

天虹商场：有扩张，有利润

天虹商场 (002419)

行业：商业零售

2011. 5. 22

评级：谨慎推荐

当前价格： 21.59

52 周股价走势图



研究员

广州证券研究所行业组 张芳

执业编号：S0320208070040

联系电话：020-87322668-336

联系电邮：yuanqian@gzs.com.cn

相关报告

无

广证研究

投资要点

- 天虹商场以深圳为核心，向全国辐射拓展，逐步形成了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。2010 年公司实现营业收入增长 26%，净利润增长 36%。
- 股东实力雄厚，管理层激励到位。天虹军方央企的大股东背景能为公司在异地扩张和业务发展上提供必要的支持。另外，公司 115 名管理层人员通过奥尔公司、可来公司和康达特公司合计持股占总股本的 7.95%，管理层激励到位。
- 城市中心店树立品牌，社区店抢占市场份额。目前社区店有 33 家，占比 78% 左右。业态上，公司采取“百货+超市+X”的组合模式，公司百货业务收入约占公司总收入的 58%，超市占收入占比约 35%，另外电器销售占公司收入的比例约为 5%。我们认为公司社区购物+城市中心店的战略取向和“百货+超市+X”的经营模式能够较好的契合当前大众消费趋势性兴起的宏观行业环境。
- 深圳门店贡献主要利润，省外店尚处于培育期。我们预计省外的门店收入增幅将持续快于广东的门店，未来将有部分省外店开始大幅减亏，部分店开始扭亏为盈，成为公司业绩增长的另一动因。
- 异地门店快速扩张，复制和管理能力成为挑战。未来公司将坚持实施“有效益扩张和可持续发展”的发展原则，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，将争取年均新开设 10 家左右门店。随着异地门店数量不断增长，如何增强门店的复制能力和异地管理能力成为挑战。区域总部的建立将有利于门店更贴近当地市场，提高管理层的反应能力，增强与供应商合作关系。
- 电子商务立足深圳，放眼华南。我们认为天虹短期立足深圳，放眼华南的电子商务目标符合公司现状。随着天虹电子商务的快速发展及公司异地门店的增加，其异地物流中心的配套建设将成为网上天虹在远期能够覆盖全国的基础，但目前时机还不成熟。
- 预计 11-13 年每股收益分别达到 0.79、0.97、1.18，动态市盈率分别为 27、22、18 倍，暂给予谨慎推荐评级。未来面临的主要不利因素：1) 异地拓展将在短期影响毛利率水平；2) 租赁到期后租金上涨压力较大；3) 劳动力成本上涨导致销售费用上升。

1. 公司是少数成功全国扩张的商业零售公司

天虹商场以深圳地区做为主业运营的核心，向全国进行辐射拓展，逐步形成了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。近5年收入和扣除非经常损益后净利润复合增长率分别达到26%和25%。2010年公司实现营业收入102亿元，比上年同期增长26%，净利润 4.85亿元，比上年同期增长36%。公司新开东莞黄江天虹、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6家天虹商场，并于11月25日成功推出君尚百货第一家门店—中心店，即实现天虹购物广场升级为君尚百货门店。截至目前，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98万多平方米；“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。

表1: 天虹品牌门店分布情况

门店数量（家）	华南区	华中区	华东区	东南区	北京
门店数量（家）	28	4	4	4	2
占总店数比例	66.67%	9.52%	9.52%	9.52%	4.76%

资料来源: 广州证券研究所

注：华南区包括深圳、东莞、惠州； 华中区包括南昌、长沙； 华东区包括苏州、杭州、湖州、嘉兴； 东南区包括厦门、福州； 门店数量中包括直营店和特许加盟店。

2. 股东实力雄厚，管理层激励到位

天虹商场第一大股东为中航技深圳公司，持股比例39.52%，实际控制人为中国航空工业集团公司。中航技是中航集团的全资子公司，军方央企的大股东背景能为公司在异地扩张和业务发展上提供必要的支持。中航技深圳公司下属拥有立足全国布局发展城市综合体项目的中航地产，也为公司外延扩张租赁或购买商业地产提供条件。

公司第二大股东为港资背景的五龙贸易，持比例 38.75%，由黄俊康实际控制，在同一控制人下拥有主要进行房地产开发、城市综合体开发与运营的莱蒙国际集团，主要业务分布在香港、东莞、深圳、杭州、天津、成都、常州、昆明等地。公司也通过与莱蒙国际集团签署合作协议，获得股东在物业租赁或购买上的发展支持，并且已有第一个具体的合作项目，即公司签约租赁莱蒙国际在成都的莱蒙置地广场物业用于开设门店。

另外，公司115名管理层人员通过奥尔公司、可来公司和康达特公司合计持股3181.85万股，占总股本的7.95%，管理层激励到位。

表2: 主要股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例
中国航空技术深圳公司	国有法人	39.52%
五龙贸易有限公司	境外法人	38.75%
奥尔投资公司	境内非国有法人	7.90%
可来公司	境内非国有法人	0.03
康达特公司	境内非国有法人	0.02

资料来源:公司定期报告

3. 城市中心店树立品牌，社区店抢占市场份额

门店定位上，天虹基本上按照消费者的购买习惯和层次，将门店分为社区购物中心和城市中心店两大类，以城市中心店为“月”确立商业地位，社区购物中心为“星”占领市场份额，社区购物中心和城市中心店相互配合，呈“众星拱月”状布局。门店数量上，目前社区店有33家，占比78%左右。

表3:天虹品牌城市中心店和社区店分布情况

类型	数量	占比
城市中心店	9	21.43%
社区购物中心	33	78.57%
合计	42	100%

资料来源:广州证券研究所

门店业态上，公司采取“百货+超市+X”的组合模式，将百货与超市的业务经营有机结合起来，并以X（电器、家居、餐饮等）作为补充。截至2010年末，公司百货业务收入约占公司总收入的58%，超市占收入占比约35%，另外电器销售占公司收入的比例约为5%。

表4:业态组合占比情况

分品类	主营业务收入(万元)	占比	毛利率(%)
百货	600,154	60.09%	21.77%
超市	350,702	35.12%	21.72%
X	47,804	4.79%	20.95%
其他	62	0.01%	100.00%
合计	998,721	100.00%	21.72%

资料来源:公司2010年年报

我们认为公司社区购物+城市中心店的战略取向和“百货+超市+X”的经营模式能够较好的契合当前大众消费趋势性兴起的宏观行业环境。

4. 深圳门店贡献主要利润，省外店尚处于培育期

公司的控股子公司主要由四个组成，分别为天虹投资发展公司、惠州天虹公司、君尚百货公司以及天

虹置业公司（且均为 100%控股的全资子公司）。公司收购天虹投资后，天虹投资主要在深圳市外发展零售业务，天虹商场主要在深圳市发展业务。除了惠州天虹以外，公司旗下的异地公司和门店基本上都在天虹投资发展的公司名下，成为其子公司或孙公司。因而“惠州天虹+天虹投资发展”的表现基本上可以反映天虹异地门店的总体表现。分析公司 2010 年年报，我们发现利润贡献主体主要是代表深圳业务的母公司，10 年实现净利润 4.67 亿元，其次是惠州天虹，10 年实现净利润 1367 万，而代表省外业务的天虹投资亏损 25 万。这说明目前公司利润主要依赖深圳门店，省外门店总体仍处于培育期。

表 5: 2010 年母公司与子公司净利润

单位：万元	2010 年净利润(万元)
母公司	46723
惠州天虹	1367
天虹投资	-25
君商百货	-235
天虹置业	-4
合计	47826

资料来源：公司 2010 年年报

新进入区域的门店培育期相对较长，大约为 3 年左右，同时，我们注意到 2010 年公司华南区域门店同比增幅为 15.24%，而华中、华东、东南区域门店同比增幅明显快于华南区域，分别达到 31.58%、23.43%、25.13%。我们预计省外的门店收入增幅将持续快于广东的门店，未来将有部分省外店开始大幅减亏，部分店开始扭亏为盈，成为公司业绩增长的另一动因。

表 6: 2010 年公司个区域门店收入增幅

区域	可比店同比增幅
华南	15.24%
华中	31.58%
华东	23.43%
东南	25.13%
北京	--
合计	17.48%

资料来源：公司 2010 年年报

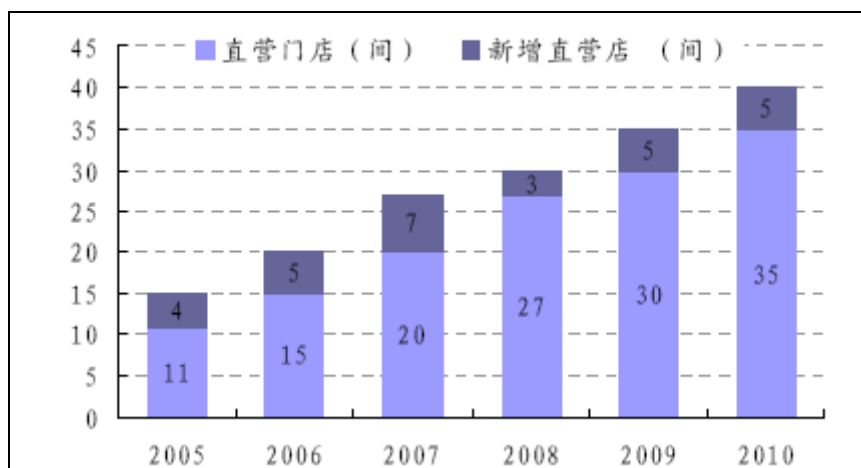
注：可比店指 2009 年 1 月 1 日以前开设的门店。

5. 异地门店快速扩张，复制和管理能力成为挑战

2011 年 1 季度公司实现营业收入 35.87 亿元，同比增长 34.38%，归属于上市公司股东的净利润约为 1.94 亿元，同比增长 43.4%，公司继续保持了较快的跨区域发展速度，门店数量由上年同期的 37 家（含 2 家加盟店）增加至 45 家（含 3 家加盟店），连锁规模进一步扩大。1 季度公司开设 1 家自有门店（江苏溧阳天

虹)和1家管理门店(福建永安天虹)。同时公司收购深圳公明天虹100%股权并将公明天虹加盟店转为直营店。截止目前,公司已经发展了45家门店,其中包括了天虹品牌在广东、北京、福建、江西等省市开设的40家直营门店,以及特许加盟方式管理的4家店;以及由天虹购物广场升级的1家君尚百货店。

图1: 天虹品牌直营门店数量变化



资料来源:广州证券研究所

未来公司将坚持实施“有效益扩张和可持续发展”的发展原则,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,将争取年均新开设10家左右门店.随着异地门店数量不断增长,如何增强门店的复制能力和异地管理能力成为挑战.管理上,公司成立了华南、东南、华东、华中四个区域总部及北京的分公司,给予了各区域总部较高的权力,门店的招商采购、营销策划和商品动态调整均以区域总部为主导.由于全国各地域的消费情况,人文习惯及消费者购买力等均不同,区域总部的建立将有效的令天虹在市场中凸显其门店定制的弹性,即门店的复制将按照当地特征和消费状况进行调整,再加上其已有标准店的经营情况来进行复制,有利于门店更贴近当地市场,提高管理层的反应能力,增强与供应商合作关系.

6. 电子商务立足深圳,放眼华南

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,网站承诺深圳市范围24-48小时内送货上门,送货前一小时与顾客约定送货时间,在售单品1万多种,方便一站购齐等等.为了给顾客最佳的购物体验,天虹在今年3月进行了货物分拣中心的升级改造,采用了先进的仓库系统,保证了订单处理能力,也就保证了送货的时效.目前网上天虹虽然销售规模尚有限,但已经做出一定效果,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.

传统的百货零售企业要顺利的进入电子商务新领域,便捷有效的物流配送是关键.对于像淘宝、当当、

卓越这样的大型电商平台来说，他们的商品配送基本已无地域限制。但作为传统的零售企业，却需要花更大精力和更多的时间去构建自己强大的物流系统。目前公司电子商务的物流中心可以和实体店的物流中心可以进行搭配建设，并且结合第三方物流进行补充。另外，天虹在东莞大朗的华南地区的物流配送中心。（该项目总投资 1.98 亿元，总建筑面积 7 万多平方米）于 2010 年 11 月 6 日正式投入运营。在这一物流中心完成后，将极大地提升公司在华南地区的物流效率。

我们认为天虹短期立足深圳，放眼华南的电子商务目标符合公司现状。随着天虹电子商务的快速发展及公司异地门店的增加，其异地物流中心的配套建设将成为网上天虹在远期能够覆盖全国的基础，但目前时机还不成熟。

7. 未来面临的主要不利因素

1) 异地拓展将在短期影响毛利率水平

在华南区，公司有一定的规模效应，与供货商谈判时，议价能力相对较高，但是对于在外埠拓展的新门店较少，异地招商和对商品扣点的谈判上缺乏一定的优势，我们认为异地拓展短期会影响公司的毛利率水平，但随着公司在外埠市场的影响力逐步提升，其区域毛利率水平将能够回稳。

2) 租赁到期后租金上涨压力较大

物业方式上，公司仍以轻资产的租赁模式为主，95%以上的店面是租赁物业，公司目前只有深南天虹、厦门大西洋天虹以及东莞东纵天虹是自有物业，由于租赁期一般都比较长，我们认为短期公司暂无租金上涨压力，但随着租赁陆续到期（2017年开始陆续到期），公司将面临较大的租金压力，未来公司可能会适当增加自有物业比例，以控制长期经营成本波动风险。

3) 劳动力成本上涨导致销售费用上升

公司期间费用中，销售费用占比84—90%之间，其中人工费占比较大，随着劳动力成本上涨，公司销售费用将面临较大压力。

8. 盈利预测与估值

综合以上分析，我们预计公司 2011-2013 年收入分别增长 30%、25%、22%，净利润分别增长 30%、23%、22%，每股收益分别达到 0.79、0.97、1.18，动态市盈率分别为 27、22、18 倍，给予“谨慎推荐”评级。

财务和估值数据摘要	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	5532	6863	8057	10174	13227	16533	20171
增长率 (%)		24.1%	17.4%	26.3%	30.0%	25.0%	22.0%
母公司所有者净利润	306	314	356	485	629	774	944

	增长率 (%)	2.4%	13.5%	36.3%	29.8%	23.0%	22.0%
主营利润率	23.1%	23.8%	22.5%	22.5%	22.4%	22.3%	22.3%
三费率	17.7%	18.1%	16.9%	16.4%	16.3%	16.3%	16.3%
净利润率	5.5%	4.6%	4.4%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%
每股收益				1.21	0.79	0.97	1.18
市盈率 (P/E)				19.42	27.45	22.33	18.30
PEG				0.54	0.92	0.97	0.83
PB				2.84	6.81	5.39	

利润表 (百万)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业总收入	5532	6863	8057	10174	13227	16533	20171
营业成本	4216	5195	6207	7832	10201	12768	15577
营业税金及附加	39	37	34	48	63	79	96
主营毛利润	1277	1630	1816	2294	2963	3687	4498
三费合计	981	1245	1362	1672	2156	2695	3288
资产减值损失	(30)	1	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	19	0	0	0	0	0	0
营业利润	345	384	454	622	807	992	1210
营业外收入	40	20	20	24	0	0	0
营业外支出	8	11	2	4	0	0	0
其它	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	377	393	471	641	807	992	1210
所得税	64	80	115	156	178	218	266
母公司所有者净利润	306	314	356	485	629	774	944

资料来源：广州证券研究所

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些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做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。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。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，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“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。