

根深才能叶茂 面向全国扩张的连锁百货

一天虹商场(002419)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

投资要点:

■天虹商场是国内著名的连锁百货企业,经营百货业26年,已在珠三角建立了明显的区域竞争优势。截至2009年底,公司在深圳、南昌、厦门、长沙等11个城市拥有直营门店35家,营业面积84.9万平方米,09年收入和利润规模分别达到81亿和3.56亿,连锁百货百强中名列第9,是深圳和广东地区经营商场数量最多、销售额最高的连锁百货企业。

■“多业态组合+差异化经营”运营模式成熟有效,公司的成长性和盈利能力显著好于同业企业。公司首创并成功实践了“百货+超市+X”组合业态模式,依据顾客需求和商圈环境弹性组合各业态协同发展,共享客流;在门店拓展上以城市中心店确立商业地位,以社区购物中心抢占市场份额,两类商场在同城布局上形成“众星拱月”格局。

■国家扩大内需政策为我国零售业的发展保驾护航。国家出台的家电下乡、以旧换新等扩大内需政策,将进一步释放居民,特别是二、三线城市和农村居民的消费潜力,这将使得我国零售市场的拓展空间巨大。

■良好的品牌信誉是公司扩张的利器,天虹商场是17个“30年影响深圳人生活的功勋品牌”之一,和招商银行、万科、平安保险、麦当劳等品牌并列;公司下属的5家商场荣获商务部组织评选的“金鼎百货店”称号。在华南地区尤其是深圳,天虹商场是极受欢迎的百货品牌,也是购物的不二选择。

■我们认为,“软”实力也是零售业竞争中的重要一环,天虹商场以客户服务为绝对的导向,在深圳地区,天虹的VIP卡的积分兑奖已经融入了很多深圳人的生活之中;而从市场中一点一滴成长起来的核心管理层也成为了天虹持续扩张、复制成长的核心竞争力。

■此次IPO募投项目是公司实施“立足珠三角,辐射闽三角,拓展长三角,面向全国”发展战略的重要一环。新店开设和已有店铺的装修改造、收购物业、修建物流中心和建设信息管理系统等项目将全面提升公司综合竞争能力。

■公司本次发行5010万股,发行后的总股本将达到40010万股。我们预计2010年、2011年、2012年归属于母公司股东的净利润增长率分别为44%、30%、21%,EPS分别为:1.28元、1.65元、2.00元。

■我们给予公司合理股价为46.60元/股~52.80元/股,从基本面来看,零售行业空间巨大,公司有良好的品牌效应和经验丰富的核心管理层,其强大的运营能力能保证公司未来的高速发展,本次IPO将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。

一、差异化经营的连锁百货龙头

1.1 公司简介:珠三角连锁百货龙头企业

天虹商场股份有限公司(以下简称“天虹商场”或“公司”)于1984年在深圳注册成立,经过26年的发展,如今天虹商场已是国内著名的连锁百货企业,也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。

目前天虹商场在珠三角区域已经获得了领先的竞争优势,并成功进入了福建和江西市场,在长三角地区、华北地区正积极拓展市场份额。截止2009年12月31日,公司在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了35家直营连锁百货商场(营业面积达84.86万平方米,其中92%为租赁),并拥有另外2家商场的特许经营权。

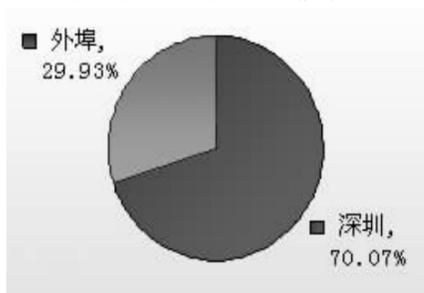
表1:公司各区域下属商场分布

区域	管理范围
华南区	深圳区域19家直营商场,1家加盟店梅林天虹
	惠州天虹公司及2家下属商场
	东莞天虹公司及3家下属商场
华中区	长沙市天虹公司及1家所属商场
	南昌天虹公司及3家下属商场
东南区	厦门天虹公司及2家下属直营店,1家加盟店名汇天虹
	福州天虹公司及1家下属商场
华东区	嘉兴天虹公司及1家所属商场
	苏州天虹公司及1家所属商场
	浙江天虹公司及1家下属商场

资料来源:公司招股说明书

截止2008年,天虹商场已经连续8年入选中国连锁百强企业,统计数据显示公司的综合实力和行业地位在逐年提高,2009年位居中国连锁零售百强企业第33位。另据2009年中国百货商业协会的统计,天虹商场销售规模和利润总额在国内百货中排名第9,是深圳和广东地区经营商场数量最多、销售额最高的连锁百货企业。

图1:2009年公司分区域销售收入占比



资料来源:公司招股说明书

1.2 公司股权结构:管理层间接持股

公司本次发行5010万股,发行后的总股本将达到40010万股。天虹商场是一家中外合资企业,由五名法人股东构成,发行后第一大股东中航技深圳公司持有公司39.522%股权,第二大股东五龙贸易有限公司(港资)持有公司38.751%股权。根据五龙贸易有限公司向中航技深圳公司让渡16%投票权的约定,中航技深圳公司和五龙贸易有限公司分别拥有相当于公司发行后总股本55.522%和22.751%的投票权,因此,中航技深圳公司是天虹商场的控股股东,中国航空工业集团公司是公司的实际控制人。公司的另外三家内资法人股东奥尔公司、可来公司和康达特公司均是公司管理层持股的公司,公司115名管理层人员通过这3家公司

间接持有天虹商场3,181.85万股,占公司本次发行后总股本的7.953%。

表2:公司发行前后股权结构

股东类别及名称	发行前		发行并转持后	
	股份数(万股)	股权比例	股份数(万股)	股权比例
一、发起人股份	35,000.00	100.000%	34,499.00	86.226%
其中:国有法人股	16,313.85	46.611%	15,812.85	39.522%
中航技深圳公司	16,313.85	46.611%	15,812.85	39.522%
其中:外资法人股	15,504.30	44.298%	15,504.30	38.751%
五龙贸易有限公司	15,504.30	44.298%	15,504.30	38.751%
其中:内资法人股	3,181.85	9.091%	3,181.85	7.953%
奥尔公司	3,161.90	9.034%	3,161.90	7.903%
可来公司	11.9	0.034%	11.9	0.030%
康达特公司	8.05	0.023%	8.05	0.020%
二、本次拟发行股份			5,010.00	12.522%
三、全国社会保障基金理事会持股			501.00	1.252%
合计	35,000.00	100.000%	40,010.00	100.000%

资料来源:公司招股说明书

1.3 独特的运营模式:多业态组合+差异化经营

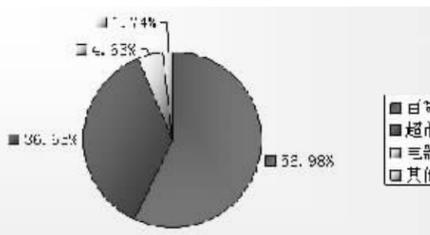
天虹商场的运营模式是由多业态组合和差异化经营两方面构成的。

“百货+超市+X(如电器、家居、餐饮等)”的业态组合模式是基础,这种能够弹性定制的业态组合模式是由公司率先在国内开创并成功实践的,可将超市打造为与百货共享顾客群体的精致超市,并能根据顾客需求和商圈环境灵活选择“X”部分的配置。这种模式强化了各业态间的协同效应,有利于满足顾客“一站式”的购物需求,能有效拓宽公司的盈利来源。

在多业态灵活组合的基础上,公司进一步根据目标客户群的属性,以“社区购物中心”或“城市中心店”两种方式实施差异化经营管理,城市中心店有利于公司确立市场地位和品牌形象,社区购物中心有利于占领市场份额,公司目前以“众星拱月”状布局这两类商场。另外,公司即将打造“君尚”高端百货商场,以拓展高端市场份额。

天虹商场的多业态组合模式基础上的差异化经营策略切合现代连锁百货业的发展趋势,不仅能满足多元化的消费需求,且易于在不同区域进行模式复制,有利于公司快速规模化扩张战略的实施。

图2:2009年公司各业态收入占比



资料来源:公司招股说明书

1.4 经营情况:成长性优异,综合毛利率显著高于同业

近年来,公司业务发展态势良好,收入和利润规模稳步增长。2009年,公司收入达到80.6亿,归属母公司所有者净利润达到3.56亿,2005-2009年收入和净利润复合增长率分别达到26%及25%;09年受到深圳老深南店因物业改造升级关闭的影响,公司的收入和净利润增长率只有17%和14%,而剔除该影响,05-09年收入和归属母公司所有者扣非后净利润年复合增长则分别高达32%和41%。金融危机影响下2009年的剔除老深南店影响后的收入和净利润增长率分别达到了22%和27%,显著高于同区域内的其他零售公司。

图3:2005-2009年收入规模及增长

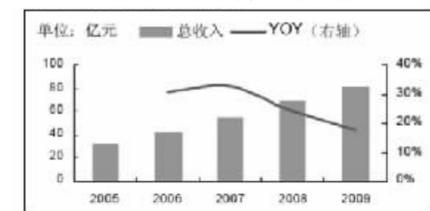
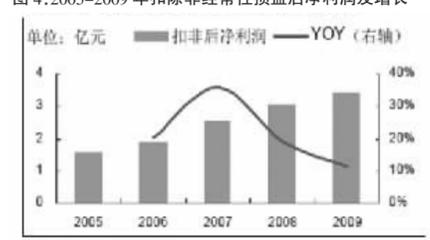


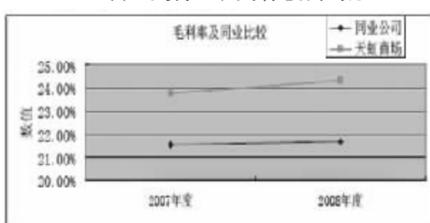
图4:2005-2009年扣除非经常性损益后净利润及增长



资料来源:公司招股说明书

公司的区位优势以及良好的业态组合经营模式为公司带来了较高的毛利,2009年公司的综合毛利率为22.96%,相比同业上市公司,公司的综合毛利率要高出行业平均值2-3个百分点。

图5:与同业公司综合毛利率对比



资料来源:公司招股说明书

二、零售业 迎来下一个发展的黄金十年

2.1 零售业将成为拉动我国经济增长的主要力量之一

投资率过高、消费率过低的结构失衡以及出口增长乏力近年来一直困扰着中国经济,已经成为制约我国经济发展的重大障碍。为保持我国经济增长,政府已将扩大内需作为促进我国经济发展的长期战略方针,把增加居民消费作为扩大消费需求的重点,并出台了一系列的消费刺激政策,消费将在我国经济结构中发挥

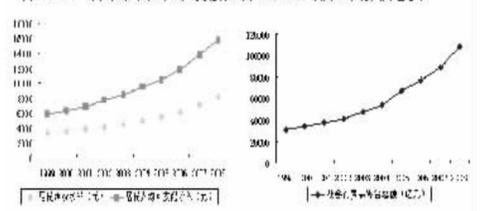
更重要的作用,只有把消费作为拉动我国经济增长的主要力量,才能保持国民经济健康稳定的发展。

零售业作为扩大内需的排头兵,承担着拉动我国经济增长的艰巨任务,对GDP的贡献将进一步加大,与此同时,也给零售业自身的发展带来了千载难逢的机会。近年的历史数据也显示,2000年以来,我国社会消费品零售总额逐年迅速增长,除2003年度社会消费品零售市场增长率略低于GDP增长率外,其余年份的增长率均超过同期GDP的增速,零售业对国民经济增长的贡献有逐步增大的趋势。

2.2 未来消费品市场需求巨大,我国零售业迎来下一个黄金十年

在1999-2008年的10年间,我国零售业增速惊人,社会消费品零售总额从1999年的31134.7亿元增长到2008年的108487.7亿元,增长了近350%,年复合增长率为14.88%,使我国一跃成为仅次于美国和日本的世界第三大零售市场。我国零售业之所以能够连续多年保持高速增长,主要归因于我国经济的快速增长所带来的居民人均可支配收入水平的大幅提高和购买力的增强,根据统计数据,我国城乡居民人均可支配收入从1999年的5854.02元增长到2008年的158780.76元,增长幅度为270%,在这个时期内,我国城乡居民人均消费水平也经历了一个快速提升的过程,10年间增长了4837元,增长幅度为245%。

图6:1999-2008年我国社会消费品零售总额及居民人均可支配收入



可以说,是经济的持续增长和居民购买力水平的不断提高造就了我们零售业1999-2008年的黄金10年。那么,我国零售业能否迎来下一个黄金10年,甚至黄金20年?2009年国内零售业的发展势头给了我们期待的理由,2009年我国的社会消费品零售总额为125342.7亿元,比2008年增长了16855亿元,增幅为15.54%,增速丝毫没有减缓的迹象。历史固然不能代表未来,但基于以下三点理由我们仍认为我国零售业走向下一个发展的黄金10年:

其一、未来我国国民经济的稳定增长将成为未来我国零售业高速增长的强大支撑。经过30年的发展,我国已成为世界第三大经济体,至今仍保持较高的增速,预计2050年有望超过美国成为全球最大的经济体。随着国内未来经济的稳定高速增长,预计我国人均零售额提升的空间巨大,这也意味着我国零售业发展前景十分广阔。

其二、人口红利高峰期的到来,特别是80后90后人群购买力水平的提高将对未来我国零售业的增长起着加速作用。未来10年,我国一个庞大的群体80后、90后将陆续走向工作岗位,这类群体购买力将促进我国零售业未来多年的持续繁荣。

其三、国家扩大内需政策为我国零售业的发展保驾护航。为保持我国经济的健康稳定增长,中央出台了一系列的扩大内需政策,特别是家电下乡、以旧换新等类似的政策,这些政策将持续快速推动消费品销售,特别是在二、三线城市效果更为明显。

2.3 中西部及农村地区市场巨大,将逐渐成为未来我国零售业的主要增长点

多年来,我国东部沿海地区经济发展一直领先于中西部地区,相应地,这些地区的零售业也一直保持较快的发展速度,有趋于饱和的趋势。随着国家西部大开发等区域规划的出台,未来我国经济增长的重心将逐渐转向中西部地区,与此相适应,国内零售业的增长重心也将发生转移,预计中西部地区的零售业将呈现一个快速发展的过程。另外,中央扩大内需政策将进一步释放中西部地区及农村市场消费潜力,中西部和农村消费市场必将成为未来国内外零售企业争夺的重点。

三、竞争优势确保长远发展

3.1 品牌优势 连锁百货凸现业绩持续增长

品牌是提高市场占有率、利润率和顾客忠诚度的利器。大型连锁百货零售商的品牌和商誉是消费品质和产品品质的保障,更容易被消费者接受和认可,对消费者具有较大的吸引力。

天虹商场是17个“30年影响深圳人生活的功勋品牌”之一,和招商银行、万科、平安保险、麦当劳等品牌并列;公司下属的5家商场荣获商务部组织评选的“金鼎百货店”称号,迄今只有百余家商场获此殊荣。在华南地区尤其是深圳地区,天虹商场是极受欢迎的百货品牌,也是购物的不二选择。

天虹的品牌名称没有明显的地域特征,这一特点使得天虹在经营范围的扩大和走向全国的过程中,有了先天的品牌推广优势,更易于短时间内在新的市场环境中传播和确立公司的品牌。天虹商场已注册并拥有包括“天虹”、“君尚”等品牌相关的文字、图案、互联网域名、短信网址及网络实名等,持续不断的品牌建设必将为公司的业绩增长助力。

作为深圳本土生长的品牌,天虹已经成为华南地区规模最大、最有影响力的连锁百货零售商,从下图可以看出随着商场数量的不断增加,公司的收入和利润也呈逐年快速增长态势。而百货商场所必需的半年至一年的选址、装修及前期准备周期和市场培育阶段,也使得2008年、2009年成立的商场将成为公司2010、2011年度业绩提供强有力的增长来源。

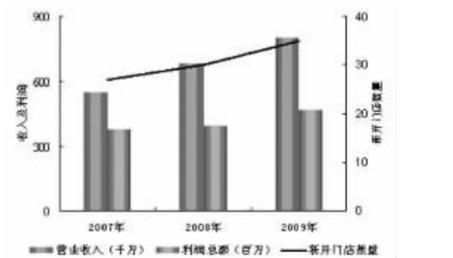
3.2 目标是不断提高的客户忠诚度

2000年天虹首次推出天虹VIP卡,目前共有176万名VIP和VIP金卡客户在使用天虹的折扣优惠和积分优惠服务,同时公司建立了完善的VIP客户服务体系,为顾客提供增值体验,吸引和凝聚目标顾客,以提高其忠诚度。同时天虹商场还先后与中国银行、招商银行、兴业银行签署协议,分别发行联名信用卡,联名信用卡同时具有VIP卡功能,有利于方便顾客购物,提高公司的企业形象和品牌知名度。

公司对顾客进行细化分类管理,将潜在顾客转化成普通顾客,将普通顾客培育成VIP顾客,同时针对满足顾客需求为关注焦点,在选址建店和日常运营的各个环节中,从不同渠道定期和不定期的收集顾客需求,用于商品与服务营销,过程改进和商机开发。公司建立了完善的顾客访问途径,设立了顾客接待室,提供了电话、网络和现场等沟通途径,确保顾客方便、快捷地查询信息、购

买商品和进行投诉。同时还建立了一套顾客满意度管理模型和VIP客户服务体系,以便及时测量、跟踪和反馈顾客满意度和忠诚度,有针对性地提高服务质量,满足客户需求,一点一滴客户忠诚度最终都演化为公司的销售业绩。

图8:天虹商场近三年营业收入、净利润与新店数量



3.3 强有力的管理团队

一个优秀的管理团队,不仅能在相同的商业竞争环境中创造出更好的经营业绩,更是能够实现可持续发展的保证。天虹的管理团队具有非常强的凝聚力,公司中层以上领导团队的人员流失率极低,07-09年,经理助理级的员工流失人数只有3人,流失率不到2%。公司在总结和分析20余年的经营经验的基础上,引入了“平衡计分卡”战略管理工具、“精益六西格玛”流程改进工具、“卓越绩效模式”评价准则,并在经营中严格执行。我们认为,在开店数量猛增的前提下,费用没有失控,利润能够得到同步增长正是公司严谨、精细、高效的体现。

四、募投项目助力业务扩张

公司此次IPO拟募集资金10.56亿元,将用于新店开设和已有店铺的装修改造、收购物业、修建物流中心和建设信息管理系统等项目。

表3:募投项目

投资项目	拟投资额(万元)	占比
新建7家新商场项目	42,353.00	40.09%
收购东莞莞城东方威尼斯广场部分商业物业	35,000.00	33.13%
仓储加工中心建设项目	15,658.30	14.82%
现有3家商场装修改造项目	8,732.24	8.27%
信息管理系统建设项目	3,900.00	3.69%
合计	105,643.54	100.00%

资料来源:公司招股说明书

上述项目目前均已进入实施阶段,其中拟开设的7家新商场已经开业。我们认为此次募投项目的实施将是公司向全国扩张发展战略中的重要一环,通过新店开设和已有店铺的装修改造,进一步巩固在珠三角的优势地位,继续开展跨区域经营;通过购置商场房产稳定公司的经营成本,优化资产结构,规避重要商场经营场地变动风险;通过在东莞建设仓储加工中心提高公司仓储和自营商品处理能力,完善连锁经营链条;通过信息管理系统建设,完善连锁经营所必需的信息技术平台,以信息技术推进连锁零售业的发展,最终实现公司综合竞争能力的全面提升。

表4:募投项目进展情况(截至2009年12月31日)

项目名称	投资进度	形象进度	拟完成时间
深圳国贸项目	83.65%	已开业	
长沙BOBO天下城项目	96.05%	已开业	
苏州金鸡湖项目	95.26%	已开业	
北京国际项目	89.54%	已开业	物业交付后6-10个月
惠州惠州国际项目	57.29%	已开业	
南昌红谷滩项目	60.35%	已开业	
杭州萧山钱江新城公寓项目	25.49%	已开业	
南昌江大天虹商场	18.50%	阶段性投入	2010.6
厦门汇隆天虹商场	5.79%		
双龙天虹商场	1.57%		
收购东莞莞城东方威尼斯广场部分商业物业	59.90%	中期筹备	2010.3
仓储加工中心建设项目	23.81%	初期筹备	2010.6
信息管理系统建设项目	19.91%	逐期投入	2010.12

资料来源:公司招股说明书

五、盈利预测与估值分析

公司本次发行5010万股,发行后的总股本将达到40010万股。2010-2012年,天虹商场将进入一个新的快速发展期,我们预计2010年、2011年、2012年归属于母公司股东的净利润增长率分别为44%、30%、21%,EPS分别为:1.28元、1.65元、2.00元。

表4:天虹商场业绩预测表(百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8057	11002	12799	15000
同比增长	17.40%	36.55%	16.33%	17.2%
归属于母公司所有者净利润(百万元)	356	511	662	802
同比增长	13.38%	43.54%	29.54%	21.10%
每股收益(元)	0.89(摊薄)	1.28(摊薄)	1.65(摊薄)	2.00(摊薄)

P/E估值法

从A股百货公司来看,2010、11年动态PE分别位于39倍、33倍,从主要超市公司来看,2010、11年动态PE分别位于32倍、29倍,从整体来看,均值位于35倍和31倍。另外,结合目前中小板公司发行和估值情况,我们认为,给予公司发行2010年动态PE35-40倍估值是合适的,对应估值区间44.8元-51.2元

表5:行业相近公司市盈率比较

股票名称	EPS			P/E		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
百货超市企业						
百货类平均	--	--	--	39.12	33.54	25.77
超市类平均	--	--	--	32.10	29.27	25.02
近期上市中小板企业						
联发股份	1.49	1.69	2.00	57.90	40.03	27.41
力生制药	0.85	1.01	1.12	66.75	69.36	56.87
三聚环保	0.52	0.81	1.16	60.33	45.35	38.32
当升科技	0.50	0.90	1.46	66.31	38.07	27.79
平均				62.04	42.02	34.17

PEG估值法

另外,公司未来3年每股收益为1.28元、1.65元、2.00元,净利润复合增长率31.04%。按照零售业PEG 1.2-1.5的合理估值,合理的市场价格区间为47.67元/股-59.60元/股。

因此综合两种估值方法,我们给予公司合理股价为46.60元/股-52.80元/股,从基本面来看,零售行业空间巨大,公司有良好的品牌效应和经验丰富的核心管理层,其强大的运营能力能保证公司未来的高速发展,本次IPO将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。