

强烈推荐-A (维持)**天虹商场 002419.SZ**

目标估值: 50.00 元

当前股价: 42.59 元

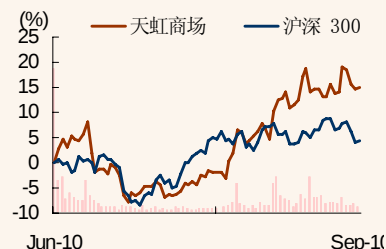
2010 年 9 月 20 日

拟与股东“百货+商业地产”互动发展**基础数据**

上证综指	2599
总股本 (万股)	40010
已上市流通股 (万股)	5010
总市值 (亿元)	170
流通市值 (亿元)	21
每股净资产 (MRQ)	7.6
ROE (TTM)	19.3
资产负债率	49.6%
主要股东	中航技深圳公司
主要股东持股比例	39.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	6	6
相对表现	9	19	20

**相关报告**

1、《天虹商场 (002419) - 高速成长的扩张型连锁百货》08/16/2010

朱卫华

S1090203100034

研究助理

杨夏

0755-82944685

yangxia@cmschina.com.cn

事件:

公司公告, 与控股股东中航技深圳公司及莱蒙国际集团签署《战略合作框架协议意向备忘录》, 将进一步在房地产开发和商业项目拓展方面发挥各自的资源和专业优势, 通过协作开发、商业租赁、物业购买等方式, 建立双方的战略合作伙伴关系, 力争使双方在商业项目运营上发挥更好的协同效应, 互利互惠。

一、评论:

- 1、中航技深圳公司是天虹商场大股东, 为多元化经营的战略控股公司, 主要业务包括电子制造、商业地产、百货零售和贸易等。其地产部门主要为参股及控股的深圳中航地产股份有限公司、深圳中航地产发展有限公司及深圳和记黄埔中航地产有限公司 (见图 3)。莱蒙国际为公司二股东五龙贸易公司实际控制人黄俊康经营地产业务的控股公司, 其在香港、珠三角、长三角及成都地区有大量商业地产和住宅项目 (见表 1)。
- 2、公司与其合作的主要好处在于: 实质是天虹的百货经营和中航技深圳公司、莱蒙国际的商业地产经营在客流量经营上实现双赢, 相辅相成, 相互提供价值; 与对方协作开发, 一定程度上可以做到公司对门店物业的自主规划设计, 使得物业规划更符合公司商业经营的要求, 破除物业规划设计不合理所带来的门店经营瓶颈等难题。
- 3、合作方式除协作开发外, 公司还提到了商业租赁和物业购买, 我们认为, 对于位于核心商圈黄金位置的物业, 或其商圈未来有较大发展潜力、位置较好的物业, 其物业价值和租金是长期看涨的, 购买物业可以锁定长期成本, 并可以享受物业升值带来的好处, 且由于是自有物业, 公司才更敢于在该物业上投入精力及资源, 更有利于打造成有影响力的旗舰店, 扩大品牌影响力。但我们坚信, 公司未来的发展战略仍将是租赁为主的轻资产发展战略。

二、投资建议与估值

天虹是一个高成长的零售公司, 投资亮点主要在于:

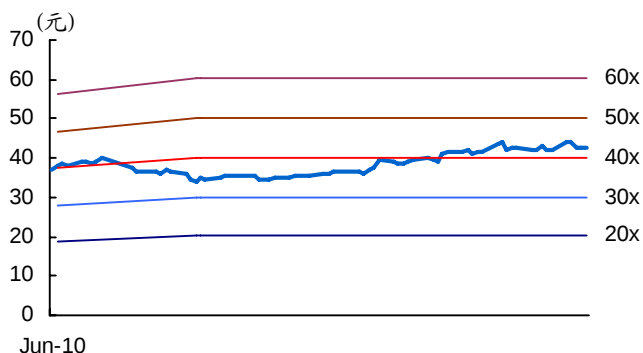
- ✓ **差异化的组合业态模式, 标准化程度高, 可复制性强:** “百货+超市+X”体现门店经营差异化, 各业态有机结合, 有效吸引客流量增长;
- ✓ **外延、内生增长都很强劲:** 门店数量扩张较快, 未来 2-3 年门店数量及面积扩张接近 20%, 门店存活率接近 100%, 经营 4 年以上的门店依然有着两位数的同店增长率, 半数老门店正处于收入和利润的快速增长期, 老店的利润增长能够在覆盖新店培育期亏损的基础上, 使公司利润保持较快增速;

- ✓ **门店培育期短：**得益于区域密集布点的开店策略，公司在后台招标采购上有规模优势，营销管理费用能得到有效分摊，使得新开门店培育期能得到较大程度缩短；
- ✓ **成长性好，抗风险能力强：**近 5 年收入和扣非后净利润复合增长率分别达到 26 % 和 25 %；剔除老深南店关店影响，05 - 09 年扣非净利润年复合增长率达到 41 %，金融危机影响下 2009 年的剔除老深南店影响后的收入和净利润增长分别达到了 22 % 和 27 %，显著高于同区域内的其他零售公司；
- ✓ **优秀的管理团队：**公司管理团队凝聚力较强，执行力优秀，激励到位，115 名高管拥有约总股本 8% 的间接股权激励；公司将最先进管理技术和 20 余年经营管理经验相结合，以工业企业的管理理念管理零售企业，内部管理规范化、标准化、制度化，公司运营模式的内部可复制能力强。

预计 2010、11 年实现净利润 4.99 亿、6.43 亿，分别同比增长 40 %、29 %，全面摊薄 EPS1.25 元、1.61 元。作为成功实现跨区域拓展的零售公司，公司应该享受估值溢价。给予“强烈推荐 - A”的投资评级，目标价位 50 元，对应 2011 年 31 倍 PE。

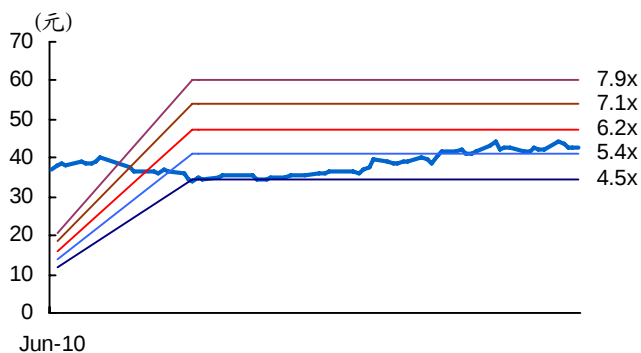
风险因素：宏观经济波动影响消费者信心；门店培育期和新开店低于预期。

图 1：天虹商场历史 PE Band



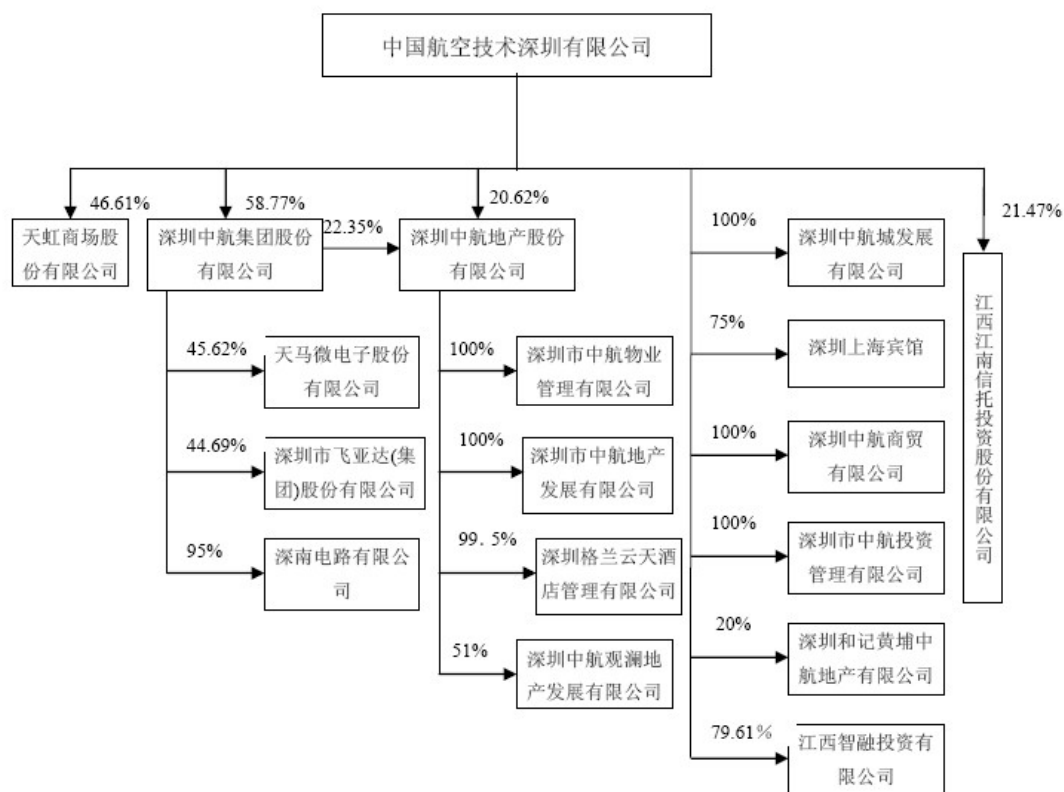
资料来源：招商证券研发中心

图 2：天虹商场历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

图3：中航技深圳公司经营架构



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

表 1：莱蒙国际主要开发项目一览

地区	项目名称	备注
香港	鹏利中心、世贸中心、冬青道一号、凯途发展大厦、达隆名居、南区别墅群、康馨园、鹏丽阁	1
珠三角	深圳莱蒙水榭春天	位于福田 CBD 中央居住区，项目总占地 16.7 万平米，总建面约 56 万平米，毗邻地铁 4 号线红山站。
	香蜜湖水榭花都	位于深圳福田香蜜湖附近，占地面积 16.5 万平方，总建筑面积 29.5 万平米
	深圳莱蒙水榭花园	位于龙华二线拓展区南侧，与福田中心区相邻，总占地面积 14.3 万平方米，建筑面积 13 万平方米。
	东莞时尚岛商业中心	项目位于莞太大道和鸿福路交汇处，东莞市 CBD 核心位置。总占地面积 1.87 万平米，商业面积为 4 万平米。
长三角	常州莱蒙城	总规模达 142 万平方米，是常州首个集五星级酒店、国际级体展中心、国际综合商业配套及高尚住宅为一体的超大型主题社区。
	杭州余杭莱蒙商业中心	地处杭州临平，总建面达 5 万平方米。
	常州莱蒙都会	位于常州核心商业区，项目总占地面积 9.8 万平方米，总建筑面积达 57 万平方米。项目分四期开发，目前已建成一二三期，四期在建中。
其他	成都莱蒙都会	地处成都市规划打造的国际红牌楼商圈，近锦里及武侯祠，项目规划总建筑面积 14 万平方米。

资料来源：公司网站，招商证券研发中心

表 2: 公司公告的开店计划

	门店	地点	面积 (平方米)	投资额 (万元)	每平方米投资额 (元)	开业时间	备注
直营	东莞黄江店	东莞	26264			2010 年 4 月 (已开)	
	北京国展店	北京	15398	2953	1918	2010 年 4 月 (已开)	1686 万/年, 3 元/平方米/天 (含管理费)
	东莞厚街盈丰广场	东莞	50000	4530	906	2010 年 7 月 (已开)	
	湖州爱山广场	湖州	27800	3072	1105	2010 年 10 月	
	溧阳平陵广场	常州溧阳	24000	3093	1289	2010 年 12 月	
	横岗信义	深圳龙岗	25000	4088	1635	2010 年 12 月	
	泉州世纪嘉园	泉州	24500	2513	1026	2011 年末	
	娄底万豪城市广场店	娄底	33000			2012 年	20 年租金 2.84 亿, 自开业起付
	苏州木渎新华商业广场	苏州	39000	2654	681	2012 年中	
	绍兴柯桥蓝天影视文化中心	绍兴	33000	3039	921	2012 年中	
	南昌京东购物广场	南昌	30000	2632	877	2012 年	
	总部大楼旗舰店	深圳	39000			2013 年	自有物业
	龙岗坪山店	深圳	16629				20 年租金 1.1 亿, 自房产交付日起
	株洲银天商业广场店	株洲	33552	2849	849	2013 年	20 年租金 4.09 亿, 自开业起付
小计			417143				
加盟	深圳公明店	深圳	38000			2010 年 4 月 (已开)	
	金华世贸中心广场店	金华	24000				加盟期 10 年
	永安新世纪广场店		19120				加盟期 10 年
小计			81120				
合计			498263				

资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《零售行业研究系列专题之一 - 业态战争》11/18/2009

我们认为零售业内各业态经营关注侧重点有着较大差别: 百货经营主要看选址、定位、招商; 超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张; 专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

2、《零售行业研究系列专题之二 - 百货业态演进探析》02/25/2010

借鉴日本百货业发展历程及现状, 我们认为, 中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战, 为了应对挑战, 中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

3、《零售行业研究系列专题之三 - 梦想即将照进现实 - 国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪 60 年代，日本实施国民收入倍增计划后，其零售业在较长时期内高速发展。当下，我国经济发展面临向消费驱动型转型，提高国民收入势在必行。我们认为，收入分配改革方案推出后，若能得到有效推行，我国零售业也将迎来高速发展期。

4、《天虹商场（002419） - 高速成长的扩张型连锁百货》08/16/2010

天虹是一个高成长性的零售公司，采取“百货+超市+X”组合业态的差异化经营模式，标准化程度高，可复制性强。开店拓展速度快，有数量有质量，采取区域密集布点的方式，体现规模效应，缩短门店培育期，内生性增速优异。公司未来保持年复合增长 30% 的增速可期，是不可多得的成长性百货公司。

5、《天虹商场（002419） - 值得长期投资的百货龙头》08/19/2010

6、《天虹商场（002419） - 福建市场又添新店》09/08/2010

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	1505	2034	2399	4981	6124
现金	1162	1554	1698	4348	5317
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	28	23	25	31	40
其它应收款	96	132	151	190	241
存货	164	198	205	257	327
其他	0	127	321	156	198
非流动资产	1012	1010	1534	1879	2086
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	696	663	644	972	1175
无形资产	51	50	525	472	425
其他	265	297	365	435	485
资产总计	2517	3044	3933	6860	8210
流动负债	1970	2356	3030	3695	4594
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	710	876	1156	1450	1847
预收账款	899	1102	1410	1769	2254
其他	361	378	464	476	492
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1970	2356	3030	3695	4594
股本	250	350	350	400	400
资本公积金	60	40	40	1903	1903
留存收益	238	297	513	862	1313
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	547	687	903	3166	3616
负债及权益合计	2517	3044	3933	6860	8210

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	730	741	1169	1417	1574
净利润	313	314	356	499	643
折旧摊销	0	0	0	205	244
财务费用	0	0	0	(18)	(38)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	732	726
其它	418	427	813	0	0
投资活动现金流	(296)	(177)	(885)	(550)	(450)
资本支出	0	0	0	(550)	(450)
其他投资	(296)	(177)	(885)	0	0
筹资活动现金流	(40)	(172)	(155)	1782	(155)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	50	0
资本公积增加	0	0	0	1863	0
股利分配	0	0	0	(150)	(193)
其他	(40)	(172)	(155)	18	38
现金净增加额	394	392	129	2649	970

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	5532	6863	8057	10152	12921
营业成本	4216	5195	6207	7787	9923
营业税金及附加	39	37	35	41	52
营业费用	888	1083	1224	1523	1925
管理费用	81	162	128	173	218
财务费用	12	0	10	(18)	(38)
资产减值损失	(30)	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	19	0	0	0	0
营业利润	345	384	454	648	841
营业外收入	40	20	20	20	20
营业外支出	8	11	3	3	3
利润总额	377	393	471	665	858
所得税	64	80	115	166	214
净利润	313	314	356	499	643
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	313	314	356	499	643
EPS (元)	1.25	0.90	1.02	1.25	1.61

主要财务比率

	2007	2008	2009	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	24%	17%	26%	27%
营业利润	38%	11%	18%	43%	30%
净利润	43%	0%	14%	40%	29%
获利能力					
毛利率	23.8%	24.3%	23.0%	23.3%	23.2%
净利率	5.7%	4.6%	4.4%	4.9%	5.0%
ROE	57.2%	45.6%	39.4%	15.8%	17.8%
ROIC	53.5%	44.6%	38.8%	14.9%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	78.3%	77.4%	77.0%	53.9%	56.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.8	0.9	0.8	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.7	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	2.2	2.3	2.0	1.5	1.6
存货周转率	29.9	28.7	30.8	33.8	34.0
应收帐款周转率	285.0	269.5	334.2	360.7	362.3
应付帐款周转率	6.6	6.5	6.1	6.0	6.0
每股资料(元)					
每股收益	1.3	0.90	1.02	1.25	1.61
每股经营现金	2.9	2.12	3.34	3.54	3.93
每股净资产	2.19	1.96	2.58	7.91	9.04
每股股利	0.14	1.14	2.14	0.37	0.48
估值比率					
PE	31.4	43.9	38.7	31.5	24.5
PB	18.0	20.0	15.2	5.0	4.4
EV/EBITDA	33.5	30.3	25.8	16.2	12.9

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。