

天虹商场 (002419.SZ)

二季度经营稳定、坚持重点区域扩张战略

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

二季度经营稳定、华中东南增长迅猛

公司上半年经营稳定,二季度销售在一定程度上反应了宏观消费趋势变化。2011年上半年实现归属于上市公司净利润同比增长25%-45%,符合一季报披露情况,华中、东南区域同店增长靠前。受益于温和通胀及门店拓展效应,上半年客流量和客单价都有所增长,其中客单价对销售的推动作用略大一些。

全年重点区域门店扩张符合预期

公司上半年新开两家门店,分别位于永安和溧阳。下半年确定要开门店有:虎门天虹、赣州天虹、威海天虹(加盟)、泉州天虹、金华天虹,以上门店分别将于三四季度开出,现在开店主要是物业交接和装修问题。新开门店多集中在华中、华南和东南等优势区域,通过同区域多店来迅速降低物流成本及增长供应链谈判能力,十二五战略规划中也将贯彻该策略。我们预计全年新开门店9-10家。

投资建议

考虑到未来几年仍然是公司快速扩张的年份,我们预计2011-2013年EPS分别为0.78、0.99元和1.22元。我们看好全国性连锁百货商,综合考虑全国化战略明确可行,且公司内部拥有良好的成本管控能力和执行力,按照全国性连锁百货公司给予公司一定估值溢价2011年35倍市盈率,对应未来12个月目标价为27元,维持买入评级。

风险提示

行业增速下滑的风险、优质物业门店资源稀缺和租赁物业成本上涨的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8,057.27	10,174.36	12700.10	16336.57	20134.98
增长率(%)	17.41%	26.28%	24.82%	28.63%	23.25%
EBITDA(百万元)	545.58	726.39	853.11	1024.56	1290.09
净利润(百万元)	355.95	485.00	621.34	789.61	974.50
增长率(%)	13.50%	36.25%	28.04%	27.21%	23.35%
每股收益(元)	1.017	1.212	0.78	0.99	1.22
市盈率	0.00	39.35	29	23	19
市净率	0.00	5.77	4	4	3
EV/EBITDA	0.00	20.14	18	14	11

数据来源:天虹商场股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	22.94
目标价格(元)	27.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	6.60%	6.55%	28.05%
沪深300	-0.94%	-6.91%	3.27%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	800.20/163.84
主要股东:	
	中国航空技术深圳有限公司
主要股东持股比例	19.76%

财务比率

ROE	14.65%
ROA	11.47%
资产负债率	53.70%
每股净资产(元)	8.27

2010年报数据

近日我们调研了总部位于深圳的天虹商场，就公司2011年上半年经营、门店拓展情况和其他一些投资者关心问题与公司管理层进行了深入交流，调研情况如下：

二季度经营稳定、半年业绩符合预期

公司上半年经营稳定，二季度销售趋势在一定程度上反应了消费宏观环境形式。2011年上半年实现归属于上市公司净利润同比增长25%-45%，符合一季报披露情况。公司会重点关注下半年宏观环境及门店销售数据，一旦出现销售下滑将有相应的加大促销力度等对策。区域分类中华中、东南区域同店增长靠前，其中华中区南昌中山路天虹2010年实现扭亏，南昌三家门店都在持续盈利；东南区主要为福建区域，属于公司的传统优势区域，今年也将进一步加大对福建的投资力度，下半年将开出泉州店。

受益于温和通胀及门店拓展效应，上半年客流量和客单价都有所增长，据管理层初步分析，其中客单价对销售的推动作用略大一些。

北京宣武天虹、国展天虹上半年继续亏损，但整体经营结果在公司意料之中，门店培育期计划为3-4年。从经营数据上看，这两家门店单店增长速度较快，可以看到在北京发展的良好趋势。北京和苏州是今年减亏重点店。定位高端的君尚百货2010年亏损200多万（四季度开业），经过公司分析君尚门店超市还需要加强。由于君尚是公司第一个业态结构高于天虹的门店，未来还需经历品牌调整与磨合期。

表 1: 2010Q1-2011Q1 逐季收入变动趋势

时间	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1
营业收入 (亿)	26.69	21.4	22.93	30.72	35.87
同比增长	31.04%	26.08%	26.93%	22.08%	34.39%
综合毛利率	21.39%	24.30%	25.12%	21.97%	21.83%
净利润(亿)	1.41	0.92	0.99	1.53	2.02
同比增长	14.87%	42.85%	80.60%	34.09%	43.52%

数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

华中、华南和东南仍为重点扩张区域

公司上半年新开两家门店，分别位于永安和溧阳。下半年确定要开门店有：虎门天虹、赣州天虹、威海天虹（加盟）、泉州天虹、金华天虹，以上门店分别将于三四季度开出，现在开店主要是物业交接和装修问题。

十二五规划中华中、华南、东南为重点快速发展区域。华南是公司大本营，其中深圳打破关内外限制，仍然有扩展空间（每年公司会在深圳地区填补一两家门店），如盐田没有店，宝安还具有继续展店空间等。东南地区如福建也是公司传统优势区域，厦门2010年完成利润7000万，今年下半年将开出泉州店来巩固优势；华中区域覆盖湖南省和江西省，门店少，基数小，也是公司近年来快速增长区域；西南区2012年将利用股东在成都的物业开出成都店。上海、广州等一线城市一直在关注，伺机进入。

表 2: 近两年来新开门店区域分布比较

2010 新开门店	2011 年已开和确定将开门店
-----------	-----------------

华南	广东东莞黄江店	广东虎门店
	广东东莞厚街店	
	深圳公明（加盟）店	
	深圳横岗店	
华中		江西赣州店
	浙江湖州店	福建泉州店
东南		福建永安店
		浙江金华店
		江苏溧阳店
华北	北京国展店	山东威海（加盟）店

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司以开直营店为主，加盟作为补充。开加盟店主要是基于公司认为直营门店在一些区域风险和投入较大，且物业方有自己经营愿望，因此通过加盟门店来进行过渡。去年起在加盟合同中明确了最终公司要将加盟转为直营，如下半年新开的威海就属于此类——只要符合条件，会想办法转为直营。

图1：天虹商场2002-2010年经营面积（不含加盟）统计

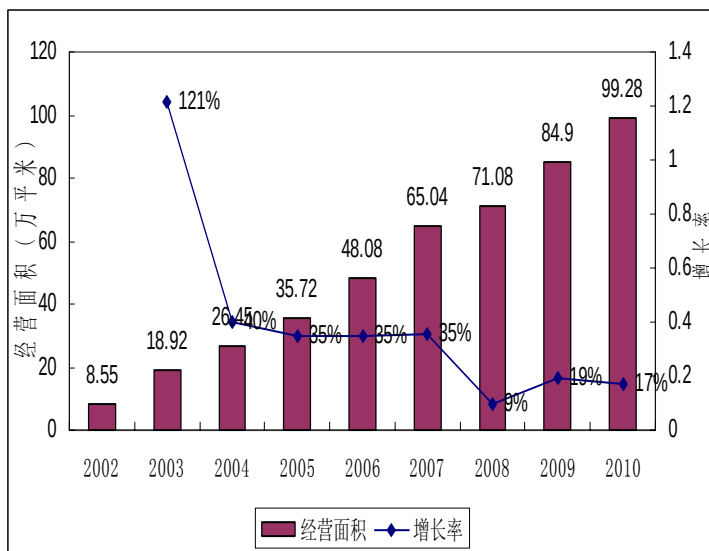
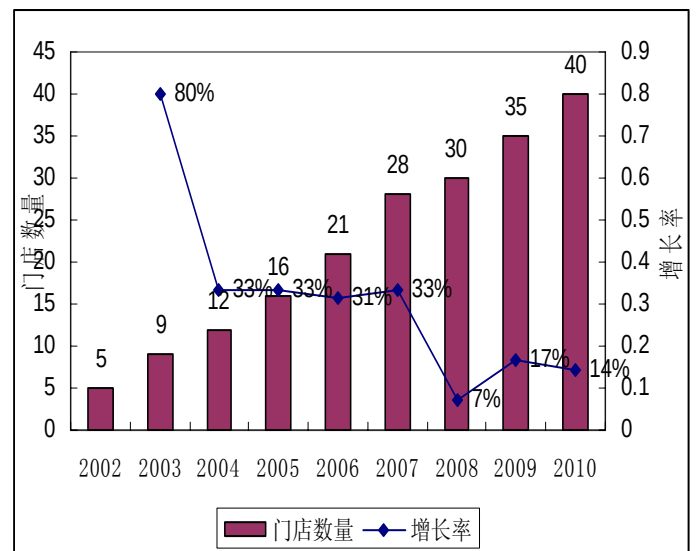


图2：天虹商场2002-2010年门店数量（不含加盟）统计



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

经营差异化与管理标准化构筑公司核心竞争力

经营差异化：通过不同地区（不同城市、商圈、地段等）需求调研和竞争对手分析，体现商品品类设置的针对性和差异化，让顾客感受到百货和超市是有机结合在一起的，而不是简单的物理拼凑。内部坚持弹性定制原则，呈现每个店面和商品都不完全一样。坚持百货是主干，超市可大可小，在社区店超市更大，中心店超市更小，X包括家电、家居等还有租赁配套类（可以没有）。

内部管理标准化：公司有很多程序和文件来规范内部管理流程。比如成本费用的控制，总部和每个门店都需要遵守。如，公司装修费用支出坚持招标原则来控制费用，并且内部装修费用标准明确，尽可能排除人为干扰。公司18家租赁门店平均单店投资额3000多万，折合每平米1100多元，其中还包括开办费等，在百货门店装修标准中属于较低水平。另外毛利率精细化管理上也有独到之处，公司近三年来一直在探索商品管理和促销活动

安排等来控制毛利率，鞋类之前是亏损品种，公司在保证毛利率方面下了功夫，现在已经成为盈利品类。

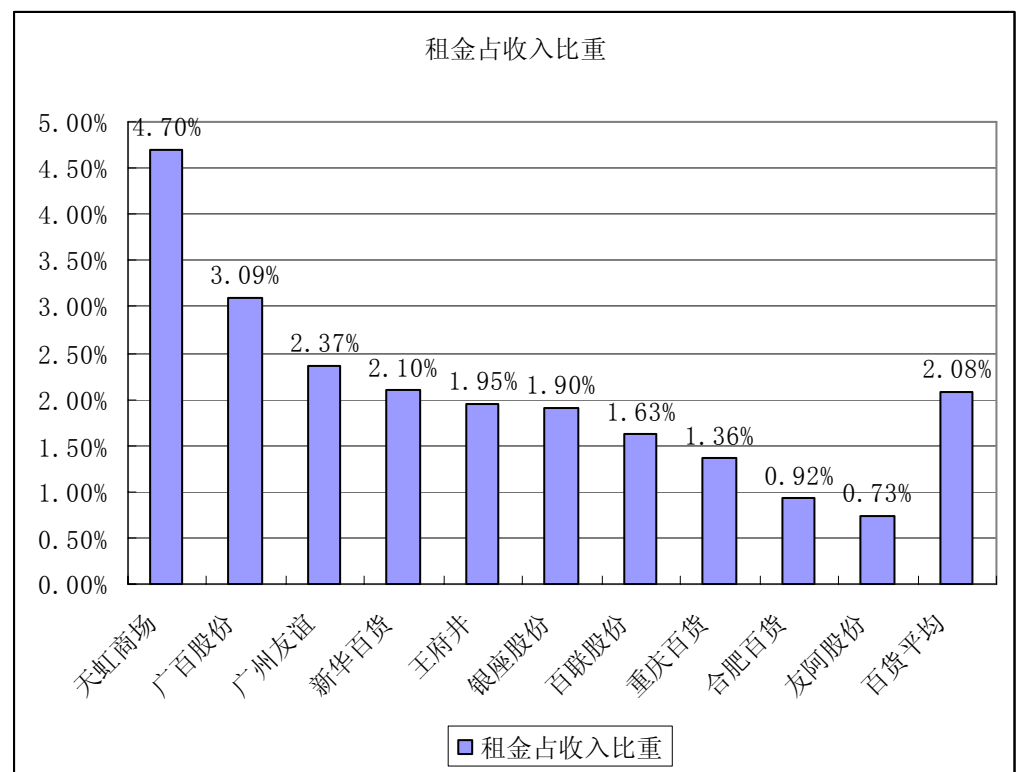
轻资产扩张为主、深圳地区人力成本承压

公司目前自有物业不足10%，在行业内属于较低水平，主要是与公司自身经营扩张策略相关，公司未来也会将主要精力放在轻资产门店扩张，自有物业是平衡未来风险的一种手段。公司长远规划希望自有物业和租赁物业四六开。

现在门店租约合同一般一次签15-20年，租金相对确定。租约到期后公司有优先权续租权。深圳福明店2014年即将到期，该店是公司走出专业连锁步伐的第一家店，在公司社区店中平销最高，将继续续约。

公司2010年租售比4.7%，今年以来门店租金基本维持这个水平。公司在签订租赁合同前会测试每个门店的财务指标。合同一般固定租金基数和上涨水平，这样对经营良好的零售企业更有优势。

图3：2010年天虹商场及其他百货公司租售比比较



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

今年深圳新增加了员工的住房公积金项目，缴费比例为5%-12%企业自订，势必会进一步加大企业的用工成本，公司半年报财务预算也进行了相应调整。公司对于人力成本上涨的原则是门店消化，增加的员工工资费用每个店要通过创造出来的价值抵消掉。

图4：2010年天虹商场及其他百货公司人力成本比较