

强烈推荐-A (维持)

天虹商场 002419.SZ

目标估值: 70.00 元

当前股价: 45.55 元

2011 年 1 月 13 日

江西、苏州区域门店再加密

基础数据

上证综指	2821
总股本 (万股)	40010
已上市流通股 (万股)	5010
总市值 (亿元)	182
流通市值 (亿元)	23
每股净资产 (MRQ)	7.9
ROE (TTM)	21.8
资产负债率	55.6%
主要股东	中航技深圳有限公司
主要股东持股比例	39.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	28	14
相对表现	-6	10	25



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
- 2、《天虹商场 (002419) - 小社区商业, 大成长空间》12/24/2010

朱卫华
S1090203100034

研究助理
杨夏
0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn

事件:

1、公司公告开设新店:

- 与大股东中航技深圳公司的子公司中航地产签订租约, 将在赣州开设 25000 平米中航城店, 起始租金 34 元/月/平米, 自第四年起每年递增 2%, 20 年总租金及商业服务费 2.59 亿元;
- 投资 2511 万元在苏州开设 22000 平米新地店, 20 年总租金及商业服务费 2.89 亿元;

2、投资 600 万与香港雅高品牌管理有限公司成立乐迪服饰有限公司, 股权占比 60%, 经营范围为服装服饰销售与生产, 鞋、箱包、化妆品、家居用品等国内贸易、零售及进出口业务, 商场装修及广告。

一、点评:

1、新店延续区域加密策略, 追求规模效应

- 赣州店为江西地区拟开第五店。目前南昌已有三家门店, 并于前期公告拟于 2012 年新开第四家南昌京东购物广场店。南昌三家门店目前都已实现盈利, 从培育期看, 三家门店的培育期分别为 4 年、3 年、1 年, 规模效应体现显著, 我们认为天虹在南昌已经站稳脚跟, 将逐步开始向南昌周边拓展, 后续的新店会延续甚至加强规模效应, 培育期在 1-2 年内值得期待。
- 苏州目前已有金鸡湖店, 从前次调研信息看, 苏州金鸡湖店经营趋势良好, 有望在 2011 年实现盈亏平衡, 此次公告的苏州新地店是苏州地区的第三店, 我们认为, 随着这三家店的开设, 公司有望打开在苏州的经营局面, 成为利润表的重要贡献。
- 另外, 我们注意到, 赣州店所租赁物业为大股东的控股企业, 显示公司与股东在“商业+地产”上的互动合作在前期公告签署合作备忘录的基础上迈出了实质性的一步, 我们认为该合作方式能够产生共赢的局面: 实质是双方在客流量经营上实现双赢, 相辅相成, 相互提供价值; 双方协作开发, 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。

2、投资设立乐迪服饰主要目的在于拿品牌代理权，未来不排除自主研发生产，开发自有品牌

我们认为公司投资设立乐迪服饰是对上游产业链的延伸，主要目的在于拿品牌代理权，缩短渠道层级，提高公司盈利能力。未来不排除通过该平台自主研发生产，进行自有品牌战略。由于该项目投资额不大，我们认为试验性质更大，风险可控。

二、投资策略与建议

天虹是高成长的零售公司，主要亮点在于：

- ✓ **社区商业发展空间大：**在大城市郊区化、交通日益拥挤、核心商圈竞争白热化、百货经营同质化、居民追求有效率的一站式购买的背景下，社区商业有较大的发展空间，而目前社区商业经营尚有较多空白点，投资和运营成本低，投入产出比高。天虹作为社区购物中心经营的领先者，拥有巨大的发展潜力；
- ✓ **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；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。
- ✓ **公司深耕优势区域，门店扩张循序渐进、密集布点，规模优势显著。**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；
- ✓ **门店布局和扩张更受益于城市化：**我们认为中国城市化率超过50%以后，人口的流向是以小城市进入大城市，大城市郊区化和大都市圈形成为主，天虹以珠三角、长三角和环渤海地区为战略拓展区域，向一级城市新城区及二、三线城市为开店重心的发展战略能更大程度上享受城市化带来的好处；
- ✓ **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门店增长率，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；
- ✓ **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。

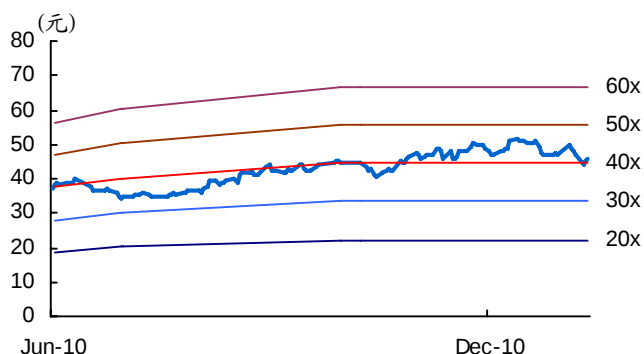
预计2010-12年EPS为1.25、1.7、2.33元。天虹作为有能力进行异地拓展，并在快速扩张的前提下还能保持30%-40%增长的公司，估值应该获得溢价。我们维持“强烈推荐-A”的投资评级，重申一年目标股价70元，对应2012年PE30倍，较目前有近50%空间，下跌就是买入良机。

风险因素：宏观经济波动影响消费者信心；新开店及培育期低于预期。

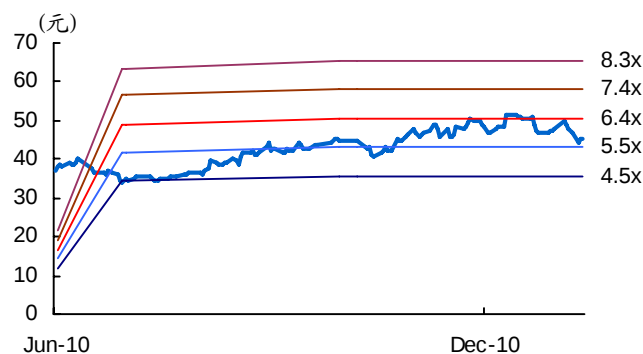
表：2010 年已开及公告新开店一览

	门店	地点	面积(平方米)	投资额(万元)	每平米投资额	开业时间	备注
直营	东莞黄江店	东莞	26264			2010 年 4 月	
	北京国展店	北京	15398	2953	1918	2010 年 4 月	1686 万/年, 3 元/平米/天 (含管理费)
	东莞厚街盈丰广场	东莞	50000	4530	906	2010 年 8 月	
	湖州爱山广场	湖州	27800	3072	1105	2010 年 9 月	
	横岗信义	深圳 龙岗	25000	4088	1635	2010 年 12 月	
	溧阳平陵广场	溧阳	24000	3093	1289	2011 年	
	东莞虎门	东莞	38000	4648	1223	2011 年	20 年租金 3.54 亿
	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
	苏州木渎新华商业广场	苏州	39000	2654	681	2012 年中	20 年总租金 3.2 亿
	绍兴柯桥蓝天影视文化中心	绍兴	30000	3039	1013	2012 年中	20 年总租金 2.02 亿
	南昌京东购物广场	南昌	30000	2632	877	2012 年	
	成都武侯祠	成都	30000	3358	1119	2012 年	20 年总租金为 4.34 亿, 其中租金 3.97 亿, 管理费 0.37 亿 业主为中航地产, 20 年总租金 2.59 亿, 起始租金 34 元/平米/月, 商业服务费 5 元/平米/月, 租金自第四年起每年递增 2%
	赣州中航城	赣州	25000	2100	840	2012 年	
	总部大楼旗舰店	深圳	39000			2013 年	自有物业
	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
	青岛中联诺德广场	青岛	47000	4073	867		租赁期 20 年, 总租金及管理费 5.36 亿
	龙岗坪山店	深圳	16629				20 年租金 1.1 亿, 自房产交付日起
	吉安天虹商场有限公司	吉安					母公司层面注册资本一亿设立天虹置业, 天虹置业注册资本 6000 万设立吉安天虹
	岳阳汇泽	岳阳					
	苏州新地	苏州	22000	2511	1141		20 年总租金 2.89 亿
加盟	深圳公明店	深圳	38000			2010 年 4 月	
	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
	威海东城国际	威海	34800				加盟期 3 年

资料来源：招商证券研发中心

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

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） - 小社区商业，大成长空间》12/24/2010

在大城市郊区化、交通日益拥堵、核心商圈竞争白热化及百货行业同质化竞争的背景下，社区商业将逐渐兴起。社区商业投资和运营成本低，投入产出比非常高，天虹商场作为运营社区商业的领先者，将有巨大发展空间。公司采取深耕优势区域，循序渐进、密集布点的扩张战略将有显著规模优势。我们认为天虹在每年 8 - 10 家新店基础上，利润保持 30% - 40% 增速可期。

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

7、《天虹商场（002419） - 福建市场又添新店》09/08/2010

8、《天虹商场（002419） - 拟与股东“百货+商业地产”互动发展》09/20/2010

- 9、《天虹商场（002419）- 第三季度净利大增 80%，全年有超预期可能》10/25/2010
- 10、《天虹商场（002419）- 进军成都》11/09/2010
- 11、《天虹商场（002419）- 山东市场再添新丁》12/09/2010

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2034	2399	5238	6556	8411
现金	1554	1698	4598	5727	7319
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	23	25	32	41	54
其它应收款	132	151	191	248	326
存货	198	205	259	337	444
其他	127	321	157	204	269
非流动资产	1010	1534	1658	1803	1967
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	663	644	637	639	651
无形资产	50	525	512	499	487
其他	297	365	509	665	829
资产总计	3044	3933	6895	8359	10378
流动负债	2356	3030	3729	4715	6081
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	876	1156	1465	1901	2506
预收账款	1102	1410	1787	2320	3057
其他	378	464	477	494	518
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	2356	3030	3729	4715	6081
股本	350	350	400	400	400
资本公积金	40	40	1903	1903	1903
留存收益	297	513	863	1341	1993
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	687	903	3167	3644	4296
负债及权益合计	3044	3933	6895	8359	10378

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	741	1169	1429	1670	2264
净利润	314	356	500	682	932
折旧摊销	0	0	177	215	256
财务费用	0	0	(8)	(23)	(28)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	760	797	1103
其它	427	813	0	0	0
投资活动现金流	(177)	(885)	(300)	(360)	(420)
资本支出	0	0	(300)	(360)	(420)
其他投资	(177)	(885)	0	0	0
筹资活动现金流	(172)	(155)	1771	(182)	(252)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	50	0	0
资本公积增加	0	0	1863	0	0
股利分配	0	0	(150)	(204)	(280)
其他	(172)	(155)	8	23	28
现金净增加额	392	129	2900	1129	1592

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6863	8057	10230	13250	17430
营业成本	5195	6207	7867	10211	13458
营业税金及附加	37	35	41	53	70
营业费用	1083	1224	1512	1906	2433
管理费用	162	128	168	212	270
财务费用	0	10	(8)	(23)	(28)
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	384	454	650	892	1226
营业外收入	20	20	20	20	20
营业外支出	11	3	3	3	3
利润总额	393	471	667	909	1243
所得税	80	115	167	227	311
净利润	314	356	500	682	932
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	314	356	500	682	932
EPS (元)	0.90	1.02	1.25	1.70	2.33

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	24%	17%	27%	30%	32%
营业利润	11%	18%	43%	37%	37%
净利润	0%	14%	41%	36%	37%
获利能力					
毛利率	24.3%	23.0%	23.1%	22.9%	22.8%
净利率	4.6%	4.4%	4.9%	5.1%	5.3%
ROE	45.6%	39.4%	15.8%	18.7%	21.7%
ROIC	44.6%	38.8%	15.2%	17.9%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	77.0%	54.1%	56.4%	58.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.8	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.7	1.3	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	2.3	2.0	1.5	1.6	1.7
存货周转率	28.7	30.8	33.9	34.3	34.5
应收帐款周转率	269.5	334.2	361.9	365.1	367.5
应付帐款周转率	6.5	6.1	6.0	6.1	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.90	1.02	1.25	1.70	2.33
每股经营现金	2.12	3.34	3.57	4.17	5.66
每股净资产	1.96	2.58	7.91	9.11	10.74
每股股利	1.14	2.14	0.38	0.51	0.70
估值比率					
PE	50.8	44.8	36.4	26.7	19.5
PB	23.2	17.7	5.8	5.0	4.2
EV/EBITDA	31.9	27.2	20.5	15.5	11.5

分析师承诺

负责本研究报告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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。