

零售

天虹商场 (002419)

增持

报告原因: 公司公告

高成长的全国连锁百货

维持评级

2010年2月28日

公司研究/一般报告

市场数据: 2010年2月25日

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

收盘价(元)	44.38
一年内最高/最低(元)	52.55/33.36
市净率	5.36
息率(分红/股价)	1.35%
A股流通市值(亿元)	22.23

年度	主营收入	增长率	归属母公司净利润	增长率	每股收益	市盈率	市净率
2009A	8057	17	356	14	1.02	44	17.2
2010A	10174	26	485	36	1.28	35	5.37
2011E	13271	30	673	39	1.68	26	4.75
2012E	17330	31	905	34	2.27	20	3.82

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

基础数据: 2010年12月31日

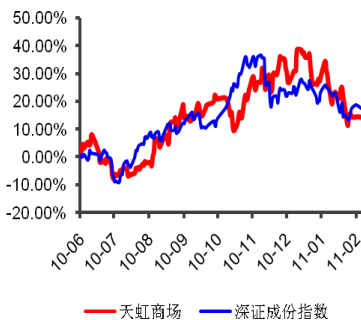
每股净资产(元)	8.27
资产负债率%	53.7
总股本/流通A股(万)	40010/5010
流通B股/H股(百万)	-/-

公告内容

公司2010年实现营业总收入101.74亿元,同比增长26.28%;实现归属于上市公司股东的净利润4.85亿元,同比增长36.25%;实现基本每股收益1.28元;公司利润分配政策为拟每10股派发现金6元并送5股(含税),同时每10股转增5股。

近一年股价走势图

投资要点:



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760210080005

010-82190365

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

- **外延扩张有保证。**公司2010年新开东莞黄江天虹、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日将天虹购物广场升级为定位高端的君尚百货门店。公司还于2010年实现14个新店租赁项目的成功签约,分布于深圳、东莞、泉州、永安、湖州、溧阳、绍兴、金华、南昌、株洲、娄底、青岛、成都等城市,为公司巩固华南和东南市场地位,扩大华北市场份额,开拓西南市场,完善向全国发展的零售网络奠定了良好基础。截至2010年底,公司已成功进入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。公司将遵循“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。
- **业绩增长快速而健康。**公司2010年可比店全年收入同比增长17.48%,成功实现东莞长安天虹、南昌中山天虹、福州万象天虹、南昌红谷天虹、惠州惠阳天虹等门店扭亏。公司毛利率同比上升0.06个百分点,主要原因为:(1)亏损门店和亏损品类减亏和扭亏;(2)随着公司经营规模的扩大,议价能力增强,采购成本降低。管理费用率、销售费用率合计



同比下降 0.29 个百分点，主要原因是公司运营管理能力的提高及费用管控能力的增强。财务费用率同比下降 0.18 个百分点，主要原因是公司上市获得募集资金净额 192,185.07 万元，银行存款增加带到利息收入的增加。

- **细分行业发展势头良好。**公司 2010 年百货业务毛利率同比下降 0.9 个百分点，主要是因为公司为抢占市场份额，加大促销力度所致。对百货而言，公司将加大自营比重、创建自有品牌、收购或参股品牌企业、开设自营集合点和代理等经营方式。超市类商品毛利率较 2009 年同期上升 0.20 个百分点，主要原因是公司采取整合区域商品采购、建立直采基地、优化商品结构和加大自有品牌等措施，超市经营能力获得提升。2010 年，自有品牌和产地直采商品的销售分别同比增长近 50%、35%。东莞大朗仓储加工中心于 2010 年 11 月 6 日正式投入运营，大大提升公司商品配送能力。X 品类毛利率较同期上升 9.94 个百分点，主要原因为 X 品类中以前大部分为毛利率较低的电器，而 2010 年公司加大了配套品类的引进，如餐饮、影院等。
- **电子商务业务和品牌代理业务拓宽盈利空间。**2010 年 3 月，网上天虹正式上线，网站流量呈上升趋势，实现销售额逐月快速增长。同时，探索线上线下零售业务的有效整合，通过积分商城、跨界营销等方式，加强了网上业务对实体门店顾客的吸引力。公司同时加快发展品牌代理业务，新增 3 个代理品牌，有利于增强公司对上游供货商的控制力和议价能力。
- **未来或提高自有物业比重。**公司采取轻资产扩张模式，未来面临较大的物业租金上涨风险。2010 年 9 月深航技与公司签署了《业务协同与支持框架意向备忘录》，公司将获得大股东在商业地产方面进一步的支持。公司出资 1 亿元人民币成立全资子公司深圳天虹置业有限公司，此举表明公司未来将加大物业建设方面的投入，从以往单纯租赁成熟物业发展为自主或合作开发、设计、建造经营场地，并以此为基础，为未来开发购物中心等新型商业项目做准备。2010 年公司成功取得江西吉安地块使用权，成为自有物业扩张迈出的坚实一步。
- **投资建议。**公司已编制了“十二五”发展战略，将逐步形成“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。公司外延增长有保证，未来 2—3 年门店数量及面积扩张接近

20%。公司门店存活率接近 100%，公司首次进入区域的门店培育期在 3 年左右，同城新开门店的培育期为 2 年左右，经营 4 年以上的门店依然有着两位数的同店增长率，目前公司次新门店占比约二分之一的次新门店将成为公司未来几年业绩内生增长的重要来源。预计公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 1.68 元和 2.27 元，对应的动态 PE 分别为 26 倍和 20 倍，给予“增持”评级。

- **风险因素。**1、租赁物业到期后不能续租；2、商品定位提高后导致的毛利率下滑幅度超预期；3、外延扩张的数量和质量低于预期；4、租金上涨幅度超预期。

图 1：门店扩张（家）

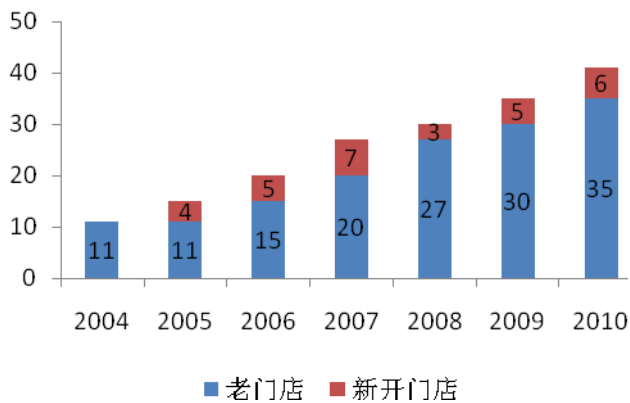
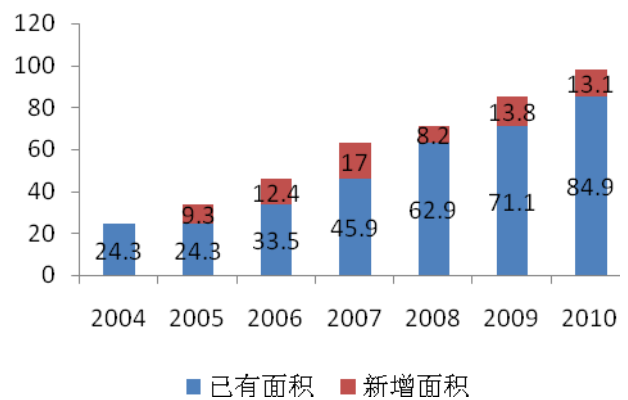


图 2：面积扩张（万平方米）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 3：同店增速与毛利率（%）

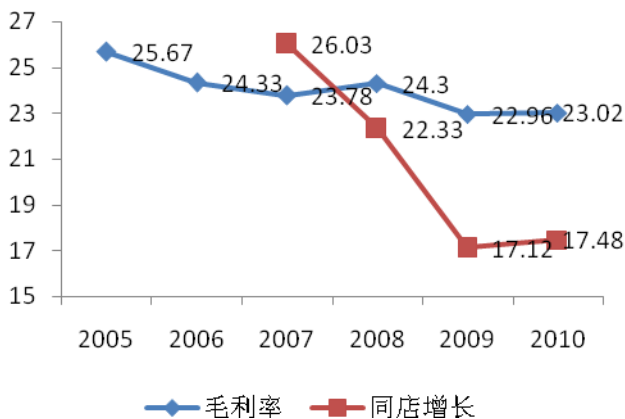
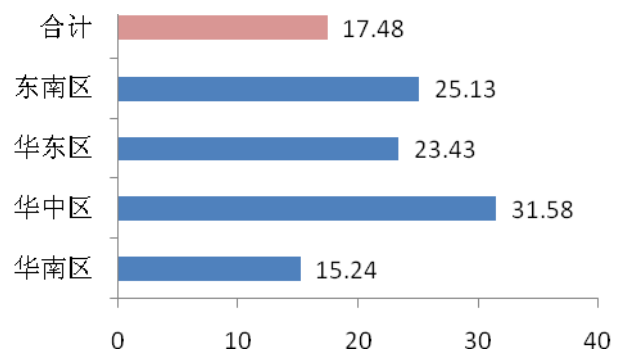


图 4：分区域同店增长（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 5：公司业绩增长 (%)

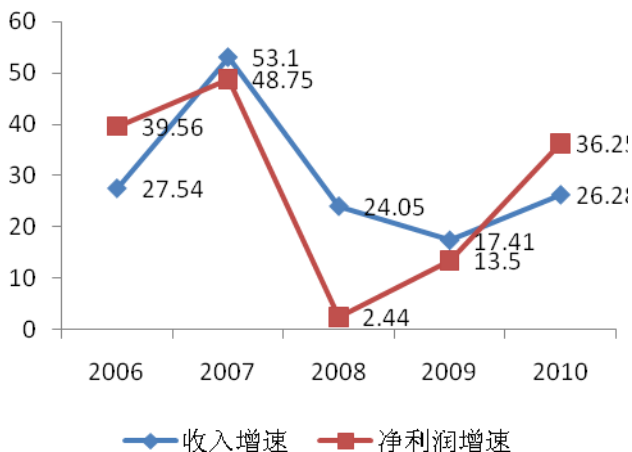
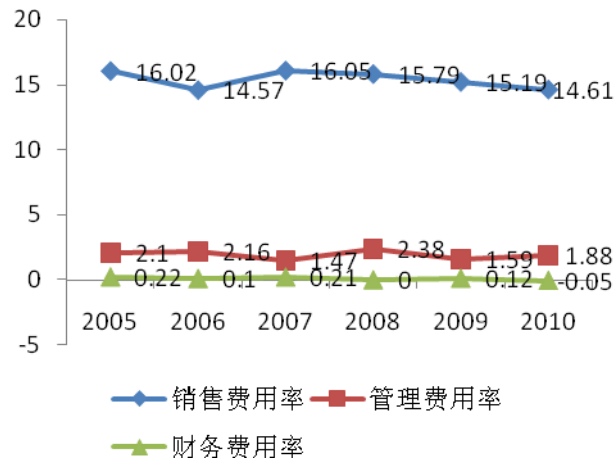


图 6：三项费用率 (%)



资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 7：百货业态经营状况 (%)

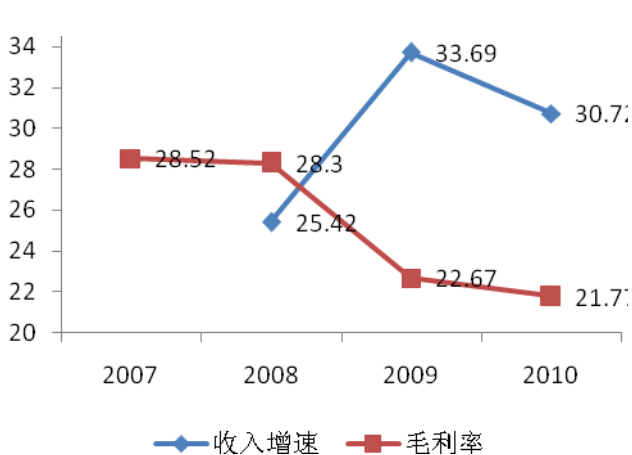
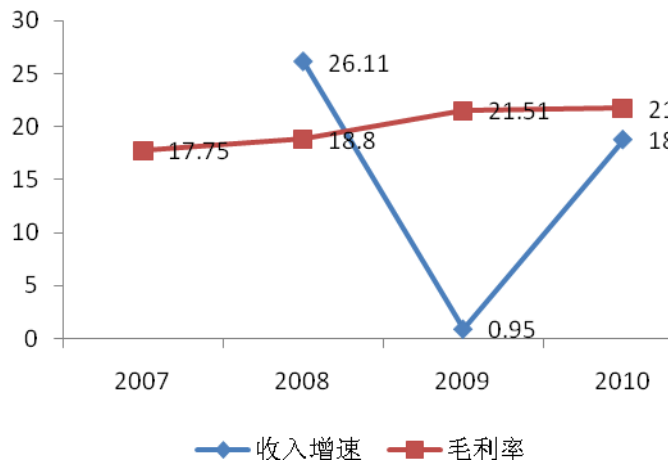


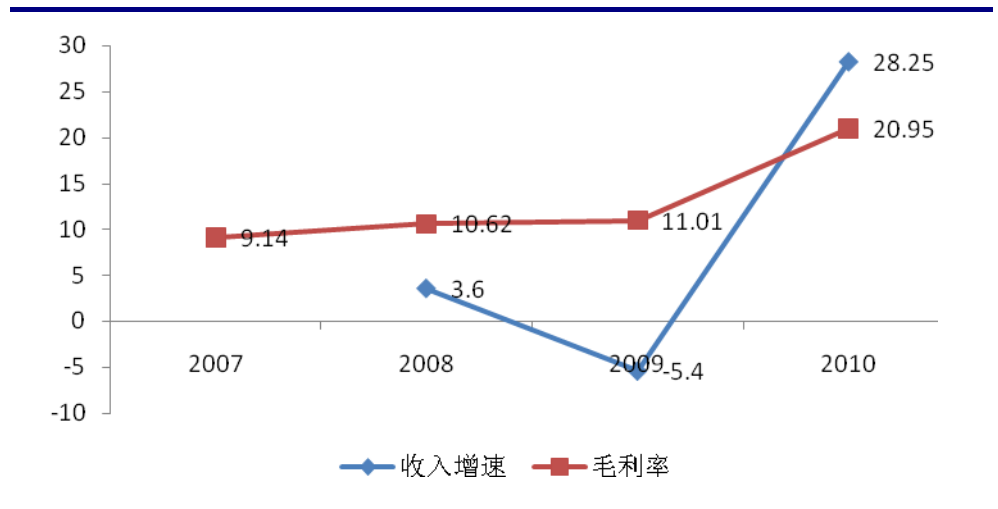
图 8：超市业态经营状况 (%)



资料来源：公司公告、山西证券研究所



图9：“X”业态经营状况（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

表1：公司百货门店概况

经营方式	门店	开业时间	营业面积(平方米)	营业场所	物业性质	类型
直营	南昌江大天虹商场	2002-6-14	13000	南昌市南京东路 214 号	租赁	社区购物中心
	南昌中山路天虹百货	2007-4-19	54379	南昌市中山路 318 号	租赁	城市中心店
	厦门汇腾天虹商场	2003-4-22	19778	厦门市思明区嘉禾路 323 号汇腾大厦 1-4 层	租赁	社区购物中心
	厦门大西洋天虹百货	2007-1-18	19488	思明区湖滨西路 9 号大西洋海景城 1-5 楼(1D、F、3F、4F、5F 单元)	自有	城市中心店
	东莞东纵天虹商场	2004-9-9	26411	东莞市莞城区东纵大道愉景东方威尼斯广场(中银广场)1-3 楼	自有	城市中心店
	东莞常平天虹商场	2005-8-1	15350	东莞市常平镇常平大道南埔路口金汇大厦 1-3 层商业裙楼	租赁	社区购物中心
	东莞长安天虹商场	2007-12-28	24000	东莞市长安镇德政中路信义怡翠豪园 1-3 楼	租赁	社区购物中心
	嘉兴天虹百货	2006-3-1	19972	嘉兴市秀洲区洪兴路“江南摩尔”房产 1-3 楼西南	租赁	城市中心店



福州天虹百货	2006-7-12	46486	福州市台江区工业路 387 号万象商业广场负一层、一层、夹层、二层	租赁	城市中心店
长沙芙蓉天虹	2008-12-6	30000	长沙市天心区芙蓉南路 368 号 BOBO 天下城	租赁	社区购物中心
苏州金鸡湖天虹	2009-4-24	50912	苏州工业园区苏雅路 388 号	租赁	城市中心店
北京宣武天虹	2009-4-25	22000	北京市宣武区广安门外大街 168 号朗琴国际大厦	租赁	城市中心店
杭州萧山天虹	2009-12-17	17800	萧山区通惠中路 28 号	租赁	社区购物中心
东莞黄江天虹	2010-4-24	20400	黄江镇富康花园	租赁	社区购物中心
北京国展天虹	2010-4-29	20000	北京市朝阳区左家庄北里 58 号 Master 领寓大厦	租赁	社区购物中心
东莞厚街天虹	2010-8-5	37500	厚街镇东风路与教育路交会处盈丰商住中心	租赁	社区购物中心
浙江湖州天虹	2010-9-30	24000	湖州吴兴区爱山广场 6 号楼-7 号楼	租赁	社区购物中心
南昌红谷天虹	2009-9-4	20000	南昌市红谷滩新区红谷大道西雅图国际会馆商业裙楼地上 1-3 层	租赁	社区购物中心
惠州天虹商场	2005-8	23024	惠州市麦地路 60 号隆生商业大厦一至六层	租赁	城市中心店
惠州惠阳天虹	2009-9-12	27500	惠州市惠阳区淡水镇锦江国际商业裙楼 1-3 层	租赁	社区购物中心
君尚公司	2002-12-29	37781	深圳市福田区福华三路星河国际大厦	租赁	城市中心店
深南天虹商场	1984-1-24	21793	深圳福田区深南中路航空工业贸易大厦 1-8 层	租赁	城市中心店
福民天虹商场	2002-11-25	12553	深圳福田区福民路星河明居大厦 1-4 层 5 层部分	租赁	社区购物中心
创业天虹商场	2002-11-25	19129	深圳宝安区 44 区富源商贸中心大厦 1-4 层	租赁	社区购物中心
龙华天虹商场	2002-11-25	19006	深圳宝安区龙华镇龙观路联华世纪广场 1-5 层	租赁	社区购物中心
常兴天虹商场	2003-10-31	31348	深圳南山区桃园路常兴路交汇处常兴广场 1-5 层	租赁	社区购物中心
龙新天虹商场	2003-12-9	14810	深圳龙岗区中心城清林东路与吉祥中路交汇处愉园新苑裙楼 1-4 层	租赁	社区购物中心
双龙天虹商场	2005-2-3	20721	深圳龙岗区深惠路龙盈泰商业中心 1-3 层	租赁	社区购物中心



	沙井天虹商场	2004-5-9	31888	深圳宝安区沙井镇中心区中心路与创新路交汇处沙一商业大厦 1-4 层，第五层东侧	租赁	社区购物中心
	布吉天虹商场	2004-5-12	17014	深圳龙岗区布吉镇中兴路万事达农贸市场 1-4 楼	租赁	社区购物中心
	东门天虹商场	2005-6-2	25730	深圳罗湖区新园路 17 号迎宾商业中心 1-6 层	租赁	社区购物中心
	前进天虹商场	2006-1-10	21048	深圳宝安区前进路 34-2 区黄金台商业大厦 1-5 层	租赁	社区购物中心
	松岗天虹商场	2006-10-8	18585	深圳宝安区松岗街道楼岗大道 1 号宝利豪庭三区 1-3 层	租赁	社区购物中心
	西丽天虹商场	2006-1-11	17521	深圳南山区沙河西路西丽商业文化中心 1-6 层	租赁	社区购物中心
	观澜天虹商场	2007-10-9	16660	深圳宝安区观澜街道观城社区大和中心区中航格澜阳光园 A-19/20/21/22	租赁	社区购物中心
	深南天虹新店	2007-11-21	19544	深圳福田区振华路中航苑鼎诚大厦裙楼 1-4 层	自有 + 租赁	社区购物中心
	民治天虹商场	2007-11-22	20180	深圳市宝安区民治大道和民丰路交汇处横岭工业区 B 栋 1-4 层	租赁	社区购物中心
	后海天虹百货	2007-11-23	15374	深圳市南山区文心五路与海德道交汇处保利文化广场 C 区 1-4 层	租赁	城市中心店
	沙河天虹商场	2008-6-12	16456	深圳市南山区深圳湾二路与白石路交汇处御景东方花园裙楼负 101、123 负一层至地上二层部分物业	租赁	社区购物中心
	国贸天虹	2008-12-5	35698	深圳市罗湖区人民南路国贸大厦 A 区 1-5 层及天安商场 1-4 层	租赁	城市中心店
	横岗天虹商场	2010-12-25	20000	深圳市龙岗区深惠路 555 号	租赁	社区购物中心
加盟店	深圳公明店	2010-4-1	38000	深圳市光明新区公明办事处建设中路 36 号 B 座 1 至 4 楼		社区购物中心
	深圳梅林天虹	2003-3-31	21837	上梅林梅林路海康大厦		社区购物中心
	厦门名汇天虹	2008-12-18	25000	厦门市思明区霞溪路 28 号 501 名汇广场		社区购物中心

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 2: 储备门店

经营方式	项目名称	投资总额 (万元)	面积 (万平米)	预计开业时间	所属地区
直营	龙岗东晟时代花园店		1.66		广东深圳
	溧阳平陵广场	3093	2.4	2011 年	江苏溧阳
	东莞虎门	4648	3.8	2011 年	广东东莞
	横岗信义	4088	2.47	2010 年 12 月	广东深圳
	泉州世纪嘉园	2513	2.45	2011 年末	福建泉州
	苏州木渎新华商业广场	2654	3.9	2012 年中期	江苏苏州
	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	3039	3	2012 年中期	浙江绍兴
	总部大楼旗舰店	88800	3.96/8	2013 年	广东深圳
	南昌京东购物广场项目	2632	3	2012 年	江西南昌
	成都莱蒙置地广场项目	3358	3	2012 年	四川成都
	赣州中航城	2100	2.5	2012 年	江西赣州
	银天商业广场项目	2849	3.36	2013 年	湖南长沙
	青岛中联诺德广场	4073	4.7		山东青岛
	吉安天虹商场	4994	1.71		江西吉安
	岳阳汇泽				湖南岳阳
	苏州新地	2511	2.2		江苏苏州
万豪城市广场		3.3	2012 年	湖南娄底	
加盟	金华世贸中心广场店		2.4		浙江金华
	永安新世纪广场		1.91		福建永安
	威海东城国际		3.48		山东威海

资料来源: 公司公告、山西证券研究所

表 3: “天虹”品牌门店地区分布情况

地区	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: 公司公告、山西证券研究所

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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

