

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

天虹商场

002419

推荐

人工等费用激增侵蚀业绩, 挑战与机遇并存

— 2013年3季报点评

前3季度/第3季度, 公司营业收入同比增长10.5%/9.3%, 符合预期; 实现归属净利润4.01/1.03亿元, 同比增长0.24%/-11.24%, 低于预期。人工成本、租金大幅大涨是导致收入符合预期而利润低于预期的主要原因。公告全年业绩增速0-30%。

投资要点:

- **3季度新开设1家门店, 前3季度累计新开设4家门店, 关闭2家加盟店:** 1、8月30日, 南昌京东天虹(约3万平米)开业。2、上半年, 南昌红谷天虹(约3.8万平米)、深圳宝安中心区购物中心(约7.2万平米)、成都红牌楼天虹(约3.05万平米)开业; 3、截至3季度末公司在全国20个城市共开设57家“天虹”品牌直营门店和2家“君尚”品牌直营门店, 此外公司还以特许经营方式管理2家商场。5、4季度预计新增1家门店: 惠州瑞峰天虹(4.58万平米)。
- **3季度营业收入/可比店增速快于1季度而慢于2季度, 与行业趋势保持一致:** 1、前3季度, 可比店营业收入/利润总额增速分别为4.37%/15.5%; 2、分地区看, 华东区可比店营业收入最高, 达15.98%; 而北京地区和君尚则分别以3.63%/3.52%的可比店增速实现了高达56.9%/36%的可比店利润总额增速。
- **期间费用的大幅增长完全侵蚀掉营业收入的增长和毛利率的提升, 导致前3季度业绩几乎无增长:** 1、由于门店购物中心化的转型、租金收入占比有所上升、持续推进自采、直采和自有品牌以及进一步强化业内领先的品类管理等举措, 公司前3季度毛利率提升0.34个百分点至24.13%, 业内仅低于徐家汇; 2、由于7月员工普遍加薪(个位数增长)、2012年以来新增13家门店带来开办费、人工、租金、广告费的上涨等原因, 公司销售/期间费用率上升1.15/0.87个百分点。
- **O2O全渠道战略快速推进:** 1、9月13日, 公司与腾讯微生活合作打造了拥有首家“微信自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”, 在宝安天虹上线; 2、10月17日, 服务号“天虹”开通购物功能, 可实体店提货; 3、10月25日, 公司打造的另一款移动应用平台“天虹微店”在东门店上线。4、两个移动应用平台均将在天虹全国61家门店陆续上线; 实体+网上天虹+移动应用, 全渠道战略快速推进。
- **小幅下调盈利预测:** 公司挑战与机遇并存-挑战: ①公司主力区域华南区增长乏力, 人工成本上升显著; ②高店龄门店体量较小, 定位中端, 遭受购物中心、网购双重冲击; ③面临人工、租金上升的费用压力; ④保持较快的开店节奏。机遇: 全渠道开拓蓝海; 经济一旦好转, 业绩弹性大。预计2013-15年EPS分别为0.77、0.85和1.02元, 给予2013年16.5倍PE, 目标价12.7元, “推荐”评级。

风险提示: 1、销售费用持续激增, 侵蚀收入及毛利提升; 2、全渠道短期无助于业绩

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	14377	16160	18293	21073
收入同比(%)	10%	12%	13%	15%
归属母公司净利润	588	616	684	819
净利润同比(%)	2%	5%	11%	20%
毛利率(%)	23.5%	24.2%	24.5%	24.8%
ROE(%)	14.8%	13.4%	13.7%	14.9%
每股收益(元)	0.73	0.77	0.85	1.02
P/E	13.28	12.67	11.41	9.52
P/B	1.97	1.70	1.56	1.42
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 12.70元

当前股价: 10.82元

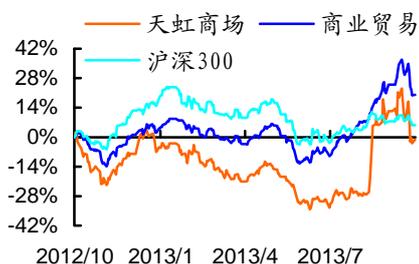
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2133.87
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	800
流通市值(亿)	87
EPS	0.37
每股净资产(元)	5.00
资产负债率	55.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	-14.94%	38.90%	17.04%
商业贸易	-0.67%	28.91%	24.24%
沪深300	-1.21%	6.38%	-3.32%



相关报告

《天虹商场-牵手微信, 开启中国零售业

O2O新纪元》2013-9-12

《天虹商场-收入、利润增速放缓不掩优秀公司本色》2013-4-9

《天虹商场-2012年逐季好转, 3季度单季已实现利润正增长 2012年3季报点评》

2012-10-26

## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6023	7489	8448	9749	<b>营业收入</b>	14377	16160	18293	21073
现金	5257	6478	7305	8436	营业成本	11001	12246	13811	15847
应收账款	26	52	59	67	营业税金及附加	112	121	137	158
其它应收款	199	323	366	421	营业费用	2212	2739	3156	3625
预付账款	82	184	207	238	管理费用	290	283	322	379
存货	425	453	511	586	财务费用	-45	-44	-37	-22
其他	33	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3443	3026	3178	3303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	14	14	14
固定资产	1312	1580	1775	1922	<b>营业利润</b>	814	828	918	1100
无形资产	786	786	786	786	营业外收入	30	20	20	20
其他	1344	660	616	595	营业外支出	7	5	5	5
<b>资产总计</b>	9466	10515	11625	13052	<b>利润总额</b>	836	843	933	1115
<b>流动负债</b>	5488	5930	6634	7550	所得税	250	228	249	295
短期借款	2	0	0	0	<b>净利润</b>	586	616	684	819
应付账款	1806	2082	2348	2694	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	3679	3849	4287	4856	<b>归属母公司净利润</b>	588	616	684	819
<b>非流动负债</b>	9	0	0	0	EBITDA	1045	1004	1129	1352
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.77	0.85	1.02
其他	9	0	0	0					
<b>负债合计</b>	5497	5930	6634	7550					
少数股东权益	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>				
股本	800	800	800	800	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	1712	1712	1712	1712	<b>成长能力</b>				
留存收益	1456	2071	2478	2990	营业收入	10.3%	12.4%	13.2%	15.2%
归属母公司股东权益	3967	4583	4990	5502	营业利润	3.7%	1.8%	10.8%	19.8%
<b>负债和股东权益</b>	9466	10515	11625	13052	归属于母公司净利润	2.4%	4.8%	11.0%	19.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	23.5%	24.2%	24.5%	24.8%
					净利率	4.1%	3.8%	3.7%	3.9%
					ROE	14.8%	13.4%	13.7%	14.9%
					ROIC	20.2%	20.6%	21.7%	23.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	58.1%	56.4%	57.1%	57.8%
					净负债比率	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.10	1.26	1.27	1.29
					速动比率	1.02	1.19	1.20	1.21
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.57	1.62	1.65	1.71
					应收账款周转率	363	410	332	335
					应付账款周转率	6.18	6.30	6.24	6.29
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.77	0.85	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.91	1.82	2.25
					每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.73	6.24	6.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.28	12.67	11.41	9.52
					P/B	1.97	1.70	1.56	1.42
					EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-9-12	《天虹商场-牵手微信，开启中国零售业 O2O 新纪元》
2013-4-9	《天虹商场-收入、利润增速放缓不掩优秀公司本色》
2012-10-26	《天虹商场-2012 年逐季好转，3 季度单季已实现利润正增长 2012 年 3 季报点评》
2012-10-26	《天虹商场-2012 年逐季好转，3 季度单季已实现利润正增长 2012 年 3 季报点评》
2012-8-29	《天虹商场-修炼内功度时艰，静待业绩拐点 - 2012 年中报点评》
2012-4-27	《天虹商场-业绩与珠三角经济共振，收入增 6.87%，利润负增长— 2012 年 1 季报点评》
2012-3-19	《天虹商场-在全国性百货的道路上实现关键突破》
2012-2-28	《天虹商场-基本面良好，税收、人工成本、营业外支出拖累业绩 2011 年报点评》
2012-1-5	《天虹商场-2011 年新开 7 家门店；短期增速放缓不改公司核心竞争力》
2011-11-3	《天虹商场-知进退方为俊杰：成都签第二个储备项目；关闭溧阳天虹》
2011-11-1	《天虹商场-大本营深圳低成本再签新项目，试水大体量购物中心》
2011-10-27	《天虹商场-淡季表现平稳；预收帐款增 32%，为未来销售高增长提供支撑 —2011 年 3 季报点评》
2011-9-19	《天虹商场-北京、苏州门店减亏符合预期，长沙门店已扭亏，君尚经营超预期—2011 年中期业绩说明会纪要》
2011-9-14	《天虹商场-大本营深圳再签新项目，延续低成本扩张》
2011-8-29	《天虹商场-首次进入区域门店大幅减亏，君尚表现超预期 —2011 年中报点评》
2011-7-23	《天虹商场-严格管理，募集资金有节余；资金充裕，门店扩张有保障》
2011-6-3	《天虹商场-优势区域再发力，购置物业开新店》
2011-5-30	《天虹商场-预付卡新规无碍公司核心竞争力，限售股解禁不等于减持》
2011-5-25	《天虹商场-天时、地利、人和成就全国性社区商业航母》

## 投资评级定义

### 公司评级

**强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

**看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳,中投证券百货零售、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434