

2011-03-28

批发和零售贸易

天虹商场 002419-SZ

欲把“天虹”比西子，淡妆浓抹总相宜

◇ 调研地点：深圳 ◇ 拜访对象：天虹商场总经理赖伟宣、常务副总高书林、总会计师毛明华、董秘万颖等

◆事件概要：

2011年3月22日，公司在深圳召开了2010年业绩说明会。与会期间，公司高管就2010年公司经营情况总结了“区域”、“网络”和“创新”三个关键词，并对公司的战略目标和未来发展计划做了深度交流。

◆区域：同城加密布局，众星拱月模式

2010年公司新开6家分店：东莞黄江、北京国展、深圳公明、东莞厚街、浙江湖州以及横岗天虹，并签约了14个项目，分别位于深圳、东莞、泉州、永安、湖州、溧阳、绍兴、金华、株洲、娄底、南昌、青岛和成都。从公司的门店拓展地区以及方式来看，公司的经营策略可以归纳为以轻资产为主、并适度加重自有物业比例，加密优势区域如东莞、深圳、江西等地门店的分布，积极推进区域门店集群式发展。

◆网络：网上购物，如虎添翼

公司积极拓展电子商务业务以应对网购带来的冲击。“网上天虹”于2010年3月正式上市，经营策略紧紧围绕客户的需求，尝试直采和代收代付的合作模式，通过搭建积分商城和拓展跨界营销，并通过线下会员实体卡的绑定，有效将线下会员体系移植到线上平台。自3月上线以来，网上百货和网站流量呈上升趋势。我们认为网络零售这一新兴业态的蓬勃发展是大势所趋，鉴于公司全国布局战略，适当的网络销售也将有助于提升公司全国的整体形象。

◆创新：多业态、多模式共举

2010年主要完成了五个领域的创新工作：1) 发展高端百货：升级原深圳天虹购物广场为君尚百货。2) 拓展模式创新：成立天虹置业有限公司，实现多元化物业购置，主要目的为推进购地自建、合作开发、购置物业和并购同业。3) 推进管理创新：管理创新项目80个，经济效益超过2000万，推进收益管理，巩固和推广成本控制。4) 服务创新：打造服务优势：推广亲切、便捷、专业指标，打造口碑服务，组织服务创新大赛，推进感情曲线工具的运用。5) 业务模式创新：筹建品牌代理公司，2010年自有品牌和产地直采分别增长50%和35%，新开发4个农超对接基地（目前共5个），直供商品客户数11家（目前共20家）。

◆维持买入评级，长中短期皆可积极配置：

我们维持公司2011-2013年EPS分别为1.67/2.27/2.96元，以2010年为基期未来三年CAGR为34.7%，六个月目标价58.45元，对应2011年35倍市盈率。我们认为天虹商场，淡妆（短期波段配置）浓抹（重仓长期持有）皆宜，短期我们认为鉴于1Q2010公司较低的净利润增长基数（14.87%），一季报业绩维持较高增速是大概率事件，长期我们坚定看好天虹未来发展，较强的外延复制性、积极进取的管理层、大众消费的客户定位、大股东鼎力支持以及规模体量不断提升将铸就天虹商场未来一线白马消费股的地位，建议投资者积极关注该股，强力推荐。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,057	10,174	13,090	16,648	20,823
营业收入增长率	17.41%	26.28%	28.65%	27.18%	25.08%
净利润（百万元）	356	485	668	907	1,185
净利润增长率	13.50%	36.25%	37.81%	35.65%	30.69%
EPS（元）	0.89	1.21	1.67	2.27	2.96
ROE（归属母公司）	39.41%	14.65%	17.88%	20.40%	22.12%
P/E	52	38	28	20	16
P/B	21	6	5	4	3
EV/EBITDA	26	26	19	14	11

维持

买入

当前价格	46.45 元
目标价格	58.45 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

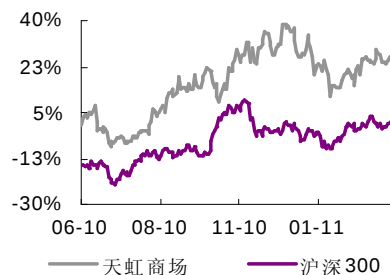
tangjiarui@ebsecn.com

特别感谢实习生梁江泽对本报告的贡献

市场数据

总股本(百万股)	400
总市值(百万元)	18,585
流通比例(%)	12.52%
12个月最高/最低(元)	52.55/33.36
近3月日均成交量(百万股)	0.95
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	1.63	-4.91	0.00
绝对收益	4.66	-0.75	0.00

相关报告：

天虹商场：得益大股东鼎力支持，拟开设湘内第三家门店——公司公告点评

..... 2011-03-21
天虹商场：业绩符合预期，稳健经营是王道——2010年报点评（维持买入）

..... 2011-02-28
天虹商场：开业当年即盈利，彰显深圳地区雄厚基础——公司公告点评

..... 2011-02-22

一、2010经营亮点和未来展望

1. 加密同城分布，打造区域授权能力，有效推进区域门店集群式发展

2010 年公司新开了 6 家分店：东莞黄江、北京国展、深圳公明、东莞厚街、浙江湖州以及横岗天虹，并签约了 14 个项目，分别位于深圳、东莞、泉州、永安、湖州、溧阳、绍兴、金华、株洲、娄底、南昌、青岛和成都。同时公司还成立了天虹置业有限公司，主要目的为推进购地自建、合作开发、购置物业和并购同业，报告期内成功购买了江西吉安一处商业用地。从公司的门店拓展地区以及方式来看，公司的经营策略可以归纳为以轻资产为主、并适度加重自有物业比例，加密优势区域如东莞、深圳、江西等地门店的分布，积极推进区域门店的集群式发展。

由于目前我国品牌供应商绝大部分实行区域代理制，因此百货异地扩张面临招商采购从零做起的困难，而加密区域门店分布能够使公司门店充分享受到供应商资源共享的益处，有效降低公司的招商成本及采购成本，增强对供应商的议价能力。因此我们认为公司抓住城镇化进程和居民消费升级的机遇，通过外延扩张下沉全国二、三线城市，同时加密同城门店数量积极推进集群式发展的策略是可行的并且具有显著成效的。

为了更好推进区域集群式发展，公司对区域的授权也做出了重大的改变，成立了华南、华中、华东和东南区域总部及北京公司，下设行政、财务、商品和营销四个部门，将门店的经营管理权，如对顾客的消费偏好研究及服务等下放到区域总部，总公司主要管好财务、人力资源、战略及风险控制四大方面，由总部帮带，持续提升专业能力，有效推进区域门店集群式发展。我们认为由于不同区域的消费水平、消费习惯存在较大差异，百货连锁店必须依据不同地区消费的特点，选择适合本地区商品以满足消费者的需求。因此经营管理权的下放将更有利于公司对各地消费者的消费偏好的研究，从而有效调整品牌结构提升经营业绩。

2. 试水品牌代理业务，拓展电子商务

2010年，公司成功引进国内外一线品牌，包括兰蔻、娇兰、碧欧泉、SK-II 和 Dior 等知名化妆品以及 23 区等高档服装，进一步丰富了原本公司较弱的品牌招商能力。公司当年新增 SKU 数超过 100 种，代理品牌 3 个，自有品牌和产地直采销售同比增加 50% 和 35%，并且公司正在筹建品牌代理合资公司，为公司向上游供应链延伸，提高利润率水平打下了坚实的基础。

除此之外，公司还积极拓展电子商务业务以应对网购带来的冲击。“网上天虹”于 2010 年 3 月正式上市，经营策略紧紧围绕客户的需求，尝试直采和代收代付的合作模式，通过搭建积分商城和拓展跨界营销，并通过对线下会员实体卡的绑定，有效将线下会员体系移植到线上平台。自 3 月上线以来，网上百货和网站流量呈上升趋势。目前公司正在摸索网络和实体之间如何协同发展以及培养信任度和售后服务的问题。我们认为网络零售这一新兴业态的蓬勃发展是大势所趋，传统零售应视电子商务为新的利润增长点，而非闭门不见。鉴于公司全国布局战略，适当的网络销售也将有助于提升公司全国的整体形象。

3. 发挥创新精神，推进企业持续发展

持续的业务创新能力是企业不断增长的动力，公司十分重视业务的革新和突破，2010 年主要完成了五个领域的创新工作。

- 1) 发展高端百货：升级原深圳天虹购物广场为君尚百货，旨在拓展公司发展空间，满足高端消费需求，提升公司整体市场地位。
- 2) 拓展模式创新：成立天虹置业有限公司，实现多元化物业购置，购买江西吉安一处商业用地，加重自有物业面积，抵御租金上涨对利润的侵蚀。
- 3) 推进管理创新：管理创新项目80个，经济效益超过2000万，推进收益管理，巩固和推广成本控制，推进ERP（R3系统），目前已完成需求调研、流程规划、设备安装验收等。
- 4) 打造服务优势：推广亲切、便捷、专业指标，打造口碑服务，组织服务创新大赛，推进感情曲线工具的运用。
- 5) 业务模式创新：筹建品牌代理公司，2010年自有品牌和产地直采分别增长50%和35%，新开发4个农超对接基地（目前共5个），直供商品客户数11家（目前共20家），持续推进业务模式创新，鞋区统装、女鞋自营，筹划百货自有品牌。

4. 公司未来拓展战略

公司总体业务战略是以天虹商场和君上百货的有形连锁为核心，以品牌代理业务和电子商务为两翼，协同发展，打造全国一流的连锁零售企业。其中天虹商场主要定位于中高端百货，为客户传递亲和和信赖，而君尚百货则主要定位于高端百货，为客户体现价值并且提升公司形象。未来拓展计划方面，公司将快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北区域。公司将始终坚持“有效益扩张”和“可持续发展”的外延策略，在跨区域发展中扩大市场份额，提高竞争力，并且实施区域聚集布点，形成门店群从而获得区域规模优势。此外公司还将分类发展，在形成优势的区域快速拓展，弱势区域则快速培养，争取年均新开设 10 家左右门店。未来公司的战略重点将放在电子商务发展、产地直采、生鲜直采以及全国直供等业务上，实行品牌分级管理，进一步整合供应链。

二、Q&A 交流

1. 由于百货业态比较强调个性化，而连锁概念又比较强调标准化，那么百货连锁具体体现在什么地方？

A: 很多营销专家都在质疑百货能否连锁，因为连锁要有一定的规范和标准化基础。从中国目前情况来看，百货连锁的集中度是比较低的。在美国，连锁百货西尔斯、梅西、JC.Penny等几家占了50-60%的市场份额，而中国还处于群雄割据的状态，全国连锁的百货也就是天虹、王府井和百盛。百货连锁主要体现在选址建店、商品招商采购、物流配送和售后服务等四个流程上，由于百货受地域特征化影响较大，对于不同区域需要强调差异化和本土化，因此做到完全标准化还是比较困难的，但是最起码管理流程是可以规范化的。而且从舒适感和感知角度来讲，人是有共性的，所以在服务上也是可以规范的，这里讲的规范，是方法上的规范，具体的内容是有具体的输出的。

2. 公司对部分店面进行了统一装修，对公司有什么利弊？

A: 专柜和自营是两个极端的模式，而统一装修介于两者之间。我们对某些店面提供了统一的基本装修，产品可能由品牌来提供，也可能由代理商提供；统一装修至少能给公司带来两点好处，第一，可以提高百货公司经营面积的利用率，从而满足消费者更多的需求。第二，可以加快产品更新速度，因为装修是由公司来提供的，因此公

司和品牌包括代理合作的期限也在缩短，变为半年一期，半年之后根据市场回馈情况来决定是否更换品牌。目前统一装修的实行效果非常不错，在其中一个分店，统装区占七分之一的面积，但是贡献了四分之三的利润。公司在选择突破口的时候，会选择更有利的网店来推进，未来会有更多店面尝试这种模式，但是不会100%都做统装，大部分还是做专柜的形式。

3. 公司电子商务的行政设置是什么样的级别？后台资源如何支持？如何发挥实体店和电子商务的协同效应？

A: 公司目前设立有电子商务部，业务相对独立于传统部门，部门经理由公司总部的一个副总担任，该副总之前在华东区工作了7、8年，对实体网络有一定经验，并且对电子商务也颇有兴趣。在资源配置上，公司尽量让年轻人施展才能，在行政设置上，目前是以事业部的方式安排，如果有必要，将来会成立公司。目前电子商务的限制不在于架构的设置，而是在于如何让这个模式快速成长起来。目前实体店和电子商务在VIP卡以及积分兑换上的协同效果成效非常明显，但是对有形商品的协同则存在困难，比如配送环节上，虽然有形商场和无形商场都要送货，但是有形商场的送货是基于辐射商圈内，而无形商场的配送很可能要超出这个范围，目前解决的办法是引进第三方物流。

4. 网络购物对公司的冲击如何？

A: 实体店中被网络冲击得最严重的是标准化的零售企业，比如国美、苏宁等家电连锁，而百货受到冲击比较小。目前，网购尚不能覆盖百货经营的所有品类，所以冲击是客观存在的，但是取代是非常难的。从顾客购物的习惯和行为来看，有形商场提供的购物场所，网络是无法替代的。另外，由于顾客对高端产品更注重体验性，因此高端产品受到的影响也较小。最后是便利性，社区店、便利店也不会受网络冲击。

5. 公司未来实体店会加强并购来扩张，并购方式会侧重哪种类型？

A: 在并购模式的选择上，没有必要一定采取哪种模式，现金、股票交换、定增都是可行的，但是并购这条路是必然要走的。目前连锁百货市场集中度低，效率不够高，未来一定是走向集中度高的趋势。百货是可以区域为王的，只要有机会，公司会对某个并购对象进行并购，但是并购对象可遇不可求，目前正在寻找。

6. 未来，公司将如何在资本方面支撑一年10家店的快速扩张速度？

A: 从现金流来看，由于刚刚上市，因此最近1、2年的扩张，公司肯定是可以支持的。至于明年到后年，公司会再做盈利预测来判断是否需要新的资金。公司未来会坚持轻资产的策略，适度进行重资产配置，包括自建物业也是按照适度从重的原则来配置，不会大规模改变目前以租赁为主的模式，因此公司对于资本的要求也将是适度的，资源和能力会是匹配的模式。

7. 天虹商场存货周转率高于同类上市公司是如何做到的？未来如何保持？

A: EMBA的运营管理课程中是有模型计算最佳库存和安全库存的，但是缺点是过于理论化。公司会结合实际如品类管理、有形商场里的8/2法则，对商品淘汰规范化。高周转率反应了整个体系的有效性。

公司做了大量的基础工作，每年都做顾客满意度调查，每个季度都会有神秘顾客购物并写报告，IT本身也可以通过分体提供很多数据来分析，公司会把多个层面结合起来，从而解决积压库存的问题。这些工作做完后并不是一成不变的，因为顾客的需求在不断变化，商品本身也在更新换代，所以整个存货管理是动态的。

8. 公司的会员销售情况如何？

A: 目前公司全国会员超过260万，其中华南区（深圳，东莞）有100多万。会员含税销售额占比超过一半以上，而且趋势在逐步在上升。相比较全国同行，天虹是比较受到会员顾客认可的。公司认为会员体系的根本目的有3个：1) 能够发展公司的有效顾客数量 2) 使顾客更快的成为忠诚客户，3) 公司能够收集和分析顾客的信息，从而支持经营的改善。目前公司的会员制度是：当日1000元或者当月10000万可升级为银卡；一年内积分达到10000分可以升级为金卡。优惠上，服装类银卡可以9折，具体每个柜台有差异；金卡可以打88折，非VIP就无法享受这个。

会员跟踪模式方面，公司总部的营销管理部每个月有全国VIP客户的分析，包括高价值顾客增加、流失顾客的总体情况等。区域层面会有细化分析，门店营运部门每个月都会分析顾客维度，VIP的发展情况，公司有一个商业智能系统提供这样的分析。

9. 目前，社区百货被定位为公司的主要盈利贡献点。公司是不是统一这个看法？发展方向上是否坚持这样的定位？社区百货的空间是否做过测算？

A: 公司是否会坚持这个定位，要看今后多长时间，还要看未来的发展趋势变化。城市化进程还在进行之中，从经济学家分析来看，城市化60%以后，很难有人口进入城市了。2010年城市化率是48%，还有12个百分点左右，08年之前我国城市化率一年前进1个点，这样看来，未来12年城市化进程对经济拉动还是有利的。中产阶级的需求是我们的关注点，未来我们的定位也是非常清晰的，我们在业态模式上可能还会坚持社区购物中心、社区百货的模式，但是商品一定要提升，否则今后可能就会遇到瓶颈，社区百货走到后面如果和超市竞争，那将会是一个非常糟糕的事情。

10. 公司租赁方关联的签约租赁合同较多，和大股东关联方协同发展的优势体现在哪里？和关联方签约的租金比一般的高，是什么原因？

A: 公司与关联方签约的网点有赣州、岳阳、莱蒙三个，目前公司有40多个店，租金水平基本都有公布，不同区域的租金水平会有不同，与关联方租赁的物业都是比较中心的位置，比如岳阳店，是一个非常成熟很核心的位置，租金水平和当地情况来比是比较合理的。我们对关联交易是比较慎重的，租赁价格都是按照公允价值定价，并且符合法律程序的。和大股东关联方协同发展对双方股东是非常有利的，比如一旦有物业，对方都会首先让我们来挑选，甚至选地都会邀请天虹去参与。

11. 目前中国的百货区域格局形势比较严重，天虹在扩张过程中是如何打破区域竞争壁垒的？

A: 在选择跨区域扩张的目标城市时，公司会事先对拟进入地区零售业竞争的壁垒强度进行评估，公司有一个市场指数，用来核算市场容量以及目前已经存在的饱和度，如果超过一定的饱和度，公司是不会进入这个区域的，比如天虹就没有进上海。一般跨区的扩张，公司会先以核心店形式在当地展开经营，一方面积累本土化经验，另一方面积累供应商以及政府资源，如果试验店经营效果较好，公司则会进行复制继续铺店，从而控制异地扩张风险。公司认为，目前中国东部和南部城市已相对成熟，“十二五”期间应该是决战中部，中部基础比西部要好，机会也更多。

12. 君尚百货与天虹中心店在定位上是否有重叠？

A: 君尚百货和中心店不矛盾, 君尚是基于忠诚顾客不断成长和消费需求提升的前提下衍生出的高端百货业态, 未来君尚将定位在一、二线城市, 由于资源有限, 因此一个大城市大概会有1至 2家君尚, 不会像天虹那样广泛铺店。百货公司的顾客群层次跨度比较大, 因此我们会做一定层次细分, 君尚和中心店的顾客群还是有比较明显的区分的。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, 会参照广州友谊或者上海的久光百货。

13. 商业地产的快速发展对于天虹轻资产的扩张方式有什么挑战和机遇?

A: 政府用行政手段打压房价取得的效果低于预期, 一些住宅地产商正在转变为商业地产。随着商业地产的增加, 公司选择机会也在增加。但是原来商业地产不重视的时候, 价格会比较合理, 现在零售商的扩张和竞争在增多增强, 商业地产的需求可能会有新一轮的兴起, 引起价格上涨, 因此公司必须要有更强的核心竞争力。

14. 2010 年公司人力成本上升较快, 怎么看待这一因素的影响?

A: 员工薪酬上涨主要有两个原因: 一是员工数量有增长, 二是2010 年普调了薪酬。天虹员工薪酬的调整主要依据有: CPI、公司效益增长和第三方调查的同行薪酬情况。公司每年都会对薪酬结构做一次检讨和调整。

15. 公司在广州的物流中心建设进展如何?

A: 建设物流配送中心的主要考量是配送成本, 目前公司在建的物流中心是在东莞大岭地区, 自购地块, 约10万平方米。物流中心拟分3期建成, 第一期常温库, 已建设完毕, 第二期为低温库, 存储水果蔬菜, 正在建设中, 第三期目前在做认证规划, 拟作为生鲜熟食的加工中心。该物流配送中心主要是支持广东地区的超市门店配送。对于广东省外门店配送, 公司目前主要依赖于第三方物流, 但是考虑到成本因素, 尽量采取当地采购和配送, 公司未来也会考虑在广东省外地区建设配送中心。

16. 目前, 苏州门店群已经有5个门店, 经营效益方面有什么规模优势? 北京的门店在什么趋势下会开第3个, 第4个店?

A: 对于苏州店, 公司是作为中心店来看待的, 等二店木渎店开业后, 与苏州总店会产生互补作用。目前苏州的销售增长还是很不错的, 另外苏州总店也培养了一些人才, 通过这个店摸索了苏州消费者对百货的需求情况, 未来都是很宝贵的经验, 对商品采购包括物流配送方面都有帮助。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, 采购议价能力的提升以及管理、物流配送成本的分摊。北京第三个店一直在找, 但是找的过程不是太容易, 没有最好, 就只能次好, 但是不能强求。目前, 公司比较看好宣武店, 如果未来效益不错, 第三个店就会开起来, 关键还是看宣武店是否有扭亏趋势, 二是是否好的店址。

17. 如何看待目前的消费者信心下降? 公司二季度的同店销售增长是否有影响?

A: 我们认为整个零售1月份销售信心指数和社销总额下降是结构性的, 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。

18. 天虹的购卡越来越强势, 购卡的策略上是如何的?

A: 在购卡返利方面, 天虹在深圳地区的返利是最少的, 不会超过其他同行, 现在是别人用高返利来抢夺我们的

份额。购物卡发的好，主要是我们的定位符合白领需求，并且网点丰富，这是主要发卡强势的原因。

19. 公司目前的品牌代理业务做得如何？

A: 我们在香港注册成立了一个品牌代理公司，主要代理欧美的品牌，目前已经签约了一个欧洲品牌，叫part two，已在君尚开业。另外，公司还会考虑百货折扣店，家居业务等代理业务，最终的目标是提高利润率和提高渠道的掌控力。

风险分析

1) 公司外延扩张轻资产模式抵抗租金上涨能力较弱。2) 新开门店培育期超预期。

附：公司经营面积探讨

在2011年2月28日天虹商场2010年年报点评中，我们在附注1中提及我们统计的40家直营店估算99万平米，和公司年报的101万平米略有差异。感谢天虹商场董秘万颖和证代黄晓丽的数据提供，我们基本找出了差异的原因：1) 公司IPO时候披露的门店面积和2010年年报是披露的略有差异 2) 深南天虹门店虽已经关闭，但未来改造后将作为君尚门店使用，该门店面积21793平米，年报披露数字或将该门店计入统计面积中。经重新计算，我们将40家直营店(含君尚百货一家)合计计算，截至2010年天虹商场营业面积约101.64万平米，基本符合2010年年报中101.78万平米的数据，特此说明。

图表 1：天虹商场经营数据持续向好

1Q2009-4Q2010 天虹商场经营情况一览（2011/03/27 更新）

	1Q2010	1H2010	3Q2010	2010
门店总数	35	37	39	40
当年净增门店数	0	2	4	5
营业面积 平米	850947.39	892609.57	942187.57	994648.57 ¹
单店面积 平米	24312.78	24124.58	24158.66	24866.21
营业面积增速%	N.A.	13.61%	13.09%	16.89%
当年新增面积 平米	0.00	41662.18	91240.18	143701.18
当年新增单店面积 平米	0.00	20831.09	22810.05	28740.24
营业收入 万元	266911.39	480925.15	710196.64	1017436.14
营业收入增速%	31.04%	28.79%	28.18%	26.28%
单店收入 万元	7626.04	12997.98	18210.17	25435.90
单店收入增长%	12.32%	11.38%	11.75%	10.49%
面积坪效 元/平米	3136.64	5387.86	7537.74	10229.10
面积坪效增长%	9.76%	13.35%	13.35%	8.03%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

¹ 另有深南门店 21793 平米未算，截至 2010 年考虑深南门店，则经营面积合计 1016441.57 平米。

图表 2：截至 2010 年，天虹商场共有 40 家直营店，面积约 101.64 万平米

天虹门店情况一览（2011/03/27 日更新）

序号	公司/门店	成立时间	店龄 (年)	营业面积 (平米)	物业	经营期限	类型
0	深南天虹商场	1984 年 1 月 24 日	27.17	21793	租赁	-	城市中心店
1	南昌江大天虹	2002 年 6 月 14 日	8.75	13000	租赁	2017 年 6 月 19 日	社区购物中心
2	福民天虹商场	2002 年 11 月 25 日	8.33	12553.05	租赁	2014 年 12 月 13 日	社区购物中心
3	创业天虹商场	2002 年 11 月 25 日	8.33	19128.57	租赁	2016 年 9 月 8 日	社区购物中心
4	龙华天虹商场	2002 年 11 月 25 日	8.33	19005.74	租赁	2017 年 9 月 2 日	社区购物中心
5	厦门汇腾天虹	2003 年 4 月 22 日	7.92	20052.73	租赁	2019 年 8 月 31 日	社区购物中心
6	常兴天虹商场	2003 年 10 月 31 日	7.33	31347.5	租赁	2018 年 8 月 4 日	社区购物中心
7	龙新天虹商场	2003 年 12 月 9 日	7.25	14810.01	租赁	2018 年 10 月 30 日	社区购物中心
8	君尚购物广场	2003 年 12 月 9 日	7.25	37760.65	租赁	2018 年 10 月 17 日	城市中心店
9	沙井天虹商场	2004 年 5 月 9 日	6.83	31888.48	租赁	2019 年 3 月 30 日	社区购物中心
10	布吉天虹商场	2004 年 5 月 12 日	6.83	17014.39	租赁	2019 年 2 月 5 日	社区购物中心
11	东莞东纵天虹	2004 年 9 月 9 日	6.50	26410.56	租赁	2019 年 9 月	城市中心店
12	双龙天虹商场	2005 年 2 月 3 日	6.08	20720.75	租赁	2019 年 2 月 28 日	社区购物中心
13	东门天虹商场	2005 年 6 月 2 日	5.75	25730	租赁	2019 年 11 月 30 日	社区购物中心
14	东莞常平天虹	2005 年 8 月 1 日	5.58	15992	租赁	2020 年 4 月 1 日	社区购物中心
15	惠州天虹商场	2005 年 8 月 1 日	5.58	30892.02	租赁	2024 年 5 月 30 日	社区购物中心
16	前进天虹商场	2006 年 1 月 10 日	5.17	21048.47	租赁	2019 年 10 月 19 日	社区购物中心
17	西丽天虹商场	2006 年 1 月 11 日	5.17	17521.02	租赁	2019 年 12 月 2 日	社区购物中心
18	嘉兴天虹百货	2006 年 3 月 1 日	5.00	19971.8	租赁	2021 年 5 月 14 日	城市中心店
19	福州天虹百货	2006 年 7 月 12 日	4.67	46486.26	租赁	2026 年 9 月 29 日	城市中心店
20	松岗天虹商场	2006 年 10 月 8 日	4.42	18585.21	租赁	2021 年 4 月 15 日	社区购物中心
21	厦门大西洋天虹	2007 年 1 月 18 日	4.17	19488	自有	自有	城市中心店
22	南昌中山天虹	2007 年 4 月 19 日	3.92	54378.67	租赁	2022 年 4 月 1 日	城市中心店
23	观澜天虹商场	2007 年 10 月 9 日	3.42	16660	租赁	2022 年 3 月 31 日	社区购物中心
24	深南天虹新店	2007 年 11 月 21 日	3.33	20128.58	自有+租赁	2023 年 10 月 13 日	社区购物中心
25	民治天虹商场	2007 年 11 月 22 日	3.33	20179.83	租赁	2022 年 6 月 14 日	社区购物中心
26	后海天虹百货	2007 年 11 月 23 日	3.33	15373.73	租赁	2022 年 9 月 29 日	城市中心店
27	东莞长安天虹	2007 年 12 月 28 日	3.17	24453.91	租赁	2027 年 10 月 10 日	社区购物中心
28	沙河天虹商场	2008 年 6 月 12 日	2.75	16456	租赁	2023 年 1 月 19 日	社区购物中心
29	国贸天虹	2008 年 12 月 5 日	2.25	35697.9	租赁	2023 年 6 月 30 日	城市中心店
30	长沙芙蓉天虹	2008 年 12 月 6 日	2.25	30000	租赁	2027 年 10 月 20 日	社区购物中心
31	苏州金鸡湖天虹	2009 年 4 月 24 日	1.92	50911.56	租赁	2023 年 10 月 29 日	城市中心店
32	北京宣武天虹	2009 年 4 月 25 日	1.92	22000	租赁	2028 年 10 月 16 日	城市中心店
33	南昌红谷天虹	2009 年 9 月 4 日	1.50	20000	租赁	2028 年 12 月 30 日	社区购物中心
34	惠州惠阳天虹	2009 年 9 月 12 日	1.50	27500	租赁	2028 年 10 月 28 日	社区购物中心
35	杭州萧山天虹	2009 年 12 月 17 日	1.25	17800	租赁	2029 年 5 月 20 日	社区购物中心
36	东莞黄江天虹	2010 年 4 月 24 日	0.92	26264.43	租赁	2030 年 4 月	社区购物中心
37	北京国展天虹	2010 年 4 月 29 日	0.83	15397.75	租赁	2025 年 4 月 23 日	社区购物中心

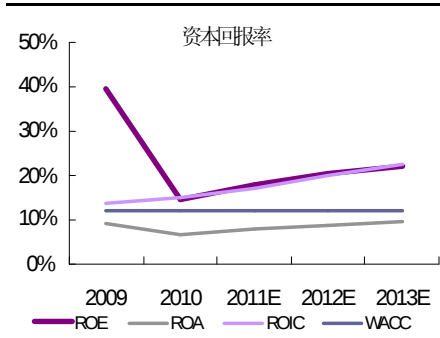
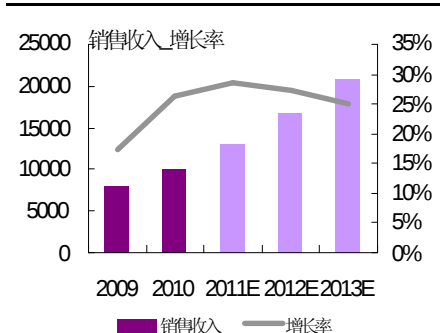
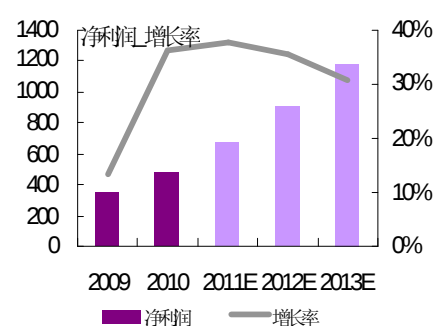
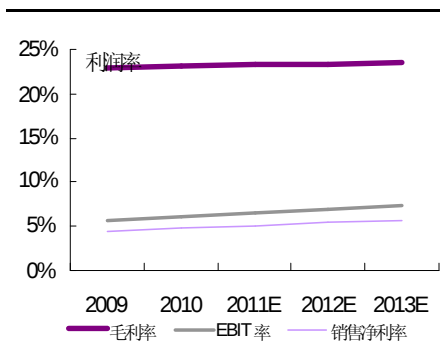
38	东莞厚街天虹	2010 年 8 月 6 日	0.58	49578	租赁	2030 年 8 月	社区购物中心
39	湖州爱山天虹	2010 年 12 月 21 日	0.25	27800	租赁	2030 年 9 月 30 日	社区购物中心
40	深圳横岗信义	2010 年 12 月 25 日	0.25	24661	租赁	N.A.	社区购物中心

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
- 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
- 20101209 天虹商场：聚沙成塔，外延扩张能力可圈可点--公司公告点评
- 20110113 天虹商场：借大股东之力，加速布局二三线城市---公司公告点评
- 20110124 天虹商场：风物长宜放眼量，未来三年门店面积增幅超 50%----公司公告点评
- 20110222 天虹商场：开业当年即盈利，彰显深圳地区雄厚基础----公司公告点评
- 20110228 天虹商场：业绩符合预期，稳健经营是王道---2010 年年报点评
- 20110321 天虹商场：得益大股东鼎力支持，拟开设湘内第三家门店---公司公告点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,057	10,174	13,090	16,648	20,823
营业成本	6,207	7,832	10,043	12,749	15,905
折旧和摊销	231	82	107	115	121
营业税费	34	48	65	83	104
销售费用	1,224	1,487	1,859	2,347	2,915
管理费用	128	191	242	291	354
财务费用	10	-6	-10	-11	-13
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	454	622	865	1,181	1,549
利润总额	471	641	885	1,201	1,569
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	355.95	485.00	668.39	906.66	1,184.90

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,933	7,150	8,417	10,220	12,366
流动资产	2,399	5,061	6,325	8,092	10,259
货币资金	1,698	4,453	5,498	7,045	8,954
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	25	31	41	52	65
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	151	161	224	285	356
存货	205	290	352	446	557
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	644	1,090	1,137	1,181	1,179
无形资产	525	527	500	475	451
总负债	3,030	3,840	4,679	5,776	7,008
无息负债	3,030	3,840	4,655	5,776	7,008
有息负债	0	0	24	0	0
股东权益	903	3,310	3,738	4,444	5,357
股本	350	400	400	400	400
公积金	142	2,060	2,161	2,297	2,474
未分配利润	411	850	1,178	1,748	2,483
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,169	1,262	1,400	1,911	2,268
净利润	356	485	668	907	1,185
折旧摊销	231	82	107	115	121
净营运资金增加	49	-14	629	595	779
其他	533	709	-4	295	183
投资活动产生现金流	-885	-429	-150	-150	-100
净资本支出	-587	-589	150	150	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-298	160	-300	-300	-200
融资活动现金流	-155	1,923	-206	-214	-259
股本变化	0	50	0	0	0
债务净变化	0	0	24	-24	0
无息负债变化	674	810	816	1,121	1,233
净现金流	129	2,756	1,044	1,547	1,909

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.41%	26.28%	28.65%	27.18%	25.08%
净利润增长率	13.50%	36.25%	37.81%	35.65%	30.69%
EBITDA 增长率	80.60%	0.61%	37.76%	33.56%	29.02%
EBIT 增长率	20.61%	32.91%	38.80%	36.85%	31.29%
估值指标					
PE	52	38	28	20	16
PB	21	6	5	4	3
EV/EBITDA	26	26	19	14	11
EV/EBIT	39	30	22	16	12
EV/NOPLAT	51	39	29	21	16
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	7	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	22.96%	23.02%	23.27%	23.42%	23.62%
EBITDA 率	8.61%	6.86%	7.35%	7.72%	7.96%
EBIT 率	5.75%	6.06%	6.53%	7.03%	7.38%
税前净利润率	5.84%	6.30%	6.76%	7.21%	7.54%
税后净利润率 (归属母公司)	4.42%	4.77%	5.11%	5.45%	5.69%
ROA	9.05%	6.78%	7.94%	8.87%	9.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.41%	14.65%	17.88%	20.40%	22.12%
经营性 ROIC	13.54%	14.89%	17.16%	20.12%	22.53%
偿债能力					
流动比率	0.79	1.32	1.35	1.40	1.46
速动比率	72.42%	124.25%	127.65%	132.38%	138.44%
归属母公司权益/有息债务	-	-	156.53	-	-
有形资产/有息债务	-	-	313.42	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.89	1.21	1.67	2.27	2.96
每股红利	0.00	0.60	0.50	0.68	0.89
每股经营现金流	2.92	3.15	3.50	4.78	5.67
每股自由现金流(FCFF)	2.24	2.75	0.00	0.65	1.03
每股净资产	2.26	8.27	9.34	11.11	13.39
每股销售收入	20.14	25.43	32.72	41.61	52.04

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

实习生梁江泽, 天津大学数学系理学学士, 悉尼大学金融学与会计学双硕士, CFA 三级候选人

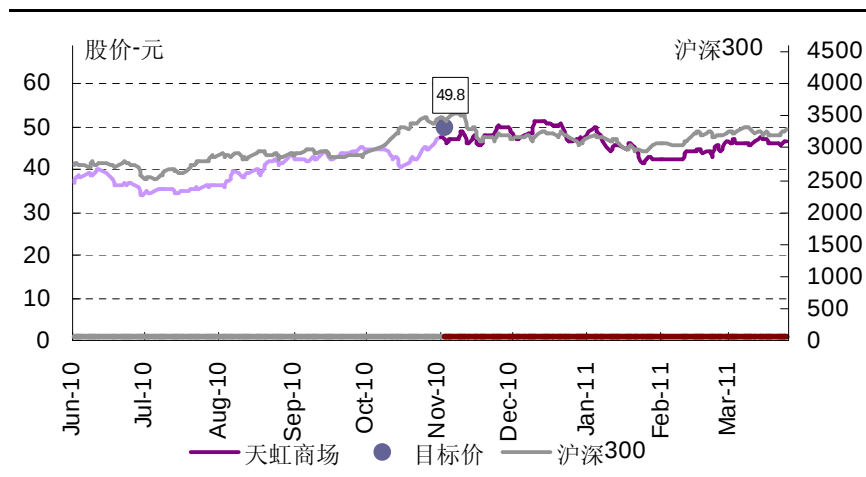
分析师声明

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
2010-11-02	47.77	49.80	买入
2010-11-09	47.10	49.80	买入
2010-12-09	48.40	58.10	买入
2011-01-13	45.55	58.10	买入
2011-01-22	44.18	58.10	买入
2011-02-21	43.84	58.10	买入
2011-02-26	44.38	29.40	买入
2011-03-20	44.38	58.45	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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

风险提示及免责声明

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。