

有效益扩张 可持续发展

零售行业研究小组

联系人: 刘晓华 liuxh@tebon.com.cn 8621-68761616-8515

事项:

公司公告了 2010 年年度报告。

简评:

业绩符合预期, 外延+内生增长强劲: 2010 年公司实现营业收入 101.74 亿元, 归属上市公司股东的净利润 4.85 亿元, 同比分别增长 26.28% 和 36.22%, 实现基本每股收益 1.28 元, 体现了公司过去一年总体良好的发展态势。门店新增数量和面积, 以及每股收益基本和我们的预期吻合。利润分配方面, 拟以未分配利润 10 送 5 派 6, 资本公积金 10 转 5。

我们认为, 快速的外延扩张和强劲的内生增长是推动收入和盈利高速增长的主要原因。

1) 扩张迅速: 公司 2010 年新开了 6 家天虹商场 (东莞黄江天虹、北京国展天虹、深圳公明天虹 (加盟店)、东莞厚街天虹、浙江湖州天虹和深圳横岗天虹), 推出了定位高端的君尚百货首家门店, 并时成功实现了 14 个新店租赁项目的签约, 签约项目分布于青岛、金华等 13 个城市。截止到 2010 年底, 公司已成功进入深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、苏州、北京等 12 个城市, 拥有 “天虹” 直营连锁百货商场 39 家, 营业面积达 95.5 万平方米 (不计入 2011 年新收购的公明天虹); “君尚” 直营门店 1 家, 营业面积 3.78 万平方米; 此外, 公司还以特许经营方式管理 3 家商场。公司经营面积同比增速达到 16.9%。

2) 内生增长强劲: 主要体现在坪效提升以及同店增长快速。分地区来看, 华中地区门店收入增速最快, 达到 31.58%。而以根据地深圳为主的华南地区尽管相对成熟, 也取得了 15.24% 的同店增长。公司单店收入达到 25435.9 万, 同比增速 10.5%; 坪效为 10247.8 元/平方米, 同比增速 7.9%。

表格 1：天虹商场城市中心店情况

城市中心店	开业时间	门店位置	经营面积(m ²)
天虹购物广场(改造为君尚)	2003-12-09	深圳福田区	37,781
东莞东纵天虹商场	2004-09-09	广东东莞市	26,411
惠州天虹商场	2005-08	广东惠州市	30,892
嘉兴天虹商场	2006-03-01	浙江嘉兴市	19,972
福州天虹商场	2006-07-12	福建福州市	46,486
厦门大西洋天虹商场	2007-01-18	福建厦门市	19,488
南昌中山路天虹商场	2007-04-19	江西南昌市	54,379
后海天虹百货	2007-11-23	深圳南山区	15,374
国贸天虹	2008-12-05	深圳罗湖区	35,698
苏州金鸡湖天虹	2009-04-24	江苏苏州市	50,912
北京宣武天虹	2009-04-25	北京宣武区	22,000
合计			359,393

表格 2：天虹商场社区购物店情况

社区购物中心	开业时间	门店位置	经营面积(m ²)
南昌江大天虹商场	2002-06-14	江西南昌市	13,000
福民天虹商场	2002-11-25	深圳福田区	12,553
创业天虹商场	2002-11-25	深圳宝安区	19,129
龙华天虹商场	2002-11-25	深圳宝安区	19,006
厦门汇腾天虹	2003-04-22	福建厦门市	19,778
常兴天虹商场	2003-10-31	深圳南山区	31,348
龙新天虹商场	2003-12-09	深圳龙岗区	14,810
沙进天虹商场	2004-05-09	深圳宝安区	31,888
布吉天虹商场	2004-05-12	深圳龙岗区	17,014
双龙天虹商场	2005-02-03	深圳龙岗区	20,721
东门天虹商场	2005-06-02	深圳罗湖区	25,730
东莞常平天虹商场	2005-08-01	广东东莞市	15,350
前进天虹商场	2006-01-10	深圳宝安区	21,048
西丽天虹商场	2006-01-11	深圳南山区	17,521
松岗天虹商场	2006-10-08	深圳宝安区	18,585
观澜天虹商场	2007-10-09	深圳宝安区	16,660
深南天虹新店	2007-11-21	深圳福田区	19,544
民治天虹商场	2007-11-22	深圳宝安区	20,180
东莞长安天虹	2007-12-28	广东东莞区	24,000
沙河天虹商场	2008-06-12	深圳南山区	16,456
长沙芙蓉天虹	2008-12-06	湖南长沙市	30,000
南昌红谷天虹	2009-09-04	江西南昌市	20,000
惠州惠阳天虹	2009-09-12	广东惠州市	27,500
杭州萧山天虹	2009-12-17	浙江杭州市	17,800
东莞黄江天虹	2010-04-24	广东东莞市	26,264
北京国展天虹	2010-04-29	北京市	15,398
深圳公明天虹*	2010-04-30	深圳	38,000
东莞厚街天虹	2010-08-06	广东东莞市	49,578
深圳横岗天虹	2010-12-25	深圳	24,700
湖州爱山广场	2010-12-21	浙江湖州	27,800
合计			671,361

*实际是 2011 年收购。

表格 3：天虹商场加盟店情况

加盟店	开业时间	门店位置	经营面积(m ²)
梅林天虹	2006-12	深圳	21,837
名汇天虹	2008-12	福建厦门	25,000
福建永安店	2011-01	福建永安	19,120
合计			65,957

资料来源：德邦研究

异地复制成功，体现公司较强的跨区域拓展能力：

1) **快速扩张中毛利率提升。**公司的毛利率同比进一步提升，综合毛利率达到 23.02%，高于行业平均 2-3 个百分点。公司主要通过整合区域商品采购、建立直采基地、优化商品结构和加大自有品牌等措施，使得超市毛利率，还有 X 部分毛利率显著提升。这部分也体现了公司优化区域供应商，降低合作成本的能力。

2) **快速扩张中费用控制有效。**报告期内公司通过优秀的内部管理和节能创效能力，使公司在扩张过程中销售费用率和管理费用率合计同比下降了 0.29%。

3) **快速扩张中异地门店纷纷扭亏减亏。**公司 2010 年对组织架构进行了调整，成立了华南，华东，华中，东南四个区域总部以及北京分公司，并实施经营管理权下放，此举更能有效贴近当地市场，有利于异地拓展。报告期内，公司成功实现了次新门店东莞长安天虹、南昌中山天虹、福州万象天虹、南昌红谷天虹、惠州惠阳天虹的扭亏，北京、长沙、苏州等亏损大店也在减亏趋势中，这些区域主要原因是进入时间较短，尚处于市场培育期，我们认为随时间的推移，亏损门店将逐步迈入盈利行列。

2011年亮点：

1) **持续快速稳健扩张：**2011 年，公司将持续扩张之路，在快速发展华南、东南、华中基础上，进一步稳步发展华东、华北，同时伺机进入西南、西北区域。年内计划新开门店 10 家，目前，公司储备项目有 18 个，储备面积 43 万平米（不含加盟）。公司培育期适中，稳健的开店步伐保证了门店滚动进入盈利期，次新门店业绩的逐步爆发将带来公司业绩持续快速增长。同时东莞大朗仓储加工中心于 2010 年 11 月 6 日正式投入运营，必将大大提升公司在广东地区的商品配送能力，为公司进一步拓展奠定良好基础。

表格 4：天虹商场储备门店情况

门店	门店位置	经营面积(m ²)	投资额(万元)	开业时间
溧阳平陵广场	常州溧阳	24,000	3093	2011 年 1 月 (已开)
泉州世纪嘉园	福建泉州	24,500	2513	2011 年末
东莞虎门	东莞	38,000	4648	2011 年底
绍兴柯桥蓝天影视文化中心	绍兴	30,000	3039	2011 年底
娄底万豪城市广场店	湖南娄底	33,000		2012 年
苏州木渎新华商业广场	苏州	39,000	2654	2012 年中
株洲银天商业广场店	湖南株洲	33,552	2849	2012 年
吉安天虹商场有限公司	吉安			2012 年
成都武侯祠成都	成都	30,000	3358	2012 年
青岛中联诺德广场	青岛	47,000	4073	2012 年
总部大楼旗舰店	深圳	39,000		2012 年底
赣州中航城	赣州	25000	2100	2012 年
南昌京东购物广场	南昌	30,000	2632	2013 年
龙岗坪山店	深圳	16,629		
岳阳汇泽	岳阳			
苏州新地	苏州	22000	2511	
(加盟) 金华世贸中心广场店	金华	24000		
(加盟) 威海东城国际	威海	34800		

资料来源：德邦研究

2) 发展电子商务业务，搭建无形零售网络

2010年3月，网上天虹正式上线，初步构建了商品、物流、客服等运营体系，并积极开展商品业务模式、物流、营销等方面创新探索；自上线以来，网站流量呈上升趋势，实现销售额逐月快速增长。公司战略规划中提及将逐步形成“以有形连锁零售业务为核心，以电子商务业务和品牌代理业务为两翼”的业务模式。网购是未来的趋势之一，我们认为，电子商务将成为公司有形连锁零售业务的有益补充和未来销售的重要组成部分之一。通过积分商城、跨界营销等方式，通过网上网下的有效整合加强了网上业务对实体门店顾客的吸引力，有助于提升公司的整体形象。

3) 双品牌运作，锁定高端客户

天虹定位在中高端，重点发展社区购物中心（其中社区购物中心店数量占比达到78.57%）。随着中国居民收入提高和对奢侈品消费的提升，公司已有的天虹业态相对于高端消费群体有所不足。2010年公司将原有的天虹购物广场升级为君尚百货，有利于开发高端顾客和保留同“天虹”一同成长的但已消费升级的忠实顾客群。预计公司2011年仍将采取宁缺毋滥、谨慎扩展原则，通过原有老店升级改造或者在经济发达城市中心地段新建1-2家君尚百货中心。

风险提示：租赁成本上涨的风险；异地门店培育期过长风险。

盈利预测：公司的核心竞争力在于公司较强的跨区域拓展能力，而且公司股东实力强大，管理层激励到位，我们预计2011-2013年的EPS为1.61/1.95/2.43元，对应当前PE28/23/19倍。上调至“买入”评级。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。