

百货零售



向涛 商业零售研究员
021-3856 5942
证书号: S0190209080152
xiangtao@xyzq.com.cn

推荐

天虹商场（002419）

具备优秀管理机制的零售商

2010年8月23日

投资要点

- **1、社区百货为主的零售公司。**公司定位为商业零售企业，主要经营模式是在主要城市的成熟社区开设门店，并通过一定程度密集布店，在某一区域形成销售规模优势，进而发行购物卡消费巩固其优势地位。公司业态上为“百货+超市+X”，其百货定位中档大众，超市满足日常社区居民生活需求，X包括家电零售、家纺等，具体由公司根据不同社区的环境决定是否作为补充业态进入。
- **2、广深地区为其强势区域。**深圳为公司发源地，截止2010年上半年公司拥有37家直营门店，3家托管门店，营业面积超过80万平米。直营店中，深圳20家，广东东莞及惠州5家，南昌3家，福建3家，浙江4家，北京2家。公司目前收入和利润主要来源于广深地区，09年公司广东地区营业收入62.42亿元，占比达到78%，净利润除去广东省其余地区合计亏损超过4000万（其中福建省盈利超过5600万）。
- **3、上半年经营概况。**2010年上半年，公司实现营业收入48.09亿元，同比增长28.8%，其中同店增速17.1%。实现归属母公司净利润2.32亿元，同比增长24.5%，每股收益0.66元。利润增速低于收入增速，主要是因为公司部分区域门店实际所得税率提升（2009年按20%税率执行，2010年按22%税率执行，2011、2012年分别为24%和25%）。从业态构成情况看，百货同比增长39.8%，超市增长13.9%；分区域看，深圳地区增长18.9%，深圳以外地区增长55.5%，外埠增长情况良好，部分源于北京、苏州两家为去年新开店。
- **4、股权结构为公司亮点。**公司第一大股东为中国航空技术深圳有限公司（39.52%），实际控制人是中国航空工业集团公司，为央企企业；第二大股东五龙贸易有限公司（38.75%）为外资法人股，此外公司管理层通过三家法人公司合计持有公司7.95%的股份。央企背景、外资战略投资者以及管理层间接持股的独有模式对公司从战略到管理形成有效的制衡，是公司一大看点。
- **5、管理能力卓越。**独有的控股结构也体现到了公司管理层的执行力中，公司通过平衡积分卡、供应链管理、针对客户消费习惯的量化分析等多种手段来加快存货周转，寻找有效需求和消费的结合。2010年中报显示公司的存货周转天数为9.66天，远快于国内其他零售企业（行业中百货企业平均存货周转天数28天，超市企业平均存货周转天数40天）。
- **6、今年强调区域、网络和创新。**今年以来公司主抓区域、网络、创新三条主线，包括：将过去总部直接管理分店逐步向建立区域责任制转型，目前建立了4个区域总部和北京公司；初步建成电子商务网络销售体系，计划今年实现营收2000万；通过细化了解客户消费的情感曲线，去弥补库存结构中的短板问题等；今年公司计划新开8家门店，未来2年计划新开10家门店。

- 7、**盈利预测和评级。**我们认为公司的优势体现在其良好的股权结构和优秀的管理层执行力上，短期来看广深地区收入和净利润占比过高，外埠区域中浙江、北京等异地门店培育进展需要观察。我们预测公司 2010-2011 年 EPS 分别为 1.22 元和 1.61 元，给予公司“推荐”的评级。

附：调研交流会纪要

1、公司定位社区百货，主营百货+超市，公司如何看待奥特莱斯及购物中心等新兴业态在国内的发展前景。

答：公司对购物中心、奥特莱斯等业态一直保持关注，并且有部分门店作为主力店进入了购物中心了，未来公司也会考虑尝试去建设和管理合适的购物中心；奥特莱斯目前在中国尚处于萌芽阶段，其经营的核心是货物的来源；目前国内百货店以联营形式为主，很多国内供应商能够把握生产节奏，因此尾单较少，另外目前国内很多百货店习惯做换季打折；未来看也许无形网络销售冲击会更大。

2、公司采取轻资产运营战略，物业都以租赁为主，未来是否会考虑进行收购部分物业自有？

答：天虹一直以来采取的是纯粹轻资产战略，有 2 个方面的原因，首先零售行业是一个快速周转的行业，资源要有效利用需要周转快，其次在 IPO 成功之前公司的现金流充沛但是资产负债率很高，如果资产重则变现能力弱，对公司经营有风险；租赁经营的风险源于租期到期后，无法续租以及租金大幅上涨的风险，并且无法享受物业增值带来的成果。未来公司将适度的购买物业，降低全租赁方面的风险，今年上半年公司已经收购了东莞一处物业。

3、公司未来在分红率方面是否有计划？

答：公司过去一直保持着很高的分红率，未来如何确定分红比例需要董事会去决定，以给予投资者良好的回报为标准。

4、公司未来的发展战略，以全国布局为主还是会更专注在区域拓展？

答：公司总体的战略还是立足华南，概括起来是“立足珠三角，辐射闽三角，拓展长三角”，公司在福建也有很多项目在洽谈中；公司定位白领中端顾客群，这么看未来在长三角还是具备市场的；对于已经进入的区域（如北京、苏州等地），公司会根据在该区域第一家店的盈利时间来决定是否开后续门店，以求控制风险。

5、城市中心店与社区购物中心店的区别在哪里？

答：两种类型的门店最核心的区别不是在于商品结构和档次，而是所处的商圈的位置以及辐射的顾客范围；公司做城市中心店追求的体量更大一些，会提供更丰富的商品结构，档次配置上原则上是比较高的；社区购物中心主要辐射范围在社区 1.5 公里之内，10 万左右人口，可以支持一个社区购物中心，品牌配置上针对社区居民收入水平去定位；一般来说社区购物中心里面超市面积能达到 25%，比例要高于城市中心店。

6、请介绍此次调研中安排的龙华店及沙河店特点？

答：这次公司安排看的 2 家店是有代表性的。龙华店开业已经有 8 年的时间，今年增长再度达到了 2 位数，究其原因，是因为公司发展很重要的逻辑就是重新解读顾客的需求，通过后台数据信息分析及前台客户问卷调查，来不断调整商品的结构，做到最优商品品类组合；次新店方面，下午看的沙河店具备代表性，2 年来收入都能保持高速增长。

7、从行业的角度，中国城市化率增长很快，公司未来战略上会去分享城市化次商圈的增长（区域龙头没有

去占领的地方)

答: 根据国际经验统计, 城市化率达到 65% 左右时, 其对经济的拉动作用将会降低, 目前我国的城市化率在 45% 左右, 因此目前看中国依靠城市化拉动经济还有 10 几年的时间; 具体到中国而言, 一线城市化带来了许多新商圈的兴起, 比如北京从一环到五环, 其次是乡镇变成了城镇, 公司门店的主要发展着眼点就是在次商圈和二三线城市这 2 个地方。

8、公司的嘉兴店以及后海店, 经营情况不是很好, 这两家店都没有超市业态, 旁边有家乐福和沃尔玛, 是否形成了竞争呢?

答: 公司百货+超市的组合是在 99 年基于客户需求总结出来的, 所有的定位最终都站在顾客的角度去想问题; 后海店、嘉兴店都在一个购物中心里面, 该购物中心内已经有了外部超市了, 因此开始定位就没有再做超市, 但是效果并不好; 前进店内有超市, 旁边有沃尔玛, 生意也还是很不错, 天虹的客户定位于沃尔玛是不同的; 后海和嘉兴做的不好, 可能也有商圈的关系。后海旁边有个海岸城, 嘉兴店在一个新兴商圈;

通过嘉兴和后海店学到的东西, 纯百货业态不是不能去做, 但是与综合性业态去比, 经营的要求是不一样的, 以后公司如果再开纯百货上, 面积是需要大一点, 后海 1.5 万平米, 商品的丰富程度无法满足客户需求; 纯百货更多应该分布在中心商圈, 客流量大的地方; 这 2 个店进入购物中心, 因此定位上就不是完全依赖自己去决定的, 与购物中心的定位调整有很大关系; 后海店下一步要去做减法, 不能以丰富去竞争, 因为面积有限, 未来将聚焦品类, 加深产品线的深度, 如中高端男装品牌, 目前在整个区域已经做到了第一;

嘉兴店今年肯定能实现盈利, 去年下半年已经能盈利了, 今年每个月都能盈利; 后海店今年的销售额超过 30% 的增长。

9、为何公司在深圳没有发展大店, 北京、苏州店的经营前景如何?

答: 公司在深圳不是不想开大店, 是找不到类似苏州 5 万平米的物业; 公司目前在深圳部分店就碰到物业面积小, 无法进一步调整结构去满足原有客户不断提升的消费需求; 类似苏州、北京的大店未来培育成熟了会有大的爆发力, 苏州、北京今年还是培育期, 在减亏。顾客认知、供应链整合、政府关系的整合都需要一个过程, 在新区域都要走这样的过程; 天虹的门店开业第二年第三年一般都增长 40% 左右; 北京、长沙的增速已经超过 40%, 苏州的日均销售增速也要高于北京宣武店。

10、09 年公司管理费用同比下降的原因何在?

答: 09 年的管理费用下降是公司做成本控制的结果, 这些成果在今年仍然在发挥作用。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。