

天虹商场 (002419) 调研报告

理性扩张，寻求创新

可选消费/百货

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 4 月 11 日

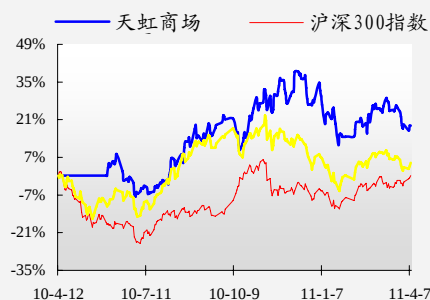
投资要点：

- **紧扣经营主题，实现快速增长：**2010 年，公司围绕区域、网络、创新三大经营主题，全年实现营业收入 101.74 亿元，同比增长 26.28%，归属上市公司股东净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，基本每股收益 1.28 元。
- **主次结合，协调发展：**公司的战略框架为，以天虹商场和君尚百货为核心，以品牌代理业务和电子商务为两翼，实现公司总体战略目标，打造全国一流的连锁零售企业。
- **成长性好，科学扩张：**公司在扩张中将标准化和弹性定制相结合，做到管理流程和服务方式上的规范化，在本土化方面更讲求弹性。2011 年，公司将继续快速扩张，计划新开门店 10 家左右，目前，公司已有储备门店 19 家，总面积 50 余万平，可以保证至少两年的开店需求。
- **顺应发展，涉足高端：**在商品提档升级的过程中，公司推出了以“君尚”为品牌的高端百货业态，基于天虹顾客的成长和升级对顾客需求进一步细分，避免客户流失。
- **精细化会员管理：**公司目前在全国已有 260 万会员，其中华南超过 200 万，VIP 消费比例在 50%以上，且每年上升 2-3 个点，未来公司在客户管理方面还将进一步细化。
- **盈利预测与估值：**我们认为公司是零售行业中比较有特色的跨区域连锁企业，已经找到了适合自身的扩张方式，形成良性循环。按照公司每年新开 10 家门店的速度，暂不考虑送转，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.62、2.12 和 2.65 元，收入和净利润 3 年复合增长率分别为 22.17%和 29.76%，维持推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,017,436	26.28	48,500	36.25	1.28	21.40	34.30	
2011E	1,225,559	23.40	64,825	33.66	1.62	17.08	27.10	
2012E	1,538,963	22.57	84,696	30.65	2.12	19.06	20.71	
2013E	1,855,408	20.56	105,976	25.13	2.65	20.03	16.57	

走势图



市场数据

2011-4-11

收盘价：	43.90 元
52 周最高价：	52.55 元
52 周最低价：	33.36 元
平均持仓成本：	46.07 元

基本数据

2010Q4

总股本（万股）：	40,010
流通 A 股（万股）：	40,010
每股收益（元）：	1.28
每股净资产（元）：	8.27
每股经营现金流（元）：	3.15
市净率：	5.31

分析师：罗旷怡

执业证书编号：s0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

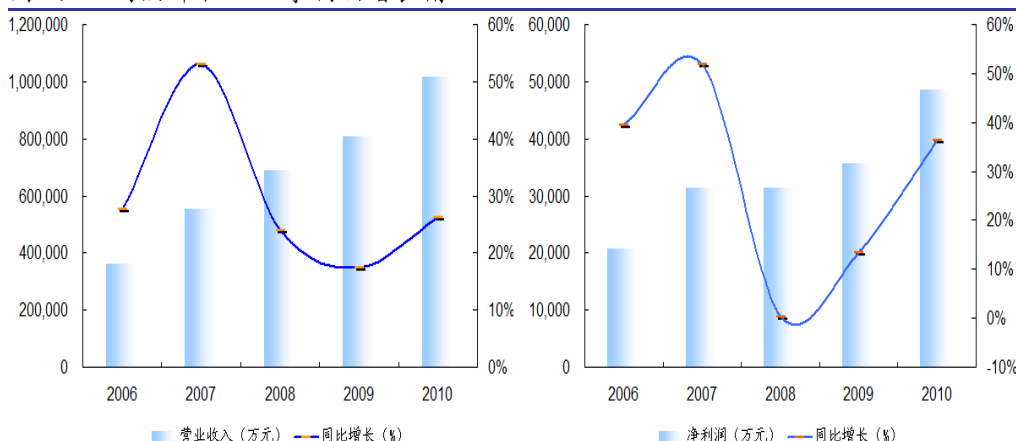
邮 编：200002

1. 2010 年经营情况及发展规划

1.1 经营情况——紧扣经营主题，实现快速增长

2010 年，公司围绕区域、网络、创新三大经营主题，全年实现营业收入 101.74 亿元，同比增长 26.28%，归属上市公司股东净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，基本每股收益 1.28 元。

图 1：公司历年收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告，东北证券

区域：

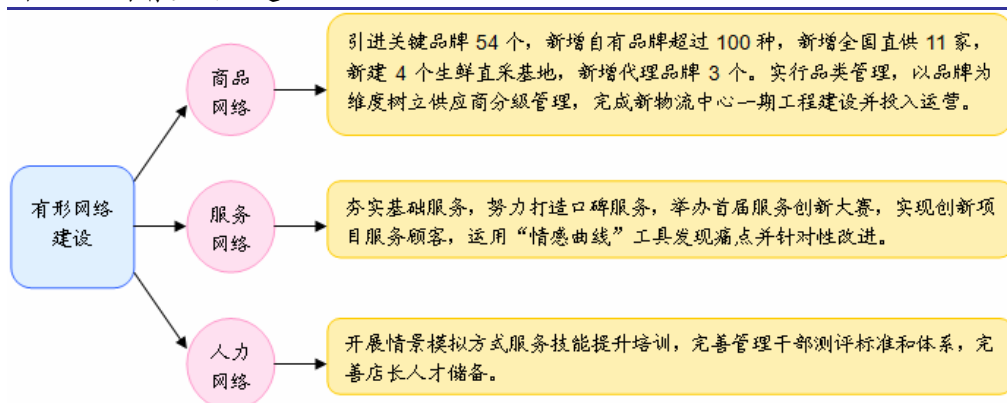
2010 年，公司在各区域积极扩张，年内新开东莞黄江天虹、北京国展天虹、深圳公明天虹（初为加盟店，2011 年 2 月 2 日公告转为直营店）、东莞厚街天虹、浙江湖州天虹和深圳横岗天虹 6 家天虹商场分店，同时，公司成功签约 14 个新店租赁项目，区域分布于深圳、东莞、泉州、永安、湖州、溧阳、绍兴、金华、株洲、娄底、南昌、青岛和成都等城市。

配合公司全国扩张及区域密集布店的战略模式，公司对组织管理架构及区域授权也进行了变动，成立华南、华中、华东、东南四个区域总部及北京公司，下设区域商品部、营销部、行政管理部和财务部，推进经营管理权下放，从而可以贴近市场和顾客，实现对市场需求的快速反应；而公司总部则主要负责风险控制、发展战略及全国性资源的调配。我们认为公司这种“大处着眼、小处着手”的经营方式有助于解决公司在全国连锁过程中遇到的区域限制，在扩张过程中可以根据不同区域的不同特点针对性的微调战略，同时可以避免总部规模膨胀而引起的决策回路过长，效率降低。

网络：

网络方面，公司强调有形零售网络和无形电子商务网络的建设。有形网络主要包括（1）商品网络，即品牌引进、基地建设和品类管理等方面；（2）服务网络，即运用新型工具提高服务质量；（3）人力网络，即完善考评制度及人才储备。

图 2：公司有型网络建设



资料来源：东北证券

无形网络方面，网上天虹于 2010 年 3 月正式上线，经营策略紧紧围绕顾客的需求，向顾客传递便捷、可靠、丰富实惠的价值主张。积极开展商品业务模式创新，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，有效地将线下会员体系移植到线上平台，加强了网上平台对实体会员的吸引力。

网上天虹自 3 月份上线试营业以来，销售额和网站流量均呈上升趋势。我们认为目前实体百货涉足网上销售是大势所趋，统计显示，2010 年，连锁百强企业中有 34 家开展了网络零售业务，实现销售规模约 30 亿元，访问量和销售额较大的网店主要集中在家电和百货企业所营运的平台。我们认为网上销售的难点主要在于信任度、物流、售后服务和价格等方面，公司作为全国连锁型百货，在以上方面均可以借助实体店的网络优势，与电子商务协同发展，且以公司善于接受新事物且勇于创新的文化氛围看，网上天虹未来有望成为公司新的利润增长点，并有利于公司品牌形象的多渠道宣传。

创新：

创新方面，公司在 2010 年主要围绕以下 5 个方面进行了创新：

(1) 发展高端百货，历时 4 个月将原天虹购物广场改造成为君尚百货，满足不断提升的客户需求，避免流失客户同时拓展高端消费群，2010 年君尚百货微亏 235 万元，目前销售呈增长态势，毛利率仍有提升空间；

(2) 拓展模式突破，成立了天虹置业公司并成功购置江西吉安商业地块，旨在配合公司适度从重的扩张战略，一定程度上降低轻资产扩张带来的风险；

(3) 业务模式创新，增加品牌代理业务，推出鞋区统装及女鞋自营试点，自有品牌逐步增加，同比增长近 50%。公司所试行的鞋区统装模式介于直营和加盟之间，统一装修，商品由商户直接提供或代理商提供，与合作商签约期为半年，更新速度快，毛利率高，公司自主支配能力强，其中一试点门店利用 1/7 的鞋类统装区面积贡献了鞋品 3/4 的利润，调整效果较好。

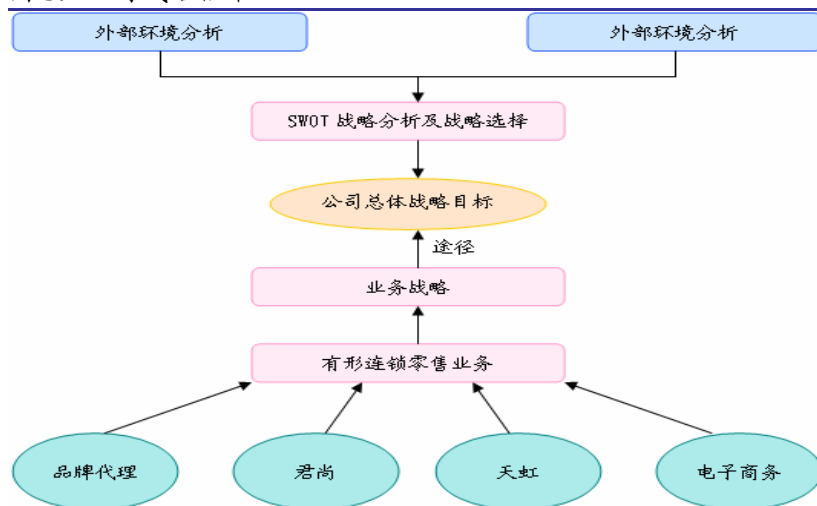
(4) 推进管理创新，开展管理创新项目 80 个，实现项目经济效益超过 2000 万。推进收益管理，巩固和推广成本控制措施，取得显著效果。推进 ERP (R3) 系统建设，提高运营效率。

(5) 打造服务优势, 积极运用新的管理工具提升服务水平运用“情感曲线”工具, 深入了解顾客在接受服务过程中的体验和心理感受, 发现痛点并针对性改进, 不断提升顾客体验价值和满意度。

1.2 发展规划——主次结合, 协调发展

公司的战略框架为在充分的内外部环境分析基础上, 以天虹商场和君尚百货为核心, 以品牌代理业务和电子商务为两翼, 制订公司业务战略, 实现公司总体战略目标, 打造全国一流的连锁零售企业。

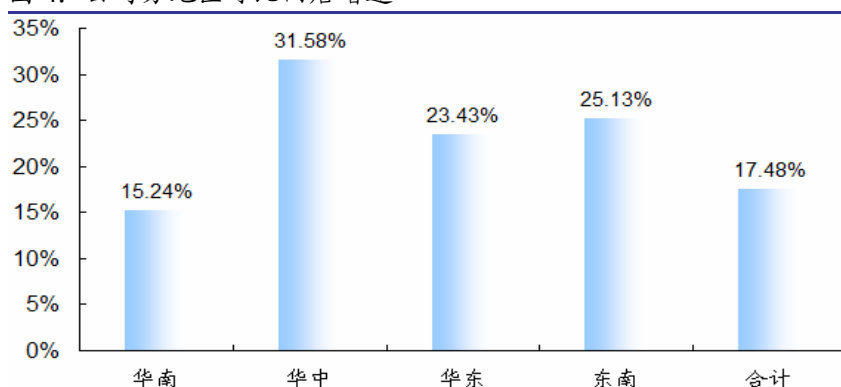
图 3: 公司战略框架



资料来源: 东北证券

门店拓展方面, 公司将快速发展华南、东南、华中等盈利优势区域, 稳步发展华东、华北(进入不久, 培养期), 伺机进入西南、西北, 发展原则始终坚持“有效益扩张, 可持续发展”, 计划每年新开门店 10 家左右, 扩大全国市场份额, 提高市场竞争力; 在门店布局上采取区域聚集密集战略, 形成规模优势。

图 4: 公司分地区可比门店增速



资料来源: 公司公告, 东北证券

注: 华南包括深圳、东莞、惠州; 华中包括南昌、长沙; 华东包括苏州、杭州、湖州、嘉兴; 东南包括厦门、福州。

2011 年公司的业务重点为电子商务线上线下的整合及大力发展直采(供应链整合), 推动 ERP 建设, 推进区域整合、品类管理, 发展品牌代理业务和高端百货, 培育新业务, 扩张中的人才本地化及商铺拥有方式方面的突破。

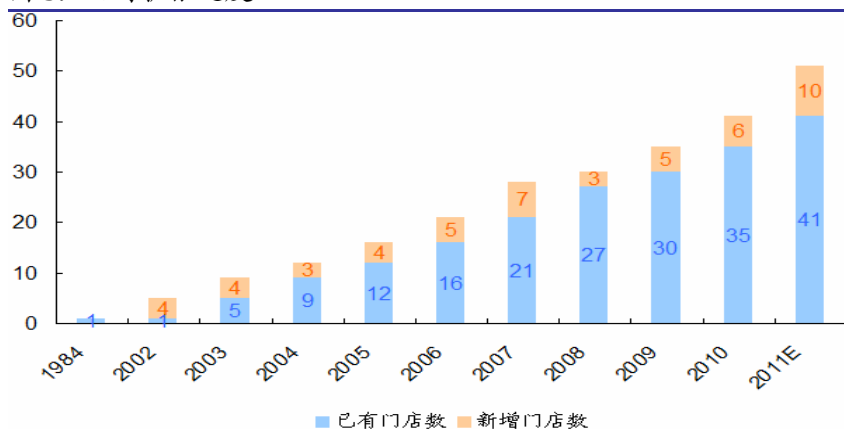
2. 成长性好，科学扩张

公司在扩张中将标准化和弹性定制相结合，做到管理流程和服务方式上的规范化，在本地化方面更讲求弹性。公司开店的流程主要为：选址建店、招商采购、物流配送和售后服务 4 个环节，由于国内百货集中度比较低，呈群雄割据状态，公司采取在区域内密集布店的方式以形成规模优势，而在门店定位方面，公司会根据商圈位置和门店体量进行考量，进入新区域会尽量先开城市中心店。

公司进入新区域后需要一定的培育期，一般情况下 3-4 年扭亏，目前公司亏损较为严重的区域为北京、苏州、长沙和浙江，主要由于这些区域进入时间较短，尚处于市场适应和培育期。北京是公司 09 年新拓展的市场，还处于市场摸索过程中，北京开店成本比较高，但作为公司社区百货的定位，随着北京城市圈的扩大，发展潜力仍然很大，目前宣武店销售增长较快，宣武店盈利将是公司继续开店较好的时点，公司将视物业情况适时在北京进一步扩张；苏州金鸡湖城市中心店目前销售增长较快，吸引和培养了代理商，了解了消费者，第二家木渎店开业后，将与一店形成有效互补，在开对采购、配送、管理层分配都会有更好的协同。

公司 2010 年实现了东莞长安天虹、南昌中山天虹、福州万象天虹、南昌红谷天虹和惠州惠阳天虹等门店扭亏，其中前三者为 2006-2007 年次新门店，后两店为 2009 年新开门店，我们认为公司新店培育期适中，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使得公司业绩持续快速增长。

图 5：公司扩张进度



资料来源：公司公告，东北证券

公司在扩张中不会改变轻资产的战略，并遵从适度从重的原则，注重风险控制，公司目前租售比仍在合理区间，中位数保持在 5% 左右。在与大股东协作方面，公司目前与关联方签约的网点有赣州、岳阳和莱蒙，租赁价格按公允价值定价，大股东对公司的发展持支持态度，物业会由公司优先选择，且不会强加于公司，双方协同较好。

物流中心建设方面，由于公司门店数量较多，对库容及周转效率的要求都有所提高，公司在深圳的配送中心已不能满足现有需求，因此在东莞大朗地区建设物流中心，拟分 3 期建设，1 期常温库已建设完成，并于去年 11 月投入使用；2 期为低温库，正在建设中；3 期则在认证和规划中，拟作为生鲜熟食加工中心，主要支持广东地区配送。配送中心的完善将保证公司配送成本的持续降低并提高“生鲜熟”的经营能力，进一步增强公司市场竞争力。

2011 年，公司将继续快速扩张，计划新开门店 10 家左右，以定位中高端的“天虹”为重点，机会性发展高端百货“君尚”，覆盖更广泛的客群。在扩张区域方面，公司则将遵循“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北的发展布局。目前，公司已有储备门店 19 家，总面积 50 余万平，为 2010 年底的 50%，可以保证至少两年的开店需求。

表 1: 公司储备门店情况

序号	公告时间	门店	面积 (M ²)	预计开业	交易/投资总金额 (万元)
1	2010-06-26	金华世贸中心 (加盟)	24000	-	-
2	2010-07-13	龙岗东晟时代花园	16629	-	11002
3	2010-07-16	泉州世纪嘉园	24500	2011	2513
4	2010-07-16	苏州木渎新华商业广场	39000	2012	2654
5	2010-07-16	绍兴柯桥	33000	2012	3039
6	2010-07-16	总部大楼旗舰店 (自有)	39600	2013	88800
7	2010-08-21	株洲银天商业广场	33552	2013	40866
8	2010-08-21	娄底万豪城市广场	33000	2012	28424
9	2010-10-13	南昌京东购物广场	30000	2012	17507
10	2010-11-03	吉安市人民大会堂用地	17000	-	4994.05
11	2010-11-09	浙江绍兴蓝天商业中心	30000	-	20245
12	2010-11-09	东莞虎门地标广场	38000	2011	4648
13	2010-11-09	成都武侯菜蒙置地广场	30000	2012	3358
14	2010-11-19	青岛诺德广场	47000	-	53571
15	2010-12-9	威海东城国际 (加盟)	34800	-	-
16	2011-01-13	江西赣州	25000	2012	25860
17	2011-01-13	苏州新地	22000	-	28893.76
18	2011-03-19	岳阳汇泽大厦	18500	-	20877
19	2011-04-07	深圳振业星海商业广场	19000	2012	28822
合计		-	554581	-	-

资料来源：公司公告，东北证券

3. 顺应发展，涉足高端

目前公司的主要利润来源仍然是社区百货，定位时尚白领消费群体，这种业态将受益于两个趋势，一是城市化进程，二是收入提高，中产阶级形成。未来公司仍将主要定位于社区百货，但产品会不断升级以满足中产阶级、都市白领消费升级的需要，避免陷入与超市竞争的境地。在商品提档升级的过程中，公司推出了以“君尚”为品牌的高端百货业态。

君尚将主打一二线城市，根据城市大小布局 1-3 家，并不会像天虹一样密集布点。目前公司已将原天虹购物中心店升级为君尚百货，于 2010 年 11 月 25 日顺利开业，目前经营情况良好，门店面积 3.7 万平米，共 2 层，引进品牌 300 多个，主要有 Dior、Lancome、Biotherm、PART TWO、Marisfrolg、23 区、JESSICA、LONGINES、LACOSTE 等，门店一楼主要经营国际精品、化妆品、女鞋、女装、内衣、童装，并配有儿童游乐场和婴儿房，设施健全，二楼主要经营男装、男鞋、休闲服饰、运动服饰及部分女装，并保留了北侧的家电部分和东侧的精品超市，

从我们现场调研来看，超市人气较旺，营业前已有部分顾客等候，目标客户主要为附近经济条件较好的居民。

我们认为君尚百货与公司现有经营模式并不矛盾，是基于天虹顾客的成长和升级对顾客需求的进一步细分，目前公司三类门店的品牌定位档次为君尚>天虹城市中心店>天虹社区店，由于百货的客户群消费层次跨度较大，在公司发展到一定规模时，有必要对目标群体进行进一步细分，从而实现更专业的服务。

门店储备方面，老深南店改造项目预计年底交楼，明年中期将以君尚品牌开业，总部大楼项目也将打造成为君尚百货，另外，视实际经营情况，不排除公司改造个别现有门店的可能。

4. 精细化会员管理

公司目前在全国已有 260 万会员，其中华南超过 200 万，VIP 消费比例在 50% 以上，且每年上升 2-3 个点，得到顾客的认可。发展会员的根本目的在于（1）不断发展有效顾客（2）尽快使消费者成为公司的忠实客户（3）更能很好搜集顾客信息和购买行为，更好的满足客户需求，进行针对性服务。公司对 VIP 顾客管理已经比较精细化和系统化，定期会对顾客进行有效性筛选，总部营销管理部每月对 VIP 客户进行分析，确定高端 VIP 和拟流失 VIP，进行分别管理，未来公司在客户管理方面还将进一步细化。

5. 盈利预测与估值

我们认为公司是零售行业中比较有特色的跨区域连锁企业，其定位社区百货、标准化模式可复制、同时注重创新和细节，已经找到了适合自身的扩张方式，形成良性循环。按照公司每年新开 10 家门店的速度，暂不考虑送转，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.62、2.12 和 2.65 元，收入和净利润 3 年复合增长率分别为 22.17% 和 29.76%，维持推荐评级。

表 2：公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	1,017,436.14	1,255,559.11	1,538,963.27	1,855,407.60
营业成本	783,175.24	960,193.48	1,172,310.98	1,410,109.78
营业税金及附加	4,838.53	5,650.02	6,925.33	8,349.33
主营业务利润	229,422.37	289,715.61	359,726.96	436,948.49
销售费用	148,663.21	182,056.07	221,610.71	265,323.29
管理费用	19,118.24	22,600.06	26,162.38	31,541.93
财务费用	-556.42	-627.78	0.00	0.00
营业利润	62,164.23	85,687.26	111,952.87	140,081.27
营业外收支净额	1,943.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	64,108.15	85,687.26	111,952.87	140,081.27
所得税费用	15,608.27	20,862.09	27,256.93	34,105.29
归属母公司净利润	48,499.87	64,825.16	84,695.95	105,975.98
每股收益(元)	1.28	1.62	2.12	2.65

资料来源：公司公告，东北证券

6. 风险提示

公司在异地扩张中可能遭遇水土不服、培育期过长的现象，且开业初期为抢占市场份额而采取的大力度打折促销等活动可能影响公司整体毛利率；过度的轻资产战略和较高的租售比将吞噬公司业绩，面临租金上涨的风险；“君尚”品牌进军高端市场前景尚待观察。

表 3: 公司现有门店情况

序号	门店	开业时间	营业面积 (M²)	序号	门店	开业时间	营业面积 (M²)
1	创业天虹	2002-11	19129	25	汇腾天虹	2003-04	19778
2	福民天虹	2002-11	12553	26	福州天虹	2006-07	46486
3	龙华天虹	2002-11	19006	27	大西洋天虹	2007-01	19488
4	常兴天虹	2003-10	31348	28	东纵天虹	2004-09	26411
5	龙新天虹	2003-12	14810	29	常平天虹	2005-08	15350
6	购物广场	2003-12	37781	30	长安天虹	2007-12	24000
7	沙井天虹	2004-05	31888	31	黄江天虹	2010-04	26264
8	布吉天虹	2004-05	17014	32	厚街天虹	2010-08	49578
9	双龙天虹	2005-02	20721	33	芙蓉天虹	2008-12	30000
10	东门天虹	2005-06	25730	34	嘉兴天虹	2006-03	19972
11	前进天虹	2006-01	21048	35	萧山天虹	2009-12	17800
12	西丽天虹	2006-01	17521	36	湖州天虹	2010-09	27800
13	松岗天虹	2006-10	18585	37	金鸡湖天虹	2009-04	22000
14	观澜天虹	2007-10	16660	38	溧阳天虹	2011-1	25000
15	深南新天虹	2007-11	19544	39	宣武天虹	2009-04	22000
16	民治天虹	2007-11	20180	40	国展天虹	2010-04	15398
17	后海天虹	2007-11	15374	41	惠州天虹	2005-08	30892
18	沙河天虹	2008-06	16456	42	惠阳天虹	2009-09	27500
19	国贸天虹	2008-12	35698				
20	公明天虹	2010-04	38000				
21	横岗天虹	2010-12	24700				
22	江大天虹	2002-06	13000	43	梅林天虹	2006-12	21837
23	中山路天虹	2007-04	54379	44	名汇天虹	2008-12	25000
24	红谷天虹	2009-09	20000	45	新世纪天虹	2011-1	19120

资料来源：公司公告，东北证券

注：门店阴影为城市中心店，面积阴影为自有物业，时间加粗为次新门店

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。