

增持(首次)

扩张不走寻常路

目标价格:

36.9-43.00 元

当前价格:

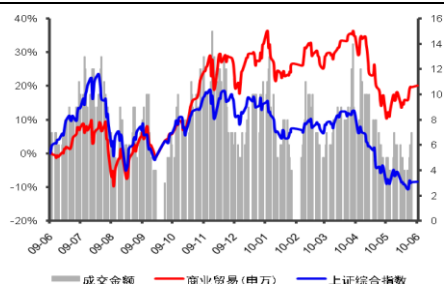
37.70 元

报告摘要:

市场数据

商业零售指数	3575
三个月涨跌幅	-7.93%
上证综合指数	2570
沪深 300 指数	2758

行业相对股价表现



相关研究

分析师:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

扎根深圳, 放眼全国: 公司在深圳具有很强影响力, 是国内销售额最高、商场数量最多的百强连锁百货企业。近年来公司业务规模的稳步增长、获利能力快速提高、核心竞争力的迅速加强。截止2009年底设有35家直营店及2家加盟店, 在11个城市营业面积达84.86万平方米, 公司的发展战略是“立足珠三角、拓展长三角、辐射闽三角、面向全中国”。公司计划未来几年每年开设6-8家新商场。

有效益的扩张, 可持续的发展: (1) 相得益彰的“百货+超市+X”的业态组合根据每家商场的商圈环境灵活配置、准确定位, 满足了顾客的一站式购物需求, 有效提高了商场的整体盈利水平; (2) 公司“专柜经营与自营相结合”的经营模式也已成熟稳定; (3) 以城市中心店确立商业地位, 以社区购物中心占领市场份额, “众星拱月”状的集群式布店方式发挥连锁规模效应, 辐射面广, 提高了顾客认知度, 产生排他性可有效对抗同业竞争; (4) 公司以轻资产模式快速低成本扩张, (5) 公司管理团队间接持有公司股权, 完善的激励机制有利于团队的稳定, (6) 高效先进的精细管理理念使得公司较好处理了发展速度和发展质量, 标准化和个性化的矛盾, 成为内生和外延同样强劲的区域龙头。

盈利能力普遍高于可比上市公司, 销售费用率可进一步控制: (1)09 年毛利率22.96%高出可比上市公司和行业平均。净利率也高于有外延扩张的公司。我们认为公司高毛利率主要源于其精准中高端的客户定位、公司较强的供应商议价能力以及顾客维护能力、公司的“百货+超市+X”业态组合模式、卓越的管理运营能力以及在珠三角的品牌影响力。(2) 公司过去4年销售费用率平均为17.4%, 高于可比上市公司。主要是公司以‘轻资产’发展, 除2家商场外, 其余靠租赁所得, 租金费用较高。

盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 24%、22%、20%,EPS 分别为 1.23 元/1.59 元/1.93 元。给予公司 2010 年 30-35 倍 PE,其目标价值区间为 36.9-43.0 元。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	8057	9985	12182	14621	16549	18518
(+/-,%)	17.4%	23.9%	22.0%	20.0%	13.2%	11.9%
归属于母公司净利润	356	493	637	774	889	1,004
(+/-,%)	13.5%	38.5%	29.2%	21.5%	14.8%	13.0%
毛利率(%)	23.0%	23.7%	24.0%	24.1%	24.2%	24.3%
ROE(%)	39.4%	14.9%	17.0%	18.1%	18.3%	18.3%
EPS(摊薄)	0.89	1.23	1.59	1.93	2.22	2.51

目录

1.公司基本情况介绍.....	1
2. 有效益扩张的购物中心.....	1
2.1 ‘百货+超市+X’ 满足一站式购物需求.....	1
2.2 众星拱月有竞争力扩张.....	3
2.3 轻装上阵快速拓展.....	3
3.可持续发展的协同发展.....	4
4.同业比较优势突出.....	5
5.风险分析.....	7
6.盈利预测.....	8

图表

图 1 各业态销售收入占比.....	2
图 2 各业态毛利率.....	2
图 3 营业收入增长率.....	5
图 4 净利润同比增长率.....	5
图 5 销售毛利率.....	6
图 6 销售净利率.....	6
图 7 资产负债率.....	6
图 8 期间费用率.....	7
图 9 每股经营活动产生的现金流量净额.....	7

1. 公司基本情况介绍

公司经营百货业26年，已在珠三角地区确立了优势地位，是深广销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。公司的发展步伐不仅限于此，近几年又成功开拓了福建和江西市场，并开始了在长三角、华北地区的投入，目前正在研究进入上海市场。截止09年底，公司拥有35家直营连锁百货商场，分别包括深圳19家、东莞3家、惠州2家、南昌3家、厦门2家以及福州、长沙、北京、杭州、嘉兴、苏州等地各1家，营业总面积达到84.86万平方米，此外公司还以特许方式管理2家百货商场。公司已连续8年入选中国连锁百强企业，且排名逐年上升，2009年居第33位，而同区域的广百股份和广州友谊分别为第51位和第66位。

公司是国有控股的外商投资股份有限公司。外资发起人五龙贸易有限公司，在发行前将其所持有的16%股权授予中国航空工业集团公司控制的中航技深圳公司，以此确立了中航技深圳公司的大股东地位。另外三家发起人奥尔公司、可来公司及康达特公司由天虹商场115名管理人员出资设立，这种管理层持股的股权激励机制大大促进了公司的核心竞争力和管理团队的稳定。公司实际上是集民企的效率，外资的参与和实力较强的国企业的背景于一身。

2. 有效益扩张的购物中心

公司是广东和深圳区域的连锁百货龙头企业，在深圳和广东等地区建立了品牌影响力以及与供应商的谈判优势。在供应商满意度调查中，公司以明显优势位居百货商场第一名。公司和供应商良好的关系还体现在供应商调价时以及拟推出新品时能得到最新的信息以采取应对，甚至得到供应商的调价补偿。公司扎实珠三角根基，以特有模式进行有效益的扩张。

2.1 ‘百货+超市+X’ 满足一站式购物需求

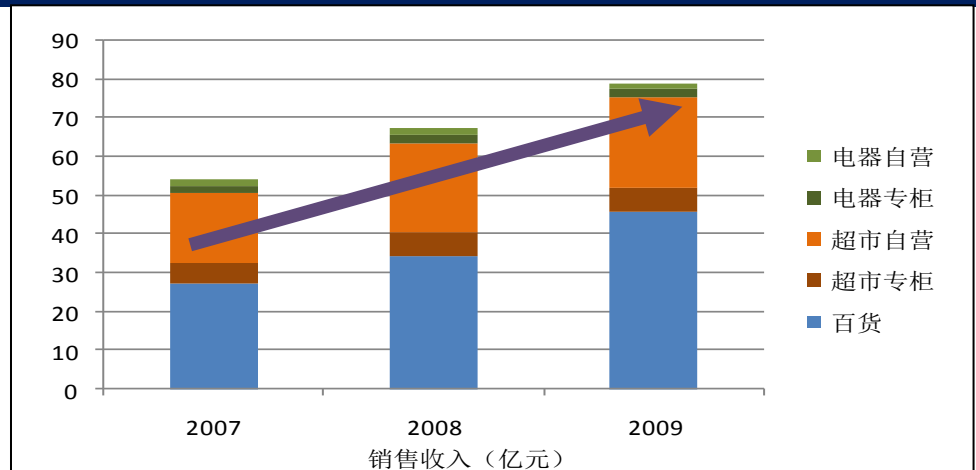
‘百货+超市+X’的业态组合模式为公司在国内首创，百货面积平均占据60%，超市平均为25%，剩下面积公司可根据顾客需求和竞争对手灵活配置“X”部分（电器、家居、餐饮、影院等）。如此弹性共享的业态组合模式提高了百货消费的灵活性，也显出了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用，满足了随生活节奏越来越快，顾客追求更有效率的一站式的消费需求。超市依托百货发展，定位是与百货共享顾客群体的精品超市，由此带来了较好的毛利贡献。

一方面容易形成对上游供应商、品牌商的强势议价能力。另一方面，业态叠加的规模经济和X 业态的灵活性强化了对终端消费者的号召力和粘性，对毛利率的向上趋势形成了有效支撑。

2009年天虹商场实现销售收入80.6亿元和归属母公司净利润3.56亿元，同比分别增长17.4%和13.5%，公司主营业务收入大幅上涨的同时，各业态营业收入占公司营业收入的比重趋于稳定，百货、超市和电器占比约为55%、40%、5%。公司超市业态的比例要高于行业同类公司。

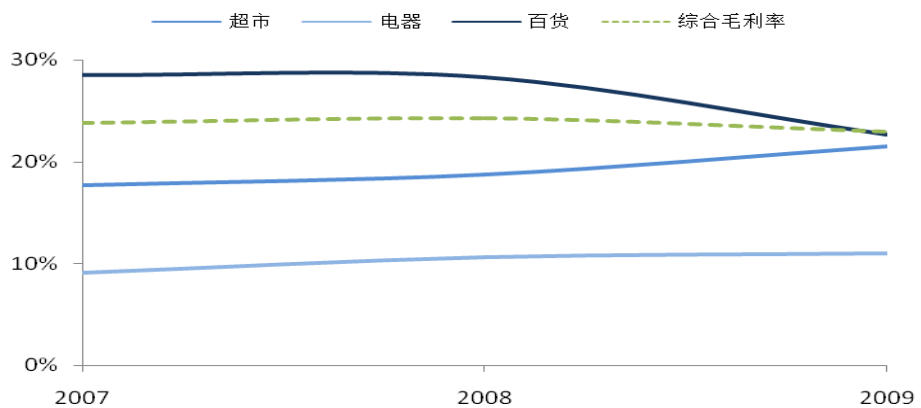
公司专柜和自营相结合的经营模式均已经成熟稳定，具备了持续发展能力和可复制能力。百货类商品主要采取专柜经营模式，超市电器类商品是自营和专柜兼有模式，并有望进一步向自有品牌的高端盈利形态过渡。专柜和自营模式的收入结构也处于稳定状态，2009年专柜模式实现收入占比约65%，自营模式实现收入占比约35%。

图 1 各业态销售收入占比



资料来源：招股说明书，德邦研究

图 2 各业态毛利率



资料来源：招股说明书，德邦研究

公司百货定位中高档，百货和超市盈利能力均较强。百货业态的毛利率最高，基本稳定在26-30%的水平，由于受经济危机影响，公司为扩大销售规模开展促销活动，导致2009年度毛利率略有下降；由于超市标准化商品的特点，超市毛利率较百货业态偏低，基本维持在17-20%的水平，是公司百货零售业务的强有力的补充，公司近年来加大直接采购力度、推行品类管理，再加上百货业促销对超市的带动作用，2009年度超市毛利率略有上升；相对于百货经营和超市经营，电器商品处于补充地位，由于电器商品的零售业务市场竞争激烈，与百货、超市业态相比较，公司的电器业态毛利率较低，基本维持在9-11%的水平。

2.2 众星拱月有竞争力扩张

公司扩张不走寻常路，通常选择在一个优势区域开设多家商场，业态模式主要包括“社区购物中心”和“城市中心店”，两者相得益彰。城市中心店为“月”确立其商业地位，社区购物中心为“星”占领市场份额，以“众星拱月”状进行布局。公司在选址时也充分考虑到后续商场进驻的可能。

在两种方式中，社区购物中心占据2/3。目前，公司拥有24家社区购物中心。社区购物中心位于城市次级商圈或重要社区，以周边社区的中高收入居民为主，社区购物中心能够满足社区居民的日常消费需求，强调一次购足和便利性。

城市中心店主要位于城市核心商圈，以经营中高端百货商品为主，确立市场形象，辐射整个城市或重点区域。目标顾客以城市中高收入的居民为主，强调商品品牌的选择性和质量。

这种集群式的错位经营扩张策略，创造1+1>2的倍增效应，充分发挥连锁经营的规模优势，在商场位置和客流量以及顾客认知度等方面占据竞争优势，在形成网店后产生排他性，并可有效对抗同业竞争。

近期，公司还在积极筹备“君尚”高端百货商场，开拓高端市场，随着高端客户消费能力的提升，提升公司的行业领导地位，增加未来的利润来源。高端百货源于进一步锁定消费升级的原有天虹商场高端客户，公司主体发展战略仍然是社区购物中心和城市中心店，对后续高端体系采取宁缺毋滥、谨慎扩展原则，通过原有老店升级改造降低风险。

2.3 轻装上阵快速拓展

随着经济的快速发展，物业成本越来越高，而自建物业需要巨大的资金投入，尤其是一些一线发达城市。天虹商场为节省前期开支一直秉承轻资产运营和发展战略，充分发挥了财务杠杆的作用，加速了资金的周转。公司目前经营的35家直营连锁百货商场中，

仅有2家为自购房产，其余33家均通过租赁方式来扩张增容。租赁比例达到94%。和商业物业的业主均签订了较长的租赁协议，将租金控制在较低水平。轻资产扩张模式大大提高了公司的营运效率。

随着公司百货零售业务实现大规模运营、资本实力增强，为强化经营和发展的可持续性，公司对轻资产运营和发展策略进行了适度优化，逐步调整资产结构，增加固定资产投资，选择有发展潜力的商圈购置物业，加强仓储配送系统建设。2006年天虹商场投资购买厦门大西洋天虹百货营业用房产、2007年公司购买鼎诚大厦裙楼增加了固定资产，2009年12月，公司取得深圳市南山商业文化中心区土地建设公司的运营中心和旗舰店。目前公司非流动资产比例与同行业平均水平趋于一致。

我们分析公司会进一步有选择地增加部分自有物业以保持长期可持续发展，但不会借助关联公司的地产优势涉及商业地产；同时，借助中航地产等关联方的业务优势，本着市场化原则，公司可能与中航地产等关联方合作，通过租赁其物业实现协同发展。

3. 可持续的协同发展

持续进步一直是公司的重要理念，重视组织运营能力的提升，通过产品和服务的增值、效率的增加和员工满意度的提高来提高客户满意度。公司在发展速度和发展质量控制方面，标准化和个性化方面体现了较高的管理水平。

公司采取了三层扁平式管理架构：公司总部，区域总部和门店，能确保市场信息迅速从各商场传递至上，为总部决策提供有效依据和快速反应。区域总部的实施更有利于根据当地的消费情况灵活应对，也是公司较强的管理经营能力的体现。

天虹商场设立26年来，一直致力于百货零售业的发展，由此积累了丰富的连锁百货经营管理经验，形成了有效的精细运营管理体系。在业内率先引入了卓越绩效管理、ISO9000、精益六西格玛、平衡计分卡等先进管理创新工具，公司通过对这些管理工具系统整合，致力于构建“卓越绩效管理为框架、运用平衡计分卡进行战略动态管理、用ISO9000建立和规范业务流程、用精益六西格玛优化过程、以创新管理和知识管理为动力”的卓越运营管理机制，不断推动整个组织绩效的持续改进。

在扩张中获得协同性发展的关键是公司建立起来的一系列包括选址、建店维护、采购、存储、配送、销售等核心流程，以及战略、人力资源、财务、风险管理等支持性的流程。固化的原有流程在不同的门店实施时被打破得以优化改造，然后重新固化流程，流程固化-打破-重新固化的过程提炼出最适合公司发展并有助于执行到位的优化流程，为公司的可持续协同发展奠定坚实的基础。

人才培养制度和人才梯队建设系统一直被公司高度重视，借助专业的团队和出色的人才培养能力，依靠完善的人力资源计划和企业文化建设计划，公司在快速扩张的同时

得以保持了服务管理水平的稳定与提高。公司建立了较完善的治理和管理激励机制领导团队的凝聚力保证了公司的资产回报率和净利润水平公司的管理水平。

4. 同业比较优势突出

我们选择在业态上和公司较为类似的银座股份以及有比较相近经营环境的广百股份进行比较。公司这几年扩张速度比较快，收入增长率比广百股份和行业平均水平高，略低同样以扩张著称的银座股份。净利润增速处于上升趋势。

图 3 营业收入同比增长率(%)

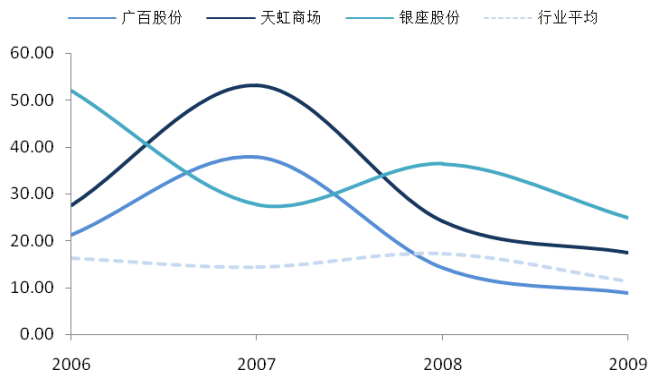
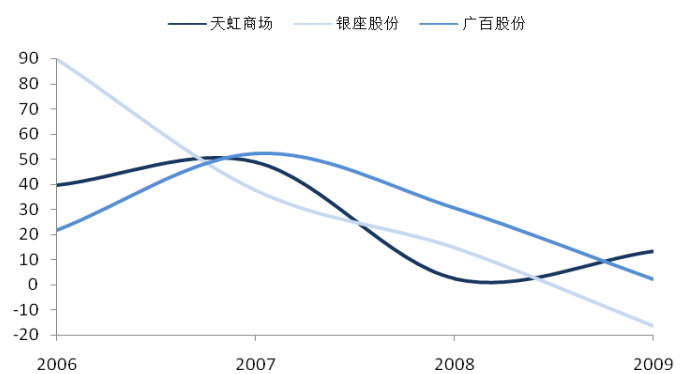


图 4 净利润同比增长率(%)



资料来源:wind资讯, 德邦研究

公司精准的中高档的整体定位，面向中高收入群体。超市定位精品超市，产品档次均高于一般的大卖场，业态相辅相成的扩张模式，自身的高议价能力，有凝聚力的团队以及良好的管理能力使公司获得了较高的综合毛利率和销售净利率，在银座股份和广百股份之上，高于行业平均值 2-3 个百分点。

自有资本相对较小，而公司业务处于高速增长的态势，未上市前融资渠道单一，公司资产负债率显著高于同业，采取股权融资方式能优化公司财务结构。

图 5 销售毛利率 (%)

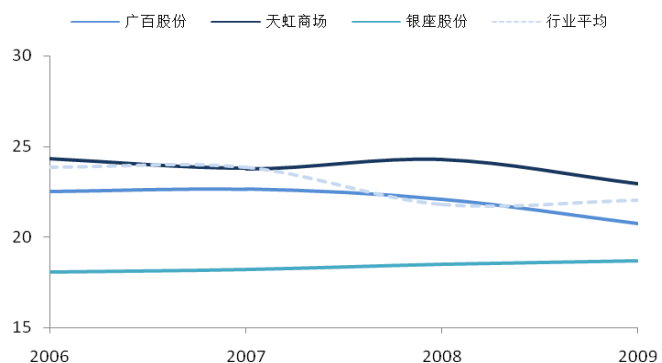
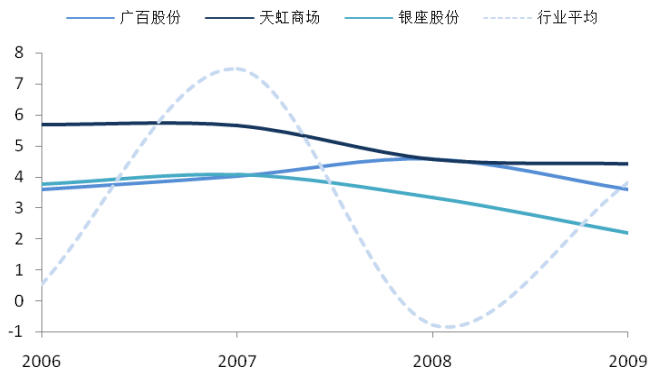
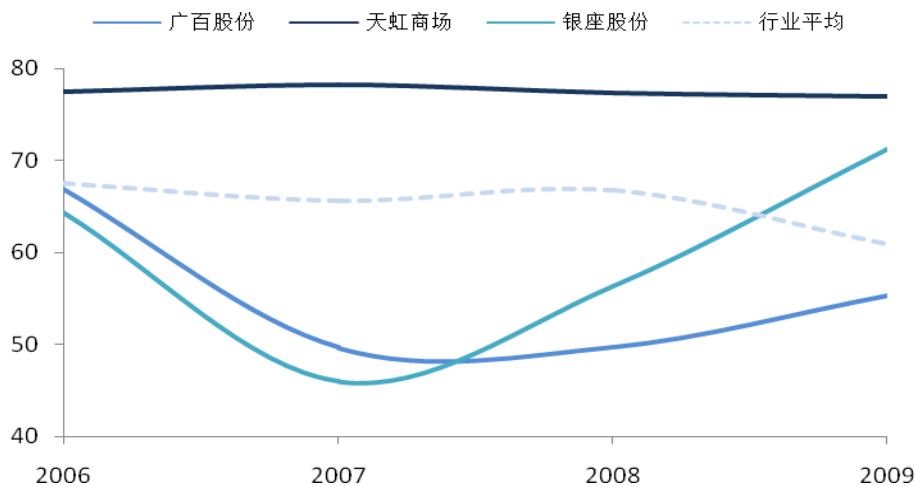


图 6 销售净利率 (%)



资料来源:wind资讯, 德邦研究

图 7 资产负债率 (%)



资料来源:wind资讯, 德邦研究

公司每股经营现金流好于对比公司, 在行业水平之上, 公司预收款充沛, 资金回收情况良好, 经营活动产生的现金流量充足。期间费用率在各年份相对稳定, 但相对比较高, 主要原因是公司绝大部分经营场地系租赁获得, 租金水平较自有物业折旧额略高。

图 8 销售期间费用率 (%)

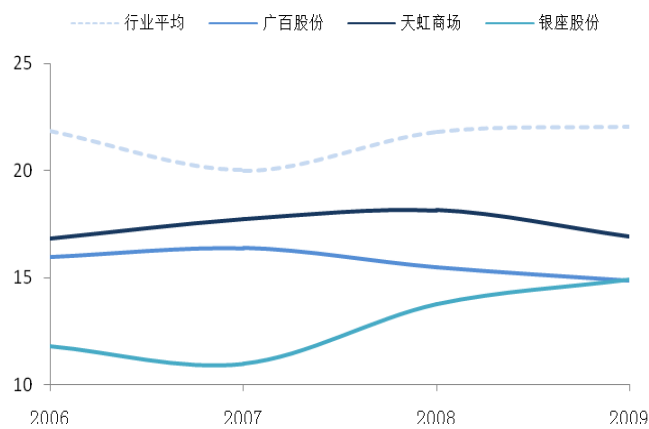
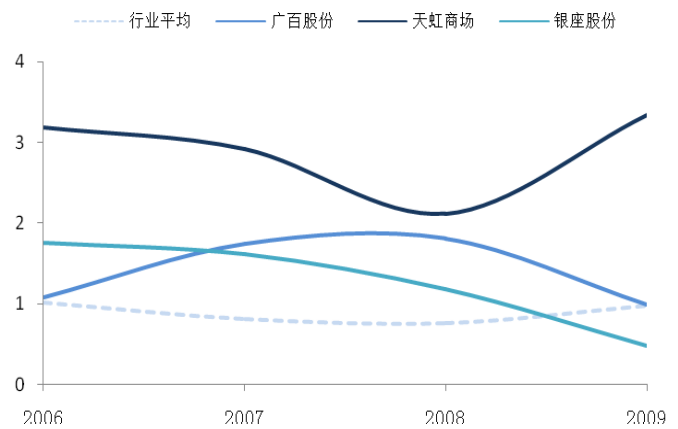


图 9 每股经营活动产生的现金流量净额 (元)



资料来源:wind资讯, 德邦研究

5. 风险分析

来自深圳地区的营业收入占公司营业收入的 69.9%。在外地的扩张刚刚起步, 大部分处于培育期。由于我国不同地区的品牌接受程度不一、消费习惯不同, 天虹商场在深广外的百货品牌影响力以及和供应商的谈判不具备优势, 跨区域的扩张将面临选址正确性、商品组合、品牌优化和市场营销等多方面的挑战。

资产结构有待优化。公司资产负债率较高, 抗风险能力相对较弱。较小的自有资本规模制约了公司的发展。在公司上市后这方面得以加强。

轻资产虽然有利于公司快速拓展门店, 但由此承担的租金费用增加期间费用, 而且也面临租赁经营场地不确定风险。

19 家在深圳的商场享受过渡的企业所得税优惠政策将在 2011 年结束。

其他可能存在的风险如新开店数量不如预期, 商店培育期过长, 竞争加剧使得公司盈利受到影响。

6. 盈利预测

考虑到公司在商业零售公司中具有独特的业态模式和不寻常的异地扩张战略,我们认为其竞争优势正在不断体现。公司具有较强的扩张能力,随着新开门店不断进入成熟期,公司业绩释放空间进一步扩大。

假设:1)2010-2012年公司每年新开门店分别为8家,经营面积由09年底的84.86万平方米增至12年的145万平方米,增幅达到70%;2)公司综合毛利率与09年相比略有上升,未来三年分别为23.7%、24.0%、24.1%;3)基于新开门店所带来的人工费、租赁费及水电费等大幅增加,公司销售费用率继续维持在15%以上的高位。

我们预计,公司2010-2012年营业收入分别为99.8亿元、121.8亿元、146.2亿元,同比分别增长23.9%、22%、20%;EPS分别为1.23元/1.59元/1.93元。给予公司2010年30-35倍动态PE,其目标价值区间为36.9-43.0元。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	2,399	5,217	6,398	7,646	
现金	1,554	4,427	5,438	6,493	
应收账款	23	32	37	46	
其他应收款	132	200	244	292	
预付款项	127	305	370	444	
存货	198	254	308	370	
其他流动资产	366	0	0	0	
非流动资产	1,534	1,624	1,747	1,735	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	663	764	921	946	
无形资产	50	522	517	512	
其他非流动资产	821	337	308	277	
资产总计	3,933	6,841	8,145	9,381	
流动负债	3,030	3,531	4,395	5,112	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	876	1,341	1,744	1,956	
其他流动负债	2,154	2,191	2,651	3,156	
非流动负债	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	3,030	3,531	4,395	5,112	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	350	400	400	400	
资本公积	40	1,904	1,904	1,904	
留存收益	297	1,006	1,446	1,965	
归属母公司股东权益	687	3,310	3,750	4,269	
负债和股东权益	3,933	6,841	8,145	9,381	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	1,169	1,075	1,530	1,523	
净利润	356	493	637	774	
折旧摊销	154	150	169	183	
财务费用	10	-7	2	10	
营运资金变动	664	442	724	558	
其他经营现金流	-15	-2	-1	-2	
投资活动现金流	-885	-267	-320	-203	
资本支出	-18	170	220	100	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-903	-97	-100	-103	
筹资活动现金流	-155	1,921	-199	-265	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	100	50	0	0	
资本公积增加	-20	1,864	0	0	
其他筹资现金流	-236	7	-199	-265	
现金净增加额	129	2,729	1,011	1,055	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	8,057	9,985	12,182	14,621	
营业成本	6,207	7,614	9,254	11,099	
营业税金及附加	34	43	52	63	
营业费用	1,224	1,528	1,846	2,208	
管理费用	128	160	189	219	
财务费用	10	-7	2	10	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动净收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
汇兑净收益	0	0	0	0	
营业利润	454	647	839	1,022	
营业外净收支	17	10	10	10	
利润总额	471	657	849	1,032	
所得税	115	164	212	258	
未确认的投资损失	0	0	0	0	
净利润	356	493	637	774	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	356	493	637	774	
EBITDA	617	790	1,010	1,215	
EPS(摊薄)	0.89	1.23	1.59	1.93	

主要财务比率		2009	2010E	2011E	2012E
会计年度					
成长能力					
营业收入	17.4%	23.9%	22.0%	20.0%	
营业利润	18.1%	42.7%	29.7%	21.8%	
归属于母公司净利润	13.5%	38.5%	29.2%	21.5%	
盈利能力					
毛利率(%)	23.0%	23.7%	24.0%	24.1%	
净利率(%)	4.4%	4.9%	5.2%	5.3%	
ROE(%)	39.4%	14.9%	17.0%	18.1%	
偿债能力					
资产负债率(%)	77.0%	51.6%	54.0%	54.5%	
流动比率	0.79	1.48	1.46	1.50	
速动比率	0.73	1.41	1.39	1.42	
营运能力					
总资产周转率	2.31	1.85	1.63	1.67	
净资产周转率	10.13	4.74	3.45	3.65	
每股指标(元)					
EPS(摊薄)	0.89	1.23	1.59	1.93	
每股净资产	2.58	8.27	9.37	10.67	
每股经营现金流	3.34	2.69	3.82	3.81	
估值比率					
P/E	39.35	32.48	25.14	20.69	
P/B	15.51	4.84	4.27	3.75	
P/S	1.74	1.60	1.31	1.10	
EV/EBITDA	23.20	18.12	14.18	11.78	

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中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作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。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。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。