

强烈推荐-A (维持)

天虹商场 002419.SZ

目标估值: 70.00 元

当前股价: 46.29 元

2011 年 3 月 23 日

绝佳的长期投资标的

基础数据

上证综指	2919
总股本 (万股)	40010
已上市流通股 (万股)	5010
总市值 (亿元)	184
流通市值 (亿元)	23
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	53.7%
主要股东	中航技术深圳公司
主要股东持股比例	39.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	4	15
相对表现	2	-8	17



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:

昨日公司召开了 2010 年度业绩说明会, 总经理赖伟宣、常务副总经理高书林、副总经理宋瑶明、总会计师毛明华、董秘万颖等高管出席, 与投资者就公司经营及长期发展进行了充分交流。

一、2010 年主要经营动向

1、经营战略

形成以有形连锁为主体, 品牌代理业务及电子商务为两翼的经营结构。拓展计划: 快速发展华南、东南、华中, 稳步发展华东、华北; 伺机进入西南、西北。年均开店 10 家。区域分类发展 - 形成优势的区域加快, 弱势区域快速培育。区域内密集布点, 逐步形成门店群, 以获得区域规模优势。2010 年签约 14 个项目; 成立天虹置业, 推进拿地自建、合作开发、购置物业、并购同业等, 成功取得江西吉安地块。

图 1: 发展战略示意图



资料来源: 招商证券研发中心

2、业务模式创新与突破

2010 年业务模式上实现 5 个创新与突破: **拓展模式突破**, 江西吉安拓展自建店项目; **业务模式创新**, 筹建品牌代理公司, 自有品牌和产地直采销售同比增长 50% 和 35%, 新开发 4 个农超对接生鲜基地, 目前已有 5 个, 新增全国直供客户 11 个, 目前 20 个, 开展鞋区统装, 女鞋自营的试点经营并筹划百货自有品牌; **发展高端百货**, 君尚; **推进管理创新项目 80 个**, 实现经济效益 2000 万, 推进收益

管理，巩固和推广成本控制措施，推进 ERP（R3 系统）建设，已完成需求调研、流程规划、设备安装验收等；**打造服务优势**，推广“亲切、便捷、专业”指标，打造“服务口碑”，组织服务创新大赛，推进情感曲线工具的运用。

3、经营架构调整

“整合”是经营主题词之一。成立华南、华中、华东、东南、四个区域总部及北京公司，重点打造区域的经营能力，对区域经营的授权做了很大的改变，将门店的经营管理权下放，而总部主要抓财务、人力资源、战略和风险控制。成立区域商品部、营销部、行政管理部、财务部和拓展分部，由总部传帮带，持续提升专业能力；通过打造门店群，有效推进区域门店集群式发展；区域定期举办经营沙龙、营采联席会。我们认为这一举动有利于整合区域资源，便于因地制宜，应对百货消费特点和需求特点地区差异较大的现实情况。

二、Q&A 环节

1、Q：天虹的定位方向，是否还是中档社区百货为主？

A：目前主要利润来源还是社区百货，今后是否坚持这一定位，还是要看未来的发展变化。百货不能越走越低，不能变成后期与超市去竞争，天虹的定位是要满足于中产阶级的需求。

2、Q：拟进入地区和商圈的业态选择，什么时候开中心店，什么时候开社区百货？区域的竞争壁垒如何打破？

A：开店的业态要看所处商圈的位置，还是看辐射力情况。选择区域的时候，事先会对竞争壁垒做评估，比如天虹就没有进上海。在这方面不可能有统一的办法去打破区域的壁垒。以后新进入市场，原则上会尽量先去开中心店。

3、Q：君尚与中心店的定位是否有重叠？怎么看待香港对深圳高端百货的影响？后期的开店计划怎样？

A：不矛盾，因为顾客在成长，有的店不升级无法满足顾客的需要。君尚百货主要在一线城市发展，数量上一个城市里 1-2 家，大的城市里 2-3 家。因为百货面临的细分市场比较多，君尚和中心店的顾客群还是有比较明显的区分。档次定位上中心店介乎于君尚与社区店之间。君尚的定位是动态调整的，参照上海的久光、广州友谊。由于香港的影响，深圳的高档百货发展是比较滞后的。但香港现在的影响是在缩小，因为大家收入水平上去了，时间成本越来越高。君尚目前比较确定的开店计划有原老深南店改造升级及总部大楼裙楼项目。老深南的君尚计划于今年底交楼，明年年中开业。

4、Q：商业地产的快速发展与租金上涨的影响？

A：影响有好有坏，好处在商业地产多了，对于零售商来说选择的机会就大了；坏处是对于地产商的利润来源而言，可能对商业地产的诉求更高，影响零售商的业绩。综合看

商业地产的供应会增大，价格会上涨，零售企业的扩张会加速。而从目前看，租售比这一指标变化并不大。

5、Q：2010 年公司人力成本上升较快，怎么看待这一因素的影响？

A：员工薪酬上涨有两个原因：员工数量有增长，2010 年普调了薪酬。天虹员工薪酬的调整主要依据有：CPI、公司效益增长、第三方调查的同行薪酬情况。公司每年会对薪酬结构做一次检讨和调整。

6、Q：门店区域密集布点的规模效应表现？

A：规模效应主要还是看同城店面，区域的效应小一些，主要体现在新老店经营协同对销售的共同促进，规模大了后的采购及议价能力，管理、物流配送成本的分摊。比如苏州，等第二店木渎店开起来后，相信不管是新店，还是老店，都会享受到规模效应。

7、Q：北京市场的开店节奏，何时会开出第三店？

A：会参考两个因素，前两个店的盈利趋势，以及第三个店的选址。要看到有较明显扭亏的趋势就会考虑开第三家店，当然，如果在看到明显的扭亏趋势前，有很好的门店位置选择，会立即考虑开出第三店。天虹认为北京市场空间很大，绝不仅仅是只开一两个店而已，长期看，会在 10 个店以上。

8、Q：如何看待目前的消费者信心指数下降？公司销售情况如何？

A：公司认为前期社销和消费者信心指数下降是结构性的，汽车销售下滑的影响比较大，目前还没有感觉到销售有下滑，销售情况非常理想，1-2 月公司的增长很强劲。

9、Q：网购对公司的冲击？

A：最严重的还是标准化的商品，如家电和书店，高端的东西，不太适合在网上销售。公司认为社区店及高端店较难受到冲击。网上天虹业务相对独立，行政设置上有个部门经理，领导班子里副总孙金成分管。孙总的分工就是网上天虹和行业协会。

10、Q：公司购物卡发得好，是不是有开票灵活和操作不太规范的原因？

A：目前卡消费占比 3 成不到，在购卡返利方面，天虹在深圳地区的返利是最少的，公司认为购物卡发得好，还是在于网点的分布多，更便利；开票的规范性，天虹的要求是最严的。

11、Q: 品牌代理业务做得如何?

A: 目前已经在香港注册成立了一个公司, 并签约了一个欧洲的品牌, 已在君尚里开业了, 叫 part two。另外会考虑进百货折扣店之类的。这块业务只是试水和尝试。

12、Q: 开店的资本支出, 现金流是否支持一年开 10 家店?

A: 开店平均的资本支出不到 4000 万, 从现金流的情况看, 支持每年开 10 家店的资本支出没有问题。仍然会坚持轻资产策略, 适度从重。未来的开店策略还是以租赁为主, 适度考虑购买和自建物业, 另外, 肯定会考虑并购的策略, 以现金还是换股的并购方式要具体问题具体分析。

三、盈利预测与投资建议

天虹的核心卖点在于开店空间大、快速的门店复制及异地拓展能力、密集布点的展店策略体现规模优势, 股东实力雄厚, 公司治理结构完善, 管理层激励到位。我们认为未来三年公司在保持每年 10 家左右新店的基础上, 实现净利润利润年复合增长 30 - 40% 可期, 维持 2011、12 年 EPS 为 1.68、2.31 元的盈利预测, 强烈推荐 A 投资评级, 重申目标股价 70 元! 短期催化剂在于一季度业绩有可能超出我们预期。

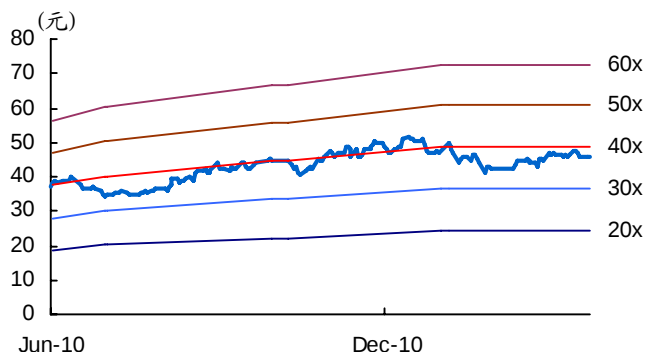
风险因素: 宏观经济波动影响消费者信心; 新开门店培育期低于预期。

表：公告已开及新开店一览

	门店	地点	面积 (平 米)	投资额 (万元)	每平方米投资额	开业时间	备注
直营	东莞黄江店	东莞	26264			2010 年 4 月	1686 万/年, 3 元/平米/天 (含管理费)
	北京国展店	北京	15398	2953	1918	2010 年 4 月	
	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	常州 溧阳	24000	3093	1289	2011 年 1 月	已开
	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 交易总金额约为 20,877 万元 (含租金和商业物业服务费)。
	岳阳汇泽	岳阳	18500	2892	1563		
	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			2011 年 1 月	已开, 加盟期 10 年
	威海东城国际店	威海	34800				加盟期 3 年

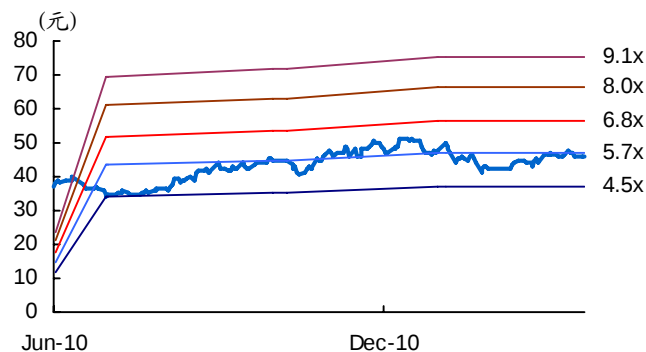
资料来源：公司公告，招商证券整理

图 2: 天虹商场历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3: 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、《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。

2、《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。

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

4、《天虹商场（002419）- 福建市场又添新店》09/08/2010

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

6、《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

7、《天虹商场（002419）- 进军成都》11/09/2010

8、《天虹商场（002419）- 山东市场再添新丁》12/09/2010

9、《天虹商场（002419）- 江西、苏州区域门店再加密》01/13/2011

10、《天虹商场（002419）- 异地扩张曙光显现》02/28/2011

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	5061	6432	8336
现金	1554	1698	4454	5645	7299
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	31	40	53
其它应收款	132	151	161	209	275
存货	198	205	290	376	495
其他	127	321	125	162	213
非流动资产	1010	1534	2089	2171	2277
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	663	644	1090	1023	974
无形资产	50	525	527	509	492
其他	297	365	472	638	811
资产总计	3044	3933	7150	8603	10613
流动负债	2356	3030	3840	4821	6184
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	876	1156	1279	1659	2186
预收账款	1102	1410	1964	2547	3357
其他	378	464	596	615	641
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	3840	4821	6184
股本	350	350	400	400	400
资本公积金	40	40	1912	1912	1912
留存收益	297	513	998	1470	2116
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	687	903	3310	3782	4428
负债及权益合计	3044	3933	7150	8603	10613

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	741	1169	1262	1727	2316
净利润	314	356	485	674	923
折旧摊销	0	0	0	278	314
财务费用	0	0	0	(27)	(35)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	801	1114
其它	427	813	777	0	0
投资活动现金流	(177)	(885)	(429)	(360)	(420)
资本支出	0	0	0	(360)	(420)
其他投资	(177)	(885)	(429)	0	0
筹资活动现金流	(172)	(155)	1923	(175)	(242)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(202)	(277)
其他	(172)	(155)	1923	27	35
现金净增加额	392	129	2756	1192	1654

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	10174	13178	17335
营业成本	5195	6207	7832	10155	13384
营业税金及附加	37	35	48	72	95
营业费用	1083	1224	1487	1895	2420
管理费用	162	128	191	211	269
财务费用	0	10	(6)	(27)	(35)
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	622	872	1201
营业外收入	20	20	24	24	24
营业外支出	11	3	4	4	4
利润总额	393	471	641	891	1220
所得税	80	115	156	217	297
净利润	314	356	485	674	923
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	314	356	485	674	923
EPS (元)	0.90	1.02	1.21	1.68	2.31

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	24%	17%	26%	30%	32%
营业利润	11%	18%	37%	40%	38%
净利润	0%	14%	36%	39%	37%
获利能力					
毛利率	24.3%	23.0%	23.0%	22.9%	22.8%
净利率	4.6%	4.4%	4.8%	5.1%	5.3%
ROE	45.6%	39.4%	14.7%	17.8%	20.8%
ROIC	44.6%	38.8%	14.1%	16.9%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	77.0%	53.7%	56.0%	58.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.8	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.7	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	2.3	2.0	1.4	1.5	1.6
存货周转率	28.7	30.8	31.7	30.5	30.7
应收帐款周转率	269.5	334.2	363.7	369.9	372.4
应付帐款周转率	6.5	6.1	6.4	6.9	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.90	1.02	1.21	1.68	2.31
每股经营现金	2.12	3.34	3.15	4.32	5.79
每股净资产	1.96	2.58	8.27	9.45	11.07
每股股利	1.14	2.14	3.14	0.51	0.69
估值比率					
PE	51.7	45.5	38.2	27.5	20.1
PB	23.6	17.9	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	31.7	27.1	20.7	14.9	11.3

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。