

2010-12-09

百货商店

天虹商场 002419-SZ

聚沙成塔，外延扩张能力可圈可点

◇ 事件：公司公布于山东威海签订一处新加盟店

◆公告概要：

公司拟在山东省威海市世昌大道与东城路交汇处西北角东城国际项目开设天虹商场加盟店，由公司与业主签订特许经营合同。加盟时间为 3 年，加盟店位置为东城国际项目地下一层至地上四层，面积约为 34800 m²。本次交易事项不构成关联交易，该特许经营合同于决议通过后签署，待签署后再行公告。

◆加强渤海圈门店协同效应：

公司此次在山东地区开设加盟店（之前已有青岛诺德广场城市中心店公告），是继青岛诺德店之后山东地区第二家门店。我们认为公司渤海圈增加门店开设力度，旨在增强北京、青岛、威海等地区的协同效应。而天虹目前深圳以外地区毛利率较低的情况（深圳以外 1H2010 为 19.82%，深圳地区为 22.27%），我们认为和公司目前深圳以外地区规模尚未达到一定优势以及在省外区域供应商零供谈判中磨合时间较短有关。相信随着公司在省外地区加强门店布局和营业收入规模提升，未来区域内门店的协同效应将逐步释放，毛利率也将稳重有升。而毛利率上可喜的变化已在 2010 年前三季度的变化趋势中得到一定的反映，我们认为除了规模和协同优势外，公司今年推行的收益管理以及加强资源效率有效性亦功不可没。此外，我们关注到，由于天虹“百+超”模式的特殊性，在门店复制性上较一般传统百货有更强的复制能力，导致外延扩张能力较一般传统百货更为突出，而我们认为未来决定零售行业公司发展高度和深度的两大指标 1) 可复制和外延扩张性 2) 专业经营差异化能力，天虹在外延标准化复制以及社区亲民差异化方面都有独特的亮点，因此未来公司发展的轨迹在外延扩张能力方面相信将有持续稳健的表现。

◆维持买入评级，上调公司目标价：

我们维持公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.22/1.66/2.21 元的预测和买入评级，以 2009 年为基期未来三年 CAGR 为 35.3%，认为公司的合理价值在 58.10 元，对应 2011 年 35 倍市盈率。我们认为公司目前外延扩张加密布局的决心较大，而全国布局的思路，未来在经营规模和净利润绝对值上都有一定的提升空间，作为一个近 200 亿市值的优秀百货公司，随着城镇化进程的不断深化，未来在二三线城市存在巨大的发展空间，鉴于未来的成长性以及公司业态布局较为科学和创新，有理由享受一定的估值溢价，给予 2010 年 35 倍市盈率，6 个月目标价上调至 58.10 元。

◆风险分析：

外延扩张时人才管理风险及租金上涨风险，新开门店培育期延长超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	6,863	8,057	10,160	12,646	15,618
营业收入增长率	24.05%	17.41%	26.10%	24.47%	23.50%
净利润（百万元）	314	356	489	664	882
净利润增长率	2.44%	13.50%	37.50%	35.68%	32.87%
EPS（元）	0.78	0.89	1.22	1.66	2.21
ROE（归属母公司）	45.63%	39.41%	14.41%	16.55%	18.28%
P/E	62	55	40	29	22
P/B	28	22	6	5	4
EV/EBITDA	44	24	23	17	12

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	48.55 元
目标价格	58.10 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 (执业证书编号：S0930210060002)

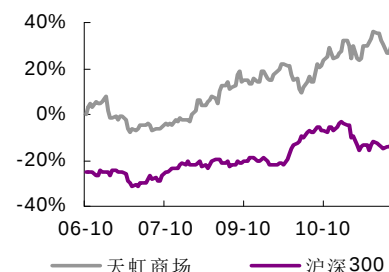
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	400
总市值(百万元)	19,425
流通比例(%)	12.52%
12 个月最高/最低(元)	51.20/33.36
近 3 月日均成交量(百万股)	1.46
主要股东	中国航空技术深圳有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.21	9.46	0.00
绝对收益	3.30	15.79	0.00

相关报告：

外延加速扩张，门店日趋“高举高打”——天虹商场新租三家门店公告点评

..... 2010-11-09
自有物业再下一城，适度重资产利于长远——天虹商场购得一处土地使用权公告快评

..... 2010-11-03
待到山花烂漫时，她在丛中笑——天虹商场 2010 年 3 季报点评

..... 2010-10-25

图表 1：未来储备项目较多，为外延扩张奠定坚实基础

天虹门店未来储备门店（含非百货/超市项目）情况（2010/12/08 更新）

序号	项目名称	投资/租赁总额（万元）	面积（万平方米）	开业时间 ¹
2010年6月26日公告	金华世贸中心广场（加盟店）	N.A.	2.4	N.A.
2010年7月16日公告				
1	龙岗东晟时代花园店	11002	1.66	N.A.
2	东莞厚街盈丰广场	4530	4.96	2010年8月5日
3	湖州爱山广场	3072	2.78	2010年9月30日
4	常州溧阳平陵广场	3093	2.4	2011年春节
5	深圳横岗信义	4088	2.47	2010下半年
6	泉州世纪嘉园	2513	2.45	2011年末
7	苏州木渎新华商业广场	2654	3.9	2012年中
8	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3039	3.3	2012年
9	总部大楼建设	88800	3.96/8.00	2012年底
2010-8-21公告				
1	株洲银天商业广场	40866	3.36	2012
2	娄底万豪城市广场	28424	3.3	2012
2010-9-16公告	永安新世纪广场（加盟店）	N.A.	1.91	2011年左右
2010-9-29公告	青岛诺德广场 B1-4F	4037	4.7	2012
2010-10-13公告	南昌京东购物广场	17507	3.0	2013
2010-11-2公告	江西吉安市原“吉安市人民大会堂”土地	4994.05	1.7（土地面积）	2012
2010-11-8公告				
1	浙江绍兴县蓝天商业中心项目 B1 至 4F 层部分面积	20245	3.0	2011年底或 2012
2	东莞市虎门镇东南角地标广场项目 1F 至 3F	35419	3.8	2011年底
3	成都市武侯区莱蒙质地广场 B1 至 6F 物业	3358+43369	3.0	2012
2010-12-9公告	威海市东城国际项目 B1 至 4F	N.A.	3.5	N.A.

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告

20100514 连锁百货的成功范例—IPO 询价报告

20100806 有激情、有梦想，终将厚积薄发---1H2010 天虹中报点评

20100916 优势地区加密布局，弱势地区精密选址—天虹商场公告点评

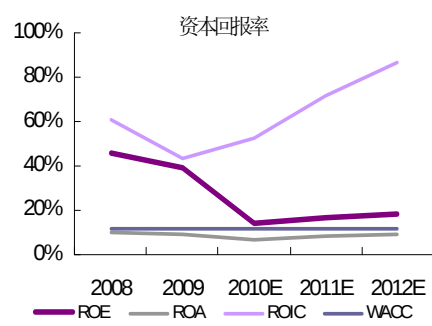
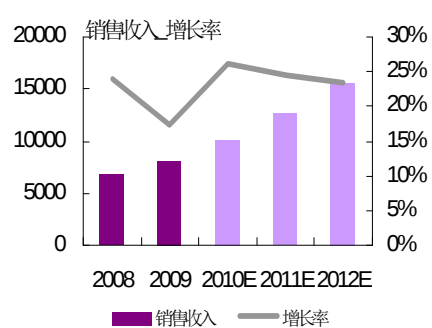
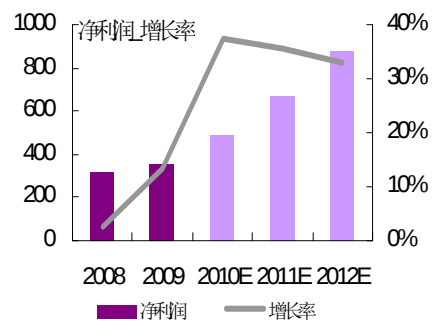
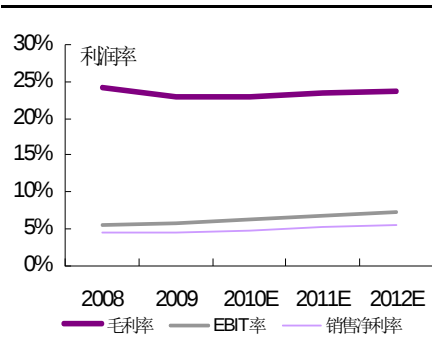
20100920 因人成事，稳健而不失“野性”的白马---天虹商场公告简评

20100929 先天拥有“好爸爸”，后天关键靠自身--天虹商场公告简评

¹ 开业时间为估计值，实际开业时间可能和表格中的预测数据有出入，一切以未来公司公告数据为准。

- 20101013 加速扩张彰显未来经营信心—天虹商场公告点评
- 20101025 待到山花烂漫时，她在丛中笑---天虹商场 2010 年三季度报点评
- 20101103 自有物业再下一城、适度重资产利于长远---公司快评
- 20101109 外延加速扩张，门店日趋高举高打---公司公告简评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,863	8,057	10,160	12,646	15,618
营业成本	5,195	6,207	7,817	9,692	11,923
折旧和摊销	0	231	93	101	109
营业税费	37	34	41	51	62
销售费用	1,083	1,224	1,494	1,846	2,265
管理费用	162	128	163	190	219
财务费用	0	10	-7	-19	-28
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	384	454	653	885	1,176
利润总额	393	471	653	885	1,176
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	313.61	355.95	489.45	664.07	882.36

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	3,044	3,933	6,960	8,387	10,040
流动资产	2,034	2,399	5,342	6,670	8,232
货币资金	1,554	1,698	4,508	5,635	6,957
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	23	25	32	39	48
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	132	151	193	240	297
存货	198	205	258	320	393
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	663	644	719	798	876
无形资产	50	525	512	499	487
总负债	2,356	3,030	3,564	4,376	5,212
无息负债	2,356	3,030	3,564	4,376	5,212
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	687	903	3,397	4,012	4,828
股本	350	350	400	400	400
公积金	103	142	2,169	2,269	2,401
未分配利润	234	411	827	1,343	2,026
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	741	1,169	999	1,357	1,561
净利润	314	356	489	664	882
折旧摊销	0	231	93	101	109
净营运资金增加	16	-214	21	-114	-2
其他	411	796	396	706	571
投资活动产生现金流	-177	-885	-200	-200	-200
净资本支出	-112	-587	200	200	200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-65	-298	-400	-400	-400
融资活动现金流	-172	-155	2,011	-30	-39
股本变化	100	0	50	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	386	674	533	812	836
净现金流	392	129	2,810	1,127	1,322

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.05%	17.41%	26.10%	24.47%	23.50%
净利润增长率	2.44%	13.50%	37.50%	35.68%	32.87%
EBITDA 增长率	13.69%	80.61%	6.49%	30.93%	30.00%
EBIT 增长率	13.69%	20.61%	39.37%	34.19%	32.51%
估值指标					
PE	62	55	40	29	22
PB	28	22	6	5	4
EV/EBITDA	44	24	23	17	12
EV/EBIT	44	36	26	19	14
EV/NOPLAT	55	48	35	25	18
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	33	21	18	18	16
盈利能力 (%)					
毛利率	24.30%	22.96%	23.06%	23.36%	23.66%
EBITDA 率	5.60%	8.61%	7.28%	7.65%	8.06%
EBIT 率	5.60%	5.75%	6.36%	6.86%	7.36%
税前净利润率	5.73%	5.84%	6.42%	7.00%	7.53%
税后净利润率 (归属母公司)	4.57%	4.42%	4.82%	5.25%	5.65%
ROA	10.30%	9.05%	7.03%	7.92%	8.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	45.63%	39.41%	14.41%	16.55%	18.28%
经营性 ROIC	60.57%	42.94%	52.63%	71.75%	86.62%
偿债能力					
流动比率	0.86	0.79	1.50	1.52	1.58
速动比率	77.90%	72.42%	142.68%	145.13%	150.40%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.78	0.89	1.22	1.66	2.21
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.17	0.22
每股经营现金流	1.85	2.92	2.50	3.39	3.90
每股自由现金流(FCFF)	1.04	2.90	0.89	1.66	1.93
每股净资产	1.72	2.26	8.49	10.03	12.07
每股销售收入	17.15	20.14	25.39	31.61	39.04

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

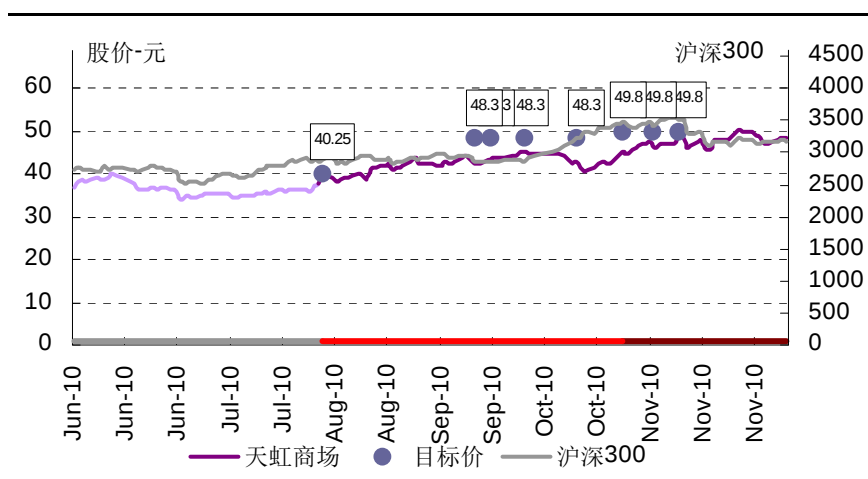
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天虹商场 (002419)

分析师: 唐佳睿



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-08-06	37.72	40.25	增持
2010-09-16	43.92	48.30	增持
2010-09-18	42.59	48.30	增持
2010-09-29	45.30	48.30	增持
2010-10-13	42.57	48.30	增持
2010-10-24	42.29	49.80	买入
2010-11-02	47.77	49.80	买入
2010-11-09	47.10	49.80	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。