国际项目	6545.00	22000.00	城市中心店	20
惠州惠阳锦江国际项目	6476.00	27500.00	社区购物中心	20
南昌红谷滩项目	5110.00	20000.00	社区购物中心	20
杭州萧山柠檬公寓项目	4201.00	17800.00	社区购物中心	20
新设项目				
	投入（万元）	面积	开业时间	年均利润 E(万)
东莞厚街盈丰广场	4530.2	50000	2010 年下半年	1289
湖州爱山广场	3072	30000	2010 年下半年	1294
溧阳平陵广场	3093	25000	2010 年下半年	1643
横岗信义	4088	25000	2010 年下半年	1696
泉州世纪嘉园	2513.4	24500	2011 年末	690.2
苏州木渎新华商业广场	2654	39000	2012 年年中	986.8
绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3039	33000	2012 年	1083.2

资料来源：招股说明书，公司公告

3. 快速跑马圈地与业绩压力的矛盾平衡尽显领跑者风范。

根据最新的新店拓展计划，公司今年8-10家的新店计划已经基本完成，但由此带来的培育期压力，尤其是异地市场的水土不服可能对公司的业绩形成一定压力。未来2年公司仍将保持10家以上的外延步伐，如何平衡跑马圈地的必要性和业绩压力的弊端是公司不得不面临的重大问题。但我们认为，随着公司巩固核心区域，拓展非主流二三线城市甚至是县级城市的战略逐渐清晰，公司在避免了大量城市中心店带来的高租金成本同时，还分享了城镇化带来的零售市场量价齐升的盛宴；此外，通过对在已有门店周围进行“核心-外围”的密集布点，进一步实现了外延费用的规模经济化和滚动开发带来的业绩平滑。

结论：

公司坚持“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，作为为数不多的全国连锁扩张百货与拥有同样战略的王府井较具可比性。但后者主要集中于省会城市核心商圈或是主流商圈的扩张，而天虹则日趋突出了其非省会城市甚至是县级市的下沉外延，在避免了商圈成本高企、竞争激烈等弊端的同

时，分享了城镇化带来的区域经济发展、商圈成长的集聚效应以及“核心-外围门店”布局的带动效应三重红利。而从内涵因素来看，信息化是连锁扩张的应有之义，也是实现连锁经营规模经济的必要手段，天虹本次上市拟利用募集资金进行的包含供应链管理系统(SCM)、商业智能系统(BI)、项目管理系统(PM)等在内信息化建设均处于行业前沿，由此带来的费用规模经济将是平滑大规模外延扩张业绩压力的重要手段，以王府井、天虹为代表的集约化、信息化企业的管理费用率均低于东部平均水平，而对应的期间费用率也呈现相同的格局。

表 2：（全国）连锁代表企业相关费用率情况（5 年平均）

经济带、圈	代表企业	门店数量	管理费用率	期间费用率
长三角	百联股份	23	8.67	19.12
珠三角	天虹商场	40	1.93	17.59
海西经济区	东百集团	5	4.57	13.41
京津冀、环渤海	王府井	19	5.81	13.92
东部地区平均			9.90	22.45

资料来源：WIND，东兴证券研究所

作为为数不多的全国型连锁零售企业，公司有望分享行业全面发展的红利。社区购物中心定位的市场空间和 X 业态的弹性定制将成为其进行核心经济圈非省会城市外延战略的重要突破口，并同时平滑快速扩张带来的业绩压力。公司全年有望保持 30%以上的业绩增长。我们维持公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.17 元和 1.54 元，对应的 PE 分别为 29 倍和 22 倍，维持公司“推荐”的投资评级。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,862.62	8,057.27	10,071.58	12,589.48	15,107.37
营业成本	5,195.31	6,207.22	7,704.76	9,630.95	11,481.60
营业费用	1,083.34	1,223.64	1,561.10	1,888.42	2,266.11
管理费用	161.70	128.24	151.07	195.14	226.61
财务费用	0.28	9.97	(4.32)	4.61	(0.58)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	384.04	453.56	608.41	807.21	1,057.90
利润总额	393.23	470.61	623.41	822.21	1,072.90
所得税	79.62	114.66	155.85	205.55	268.23
净利润	313.61	355.95	467.56	616.66	804.68
归属母公司所有者的净利润	313.61	355.95	467.56	616.66	804.68
NOPLAT	306.50	350.60	453.07	608.87	792.99
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,553.75	1,698.19	2,417.18	2,769.69	3,323.62
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	23.31	24.91	30.35	37.94	45.53
预付款项	126.56	320.91	475.01	667.63	897.26
存货	198.01	204.59	253.31	316.63	408.93
流动资产合计	2,033.55	2,399.11	3,364.70	4,027.06	4,957.55
非流动资产	1,010.04	1,534.18	1,133.92	1,359.99	1,463.31
资产总计	3,043.58	3,933.29	4,498.62	5,387.05	6,420.86
短期借款	0.00	0.00	541.94	476.28	508.12
应付帐款	876.26	1,155.65	1,372.08	1,794.26	2,139.04
预收款项	1,102.11	1,410.14	1,712.29	2,089.97	2,543.19
流动负债合计	2,356.36	3,030.12	4,096.80	4,861.89	5,724.77
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	687.22	903.17	1,046.79	1,170.12	1,331.05
净营运资本	(322.82)	(631.01)	(732.10)	(834.84)	(767.22)
投入资本 IC	(866.53)	(795.02)	(828.45)	(1,123.29)	(1,474.45)
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	313.61	355.95	467.56	616.66	804.68
折旧摊销	66.04	64.99	0.00	123.93	146.68
净营运资金增加	141.89	(308.19)	(101.09)	(102.74)	67.62
经营活动产生现金流	740.89	1,169.09	832.59	1,265.58	1,405.46
投资活动产生现金流	(177.07)	(884.65)	(335.92)	(349.48)	(250.20)
融资活动产生现金流	(172.27)	(155.39)	222.31	(563.60)	(601.32)
现金净增（减）	391.54	129.05	718.99	352.51	553.94

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~ 15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~ +5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。