

天虹商场(002419)调研报告

业绩增长乐观，扩张战略明晰

可选消费/百货

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 9 月 27 日

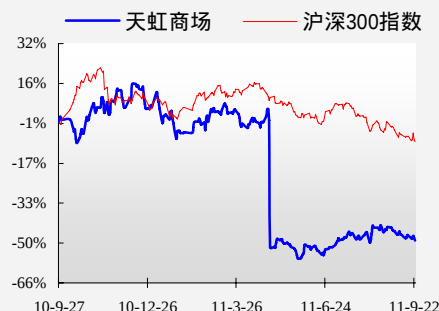
投资要点：

- **提升经营能力，业绩增长乐观：**上半年，公司围绕整合、培育、突破三大经营主题，不断提高经营能力，实现营业收入 63.73 亿元，同比增长 32.52%(可比门店同比增长 22.7%)，实现归属上市公司股东净利润 3.28 亿元，同比增长 40.97%，基本每股收益 0.41 元。
- **坚持自身定位，占据细分市场：**公司目前经营两种业态，分别为以城市中心店和君尚百货为代表的高端客户体验式消费和以社区购物中心为代表的便利性消费。公司多数以天虹商场为品牌的门店主要定位都市白领消费群，依托城市副商圈中的居民社区、写字楼等消费环境，避开核心商圈激烈的竞争环境，占领日常消费的市场份额。
- **区域均衡发展，门店培育顺利：**公司各区域经营良好，华东地区有望今年全区盈利，其中嘉兴店可实现盈利，金鸡湖店和北京店扭亏力度较大。另外，长沙店今年也将实现盈利。
- **未来持续扩张，健康滚动发展：**预计公司今年全年开店 8 家左右，未来 2 年每年新开 8-10 家店，门店新老布局合理，盈利期门店的增长可有效覆盖新店的亏损，目前已公告储备门店 22 家，总面积超过 2010 年底的 60%，是公司未来规模持续扩大的有力保障。
- **维持推荐评级：**从目前经营情况看，公司的连锁模式比较成功，业绩增长较快，公司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 8-10 家门店的速度，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.83 元、1.07 元和 1.34 元，维持推荐评级。
- **风险提示：**可能遭遇异地门店培育期过长，租金及人工费用上涨，开店初期促销较多拉低整体毛利率，电商及购物卡规划冲击，消费者信心不足等风险。

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		17.93	
2011E	1,295,261	27.31	66,202	36.50	0.83		27.65	
2012E	1,606,506	24.03	85,305	28.86	1.07		21.45	
2013E	1,972,517	22.78	107,254	25.73	1.34		17.13	

走势图



市场数据

2011-9-27

收盘价：	22.95 元
52 周最高价：	52.55 元
52 周最低价：	18.71 元
平均持仓成本：	23.01 元

基本数据

2011Q2

总股本(万股)：	80,020
流通 A 股(万股)：	80,020
每股收益(元)：	0.41
每股净资产(元)：	4.25
每股经营现金流(元)：	0.54
市净率：	5.40

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

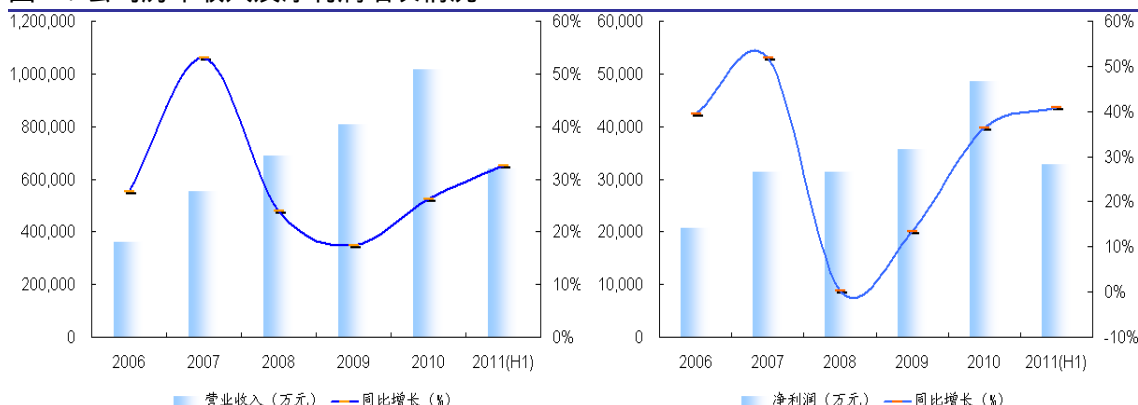
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

1. 提升经营能力，业绩增长乐观

2011 年上半年，公司围绕整合、培育、突破三大经营主题，积极开展各项业务，从电子商务、直采业务、信息系统、高端品牌、品牌代理、人才本地化、物业拥有方式等多方面入手，不断提高公司经营能力。上半年，公司共实现营业收入 63.73 亿元，同比增长 32.52%（可比门店营业收入同比增长 22.7%），实现归属上市公司股东净利润 3.28 亿元，同比增长 40.97%，基本每股收益 0.41 元。

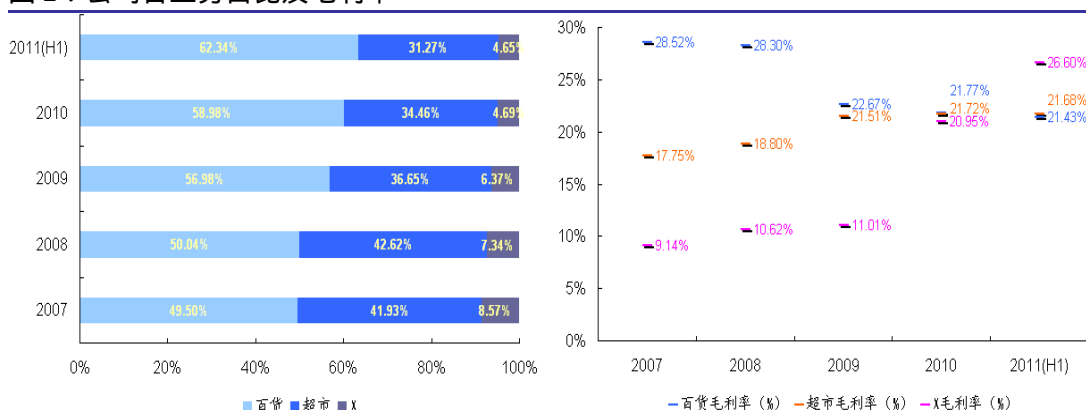
图 1：公司历年收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告，东北证券

从不同业务看，公司百货业务占比有所提高，X 部分占比保持稳定。毛利率方面，超市部分毛利率首次超过百货部分，达到 21.68%，主要源于公司超市定位精致，在精选商品和品类管理方面有所突破，另一方面，报告期公司大力发展直采业务，新增 4 个合作生鲜基地；百货部分毛利率虽然在激烈的打折促销中略有下降，但公司不断向供应链上游延伸，发展品牌代理业务整合资源，以保障毛利率稳中有升，上半年，公司已成功签约代理丹麦女装品牌 PartTwo，并已成功开设一家专柜；X 部分经过市场化调整，毛利率显著提升。

图 2：公司各业务占比及毛利率



资料来源：东北证券

2. 坚持自身定位，占据细分市场

公司目前经营两种业态，分别为以城市中心店和君尚百货为代表的高端客户体验式消费和以社区购物中心为代表的便利性消费。其中君尚百货是针对原有客户消费升级在高端百货方面的探索，从而适应市场需求及覆盖更多消费人群，目前来看公司转型比较成功，2010 年底由购物广场改造而来的君尚百货已经盈利。目前君尚百货已经引进植村秀、资生堂、GUCCI 香水，CK 正装等品牌，后续仍会有适当的品牌调整。公司多数以

天虹商场为品牌的门店则分为城市中心店和社区购物中心，主要定位都市白领消费群，依托城市副商圈中的居民社区、写字楼等消费环境，避开核心商圈激烈的竞争环境，占领日常消费的市场份额。本次调研我们参观了公司位于沙井镇中心路与创新路交汇处的天虹商场沙井店，门店以周边工厂工人及流动人员为客户群，经营情况较好，虽为 2004 年开业的成熟门店，上半年也有 25%左右的营收增长。

表 1：天虹商场沙井店基本情况

天虹商场沙井店基本情况	
开业时间	2004-04-24
营业面积	31850 平方米
周边人口数	80-90 万人
主要客户群	工厂白领、政府员工，周边仅 3 个商住区，工厂企业较多，月薪 6000 元以下客户占比 60%
各项业务占比	百货 51%、超市 39%、电器 10%
会员情况	10 万会员，7 万左右有效会员，会员消费占比 38%左右，VIP 消费占比 6%左右
客单情况	平均客单价 140 元，其中百货 200 元以上，超市 70 元以上，日成交 9000 单左右

资料来源：公司公告，东北证券

3. 区域均衡发展，门店培育顺利

截止目前，公司共有天虹商场直营店 41 家，君尚百货 1 家，特许加盟店 3 家，上半年共新签 7 家门店，扩张步伐稳健，在区域选择方面，公司仍采取快速发展华南、东南、华中等盈利优势区域，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北的战略。门店定位方面，公司会根据商圈位置和门店体量进行考量，新进入区域会尽量先开城市中心店，并视物业条件进行战略调整，虽然中心店通常亏损额较大，风险也较大，但对树立公司市场形象可以起到更加积极的作用。

从目前各区域经营情况看，华东地区有望今年全区盈利，其中嘉兴店可实现盈利，金鸡湖店和北京店扭亏力度较大。另外，长沙店今年也将实现盈利。公司通常跨区首家门店的培育期会经历 3-4 年，后期随着集群式布局的发展，公司在采购及成本方面渐具优势，培育期会逐渐缩短。以南昌为例，公司在南昌的首家门店培育期达 4 年，第二家门店培育期缩短至 3 年，红谷滩店则当年实现盈利。目前公司各区域亏损门店尚未存在超出正常培育期的情况且扭亏趋势乐观。

表 2：公司部分门店经营情况

序号	门店	开业时间	2011H1 净利润 (万元)	2010 净利润 (万元)	区域门店储备
1	国贸天虹	2008-12	1526.63	1952.22	4
2	长沙 BOBO 天虹	2008-12	21.64	-1247.30	3
3	苏州金鸡湖天虹	2009-04	-613.34	-2923.70	3
4	北京宣武天虹	2009-04	-907.43	-2832.04	1
5	南昌红谷滩天虹	2009-09	483.15	170.85	2
6	惠州惠阳天虹	2009-09	275.58	64.02	-
7	杭州萧山天虹	2009-12	-691.45	-819.23	3
8	东莞威尼斯天虹	2010-04	2097.80	3735.51	1
9	东莞厚街天虹	2010-08	-933.46	-566.78	1
10	湖州爱山天虹	2010-09	-1259.09	-743.19	3
11	天虹购物广场	2010-11	1269.92	-104.76	4
12	横岗信义天虹	2010-12	11.87	-	4
13	溧阳天虹	2011-01	-416.81	-	3

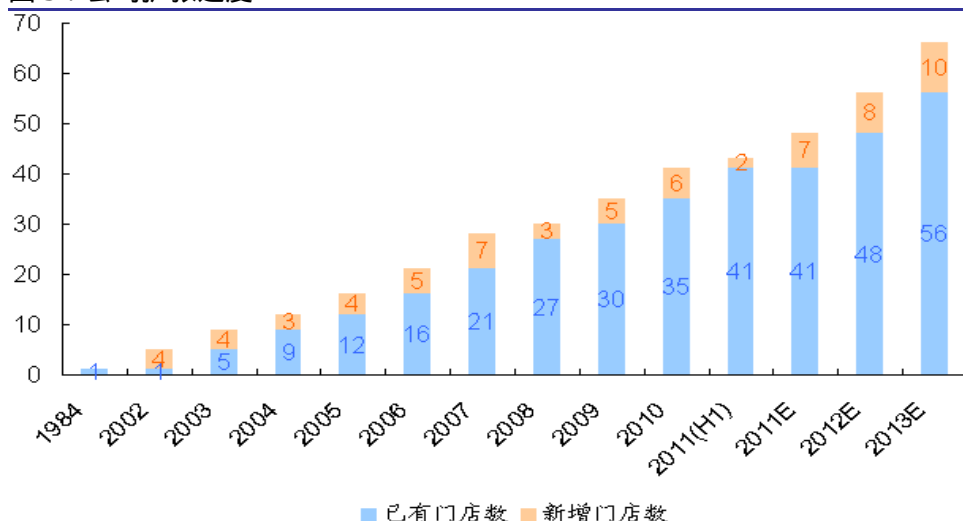
资料来源：公司公告，东北证券

4. 未来持续扩张，健康滚动发展

公司上半年新开 2 家门店，分别为江苏溧阳天虹和福建永安天虹（加盟），其中 2 季度无新店开出，公司历年开店多集中在春节前及中秋国庆前，在节日效应下，下半年集中开店对利润影响并不会太大，且扩张筹备是比较长期的过程，部分摊销和费用在上半年已经有所体现。另外，公司在成本控制方面也有较好的机制，管理成本不断下降，且由于公司商圈选择策略不同于竞争对手并与多家开发商有长期合作关系，总体租金水平低于同行。

我们认为公司未来扩张前景广阔，目前公司在较为强势的华南区仅进入了深圳、东莞和惠州，其他城市还有较多空间；江西除南昌以外还有赣州、吉安等二线城市，南昌本身也有空间；东南区福州有计划开二店、三店，漳州、泉州、厦门岛外空间也很大。预计公司今年全年开店 8 家左右，未来 2 年每年新开 8-10 家店，门店新老布局合理，盈利期门店的增长可有效覆盖新店的亏损，目前已公告储备门店 22 家，总面积超过 2010 年底的 60%，是公司未来规模持续扩大的有力保障。

图 3：公司扩张进度



资料来源：公司公告，东北证券

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，从目前经营情况看，公司的连锁模式比较成功，业绩增长较快，且公司定位社区百货、标准化模式可复制、同时注重升级、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 8-10 家门店的速度，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.83 元、1.07 元和 1.34 元，维持推荐评级。

6. 风险提示

可能遭遇异地门店培育期过长，租金及人工费用上涨，开店初期促销较多拉低整体毛利率，电商及购物卡规制冲击，消费者信心不足等风险。

表 3：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	1,295,260.96	1,606,506.48	1,972,517.23
营业成本	783,175.24	997,091.89	1,231,387.22	1,506,016.90
营业税金及附加	4,838.53	7,771.57	9,639.04	11,835.10
主营业务利润	229,422.37	290,397.51	365,480.22	454,665.22
销售费用	148,663.21	185,222.32	228,123.92	282,069.96
管理费用	19,118.24	19,428.91	24,097.60	29,587.76
财务费用	-556.42	-1,295.26	-481.95	0.00
营业利润	62,164.23	87,041.54	113,739.66	143,005.50
营业外收支净额	1,943.92	1,227.44	0.00	0.00
利润总额	64,108.15	88,268.98	113,739.66	143,005.50
所得税费用	15,608.27	22,067.24	28,434.91	35,751.37
归属母公司净利润	48,499.87	66,201.73	85,304.74	107,254.12
每股收益（元）	1.28	0.83	1.07	1.34

资料来源：公司公告，东北证券

表 4：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	2011	-
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+3300	2011	4648
13	2010-11-09	成都武侯菜菜置地广场	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	2011	-
16	2011-01-13	江西赣州	25000	2011	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
20	2011-05-11	北京新奥购物中心	37000	2012	96865
21	2011-06-03	南昌联发广场（自有）	37319	2012	36134
22	2011-09-14	深圳龙岗信义御城豪园	34360	2013	47881
合计		-	666560	-	-

资料来源：公司公告，东北证券

表 5：公司现有门店情况

序号	门店	开业时间	营业面积 (M ²)	序号	门店	开业时间	营业面积 (M ²)
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	永安天虹	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，购物广场已改造为君尚百货。

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。