

# 纵横整合 错落布局构筑突破式发展

## ——天虹商场（002419）调研快报

2011年9月15日

推荐/维持

天虹商场

调研快报

刘家伟	执业证书编号 S1480510120001
联系人：高坤	<a href="mailto:gaokun@dxzq.net.cn">gaokun@dxzq.net.cn</a> 010-66554016

### 事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

### 1. 区域内外结构性均衡扩张奠定业绩稳步释放基础。

公司目前拥有 41 家直营（其中深圳 21 家）、1 家君尚和 3 家特许加盟店。公司未来的发展战略将围绕整合、培育、突破三个关键词展开。其中的“整合”主要以产业链的纵横整合为主线，包括电子商务轻重资产整合、供应链整合、采购营销整合、区域分店与总部资源整合四个方面；而“培育”则以盈利能力的稳定提升为出发点，涵盖品类管理挖掘盈利能力、品牌代理培育新业务能力、低成本收取持有型商铺、培育中高端人才几方面；在“突破”上则与行业高端化、信息化、集中化的三大趋势相融合进行适度创新。公司仍将在未来延续每年 8-10 的速度，而就下半年的密集开店对业绩的影响而言，基于开办费用的全年性摊销和单个门店较长的筹备时间，已有门店的内生增长是可以覆盖下半年 6 家新开门店的压力的。而外延布局的平衡主要分为区域间平衡和区域内平衡内外两方面。

区域间的外延战略将维持华南、东南等优势区域快速发展；华东、华北新涉地区稳步发展，增加区域内盈利门店占比；伺机进入西北、西南等全新潜力区域。整体上形成挖掘核心区域先发潜力、巩固次级区域市场基础、稳步拓展西部潜力区域三个层次，三者同时进行一方面平衡了全新区域拓展的培育期压力；另一方面也加大了整体盈利门店的比例。从区域内部的布局来看，公司在区域范围内具有一定影响力的城市中心店较少，通过先众星再捧月，即先社区店再中心店，在减少大体量、高端门店培育期风险的同时以低成本先发优势占据了竞争蓝海的社区百货，后者在当地形成一定规模优势和品牌优势之后，再进行中心店、高端店的拓展，就较大程度上避免了核心区域高租金成本和当地区域龙头强势竞争的压力。

这样错落有致的均衡布局最终反映为二、三层次区域亏损门店的减亏力度加大，培育期缩短。异地重点门店大幅扭亏构筑内涵亮点，上半年公司同店增速 22.70%，基本保持稳定，然而其中的亮点在于其一直被市场诟病的几大千万级亏损门店的大幅减亏。

表 1：部分募投次新异地门店扭亏基本情况汇总

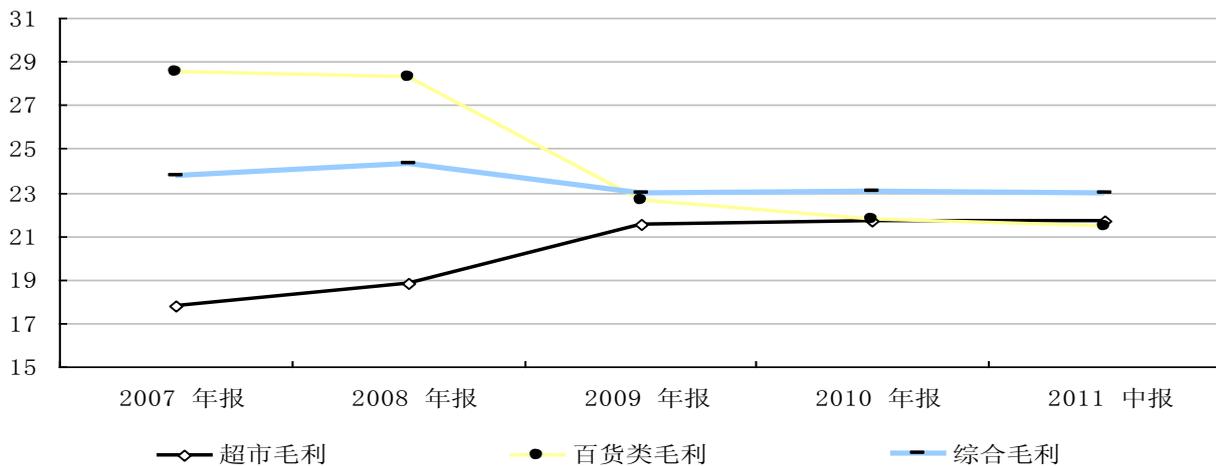
项目名称	开业时间	面积	2010 净利润	2011Q2 净利润、万
长沙 BOBO 天下城项目	2008.12.6	3 万	-1247.3	21.64
苏州金鸡湖项目	2009.4.24	5.09 万	-2923.7	-613.34
北京朗琴国际项目	2009.4.25	2.2 万	-2832.04	-907.43
南昌红谷滩项目	2009.9.4	2 万	170.85	483.15
惠州惠阳锦江国际项目	2009.9.12	2.75 万	64.02	275.58
杭州萧山柠檬公寓项目	2009.12.17	1.78 万	-819.23	-691.45

资料来源：公司公告

## 2. 精品超市“内优外提”社区化竞争力崭露头角。

公司上市以来一直被担心的跨区扩张引致的毛利率下降问题，通过积极的供应链整合和双业态的上游渗透较好的对冲了异地扩张对毛利率的负面作用，其先进的全业态供应链管理理念有望厚积薄发成为其全国连锁高速轨道上的重要支撑。而被市场一直所忽略的内置精品超市，也以其高毛利率、强集客效应凸显了这一业态对于内部综合毛利率提振和社区外部辐射力不可忽视的作用。基于公司白领的消费人群定位，随着消费升级和食品安全隐患的加剧，品质和便捷性往往成为追求生活质量、工作繁忙白领人群的主要消费诉求、天虹的百货虽然在品牌定位上仍具备通过代理、高端拓展的上升空间，但社区精品超市的基准定位形成了中心区大型购物中心内置精品超市和社区综超、标超这两个主流业态的融合增长极。

图 1：公司超市、百货及综合毛利率变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

与此同时，天虹综合信息系统 R3，已经在北京上线，年底前争取在华南区上线，信息系统的全面覆盖配合超市业态直采、自营比例的逐步加大以及下半年高端品牌代理的加强，公司的综合毛利率水平有望稳步上升。而对于人力成本的压力，则主要通过人均劳效的提高来覆盖，从而使得各区域员工工资与 CPI、门店利润增速动态匹配。

## 3. 社区、君商两大业态定位与电商并行不悖。

天虹作为我们电子商务专题总结出来拥有“两链两网”优势，具备传统企业触网潜力的企业。其现有业态基本上屏蔽了电子商务的优势区域：公司的城市中心店和君尚店定位高端以体验式购物为主，受价格主导的网购冲击较小；社区店提供便利性和即时性，对于计划性购买主导的电商冲击也不大。而对于传统企业触网的关键在于形成与传统实体门店的互动。公司目前的电子商务平台仍以配合线下为主，销售超过5000万，近两年达到了100%以上的增长，配套几千平方米的物流中心。与线下的互动一方面通过VIP积分，另一方面是主题性活动和服务。品类划分初步战略是以超市品类为基础，以母婴品类为核心品牌、以折扣商品为辅助。

### 结论：

目前尚处于蓝海市场的社区百货仍是公司网络体系的重头戏，门店总数33家，占比78.57%；而随着首家君尚店的起航，后续9家城市中心店有望复制其上游资源，实现品牌结构的华丽转身。从外延区域来看，在今年下

半年除了通过“加密式”布点分担亏损额较大门店的费用压力外，也同时进行适度转向，加大诸如湖南、江西、川渝等中西部地区的门店拓展，从而依托定位、资源及供应链后台三大优势实现红海区域突围、相对蓝海高效抢占的双轨外延。作为全国性的百货连锁品牌，公司之前相对弱势的品牌定位将随着双品牌战略因地制宜的实施而逐步明晰，对上游代理商、物业资源的整合和对下游VIP客户的供应链式优化将全面抵消公司快速异地扩张对综合毛利率的负面效应。

社区购物中心定位的市场空间和多渠道辅助探索的弹性发展将成为其进行核心经济圈非省会城市外延战略的重要突破口。我们维持2011-2012年EPS分别为0.84元和1.1元的盈利预测，对应的PE分别为27倍和21倍，综合考虑到公司全国零售网络的进一步优化、探索和前瞻性的供应链战略整合对内涵空间的积极作用，给予11年33倍的PE，对应6个月目标价27.7元，距当前价格仍有19%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

#### 风险提示：

- 1、 内外资零售企业竞争加剧所带来的市场风险；
- 2、 外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

**表 2：投资组合盈利预测和估值**

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,057.27	10,174.36	13,031.92	16,969.42
(+/-)%	17.41	26.28	28.09	30.21
经营利润 (EBIT)	463.53	616.08	827.33	1,092.63
(+/-)%	20.61	32.91	34.29	32.07
净利润	355.95	485.00	668.67	874.04
(+/-)%	13.50	36.25	37.87	30.71
每股净收益 (元)	0.44	0.61	0.84	1.10

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

---

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

### 高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。