

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

天虹商场

002419

推荐

全渠道转型先锋，苦练后台内功，回归零售本质

— 全渠道转型交流会纪要

近日，我们组织了机构投资者与公司管理层就全渠道转型进行了深入沟通，同时实地走访了天虹深圳东门店，利用店内免费 WIFI 体验了网上天虹、微信、微店。公司在对全渠道转型的理解和执行方面领先于行业，且将苦练后台内功打造新的核心竞争力。

投资要点:

- **对中国零售的基本判断:** 1、随着技术发展和 80-90 后渐成消费主力，电商发展还会加速；2、实体零售不会消亡，拥抱线上业务将发展的更好；3、线上线下是互补而非对立关系，一切应以客户为出发点；4、全渠道仅解决渠道的问题，仅是零售的一个要素而非全部。
- **实体零售未来存在的价值不仅仅是渠道:** 1、实体零售将提供给消费者无可替代的体验，就如转型后的书城、洗浴中心，就算“沦为线上的试衣间，也一定是天价试衣间”；2、未来实体零售的盈利模式会发生意想不到的变化，盈利来源也不仅仅是联营扣点、租金；3、线上成本、线下成本下降，线上线下同价是大势所趋，但价格永远不是消费者考量的唯一因素，客户是多元化的，需求也是多元化的。
- **相对于前端研发，全渠道功力在后台:** 1、前端：无论是腾讯还是第三方，均可从事微信服务号、APP 研发，技术成熟、费用合理，难度较小；2、后台：全渠道时代，对运营架构有了全新的要求，需重新整合供应链：订单管理、库存管理、价格管理、物流管理、客户管理等。后台层面做的好，才是零售商的核心竞争力。
- **全渠道端口、提升商品管控及时间表:** 1、端口：实体店+PC 端（网上天虹）+移动端（微信、微店 APP），三者互通。2、提升商品管控：产地直采+品牌代理+天虹专属款+自有品牌，PC 端和移动端商品均已管控至库存和价格；3、时间表：1）春节前，两移动端所有门店上线；2）明年：网上天虹前台改造；3）明后年：后台体系-订单管理、库存管理、价格管理、物流管理、客户管理以及组织架构、激励机制调整到位。
- **微调 2014 年盈利预测，维持“推荐”评级:** 根据我们与多家进行全渠道转型的零售龙头企业管理层的沟通、门店的实地调研，我们发现天虹商场无论在对全渠道（渠道、商品管控、精准营销等）的理解还是执行方面都走在前列，必将成为少数转型成功者之一。预计 2013-15 年 EPS 分别为 0.77、0.84 和 0.97 元，给予 2013 年 16.5 倍 PE，目标价 12.7 元，“推荐”评级。

风险提示: 1、激励机制落实、展店带来人工成本急剧上升；2、由体验到业绩转化缓慢

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	614	670	774
净利润同比(%)	2%	4%	9%	16%
毛利率(%)	23.5%	24.2%	24.5%	24.8%
ROE(%)	14.8%	14.2%	14.2%	14.9%
每股收益(元)	0.73	0.77	0.84	0.97
P/E	14.09	13.50	12.37	10.70
P/B	2.09	1.92	1.76	1.60
EV/EBITDA	2	2	2	2

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: 10.35 元

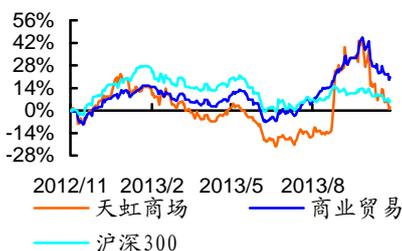
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2100.51
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	800
流通市值(亿)	83
EPS	0.50
每股净资产(元)	5.13
资产负债率	58.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	-24.73%	24.85%	3.91%
商业贸易	-16.92%	12.68%	14.09%
沪深 300	-6.80%	-1.90%	-7.57%



相关报告

《天虹商场: 2013 年 3 季报点评-人工等费用激增侵蚀业绩，挑战与机遇并存》

2013-10-30

《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

出席高管：

总经理 高书林；财务总监 毛明华；董秘 万颖

一、全渠道转型的战略考量和出发点？

公司已明确了全渠道的战略方向，路径还在探索。国内外均没有成熟的标杆：国外梅西自营品类占比 40%左右，国内苏宁的品类不同。全渠道是欧美专家在 2009-2010 年左右提出的概念，当时并未引起足够的关注。**战略考量：1) 应对国内电商冲击。**未来几年，电商还会快速发展，因为技术还在不断革新；**2) 消费者行为还在不断发生变化，80 后、90 后会逐步成为网络原住民，中年人反倒是网络移民。**未来主力顾客对线上依赖程度越来越强，应对外部经营环境变化，传统零售商要考虑出路应对变化，能够让公司在市场上继续拥有新兴顾客。

全渠道的概念，是要把纯实体的渠道，转变成又要有线上也要有实体端，但是如果两种渠道是分发展的，只能叫多渠道，不叫全渠道。**全渠道应该是融合在一起的，这是复合性的渠道。**对消费者来说，就是**每种渠道带给他们的体验都是一样的，消费行为可以横跨各个渠道。**我们全渠道的端口不会建的太多，一个是实体端，一个是 PC 端，今年我们跟微信合作开了天虹微信，这个微信跟其他可能不一样，是自定义的。现在还开了天虹微店，是 APP 客户端，微店有很多功能和其他是不一样，是我们天虹自己想出来的。

对未来中国零售的基本判断，大致可归纳为 4 个方面：

- 1、随着技术发展和时间的推移，电商发展还会加速；
- 2、未来中国实体零售业拥抱线上，未来会发展更好，不会消亡，电商不完全会颠覆实体；
- 3、线上线下永远不是对立的，未来也一定有更多线上的企业会走到线下，最终是一种优势互补，最重要的是真正站在顾客的角度；
- 4、全渠道仅仅是解决渠道的问题，但不是零售的全部。全渠道做的好未必是好的零售企业，渠道只是零售的一个要素。

全渠道下时空的限制被打破了，但是它不是零售的全部，全渠道只是一个要素，做的再好，本质上还要更好的商品和服务做支撑。对天虹来讲，经营结果来看，一个是增加顾客的粘性，现在有几百万的顾客，因为有了全渠道，希望他们感受到天虹就在他们身边；第二是希望是因为有了全渠道，增加更多客户群，第三，更加便利我们去搜集更多的数据，方便精准化营销，第四是在价值链上希望更多的有客户来参与，了解需求，创造价值。

二、全渠道的运营和研发层面

研发可谓是全渠道的前台，前台现在是有外部合作的单位，特别是移动端口上的，跟外部专业公司合作。**天虹始终坚持一定不能完全依赖外部**，合作肯定是双方商业智慧的碰撞，不会完全照搬，因为现在没有成熟案例能照搬。**现在我们自己也在组建团队和外部一起打造新的渠道端口。**

跟腾讯的合作，目前主要还是基于模式的创造，对短期盈利和赚钱没有考虑太多，对它的价值来说，它也想走到线下，如果天虹成功了，对它也是有意

义的，对我们来说，我们也没指望就是微信平台一建立，立刻就有效果。目前，腾讯并未收取流量方面的费用（不排除未来在有流量导入的时候收取），财付通收取一定比例的费用，和银行 POS 机收取的费用大致相当。

相比前端，真正的难度在后台。跟供应商方面，我们还是主要考虑到先把自己搞好，把供应链对接上，真正复杂的是整个公司的后台--订单管理、库存管理、价格管理、物流管理、客户管理等等，后台的改造很复杂，然后再考虑跟供应商合作，比如扣点的问题，理论上线上线下的扣点应该都是一体化的。

物流方面，肯定会涉及，我们自己根据顾客的类型，每种类型需要物流的支持是怎样的，一部分肯定是我们自己要有，一部分肯定也要外包。现在说中国的物流业资源浪费为时尚早，还有很多不确定的因素。我们要根据自己的发展阶段、可利用的资源去做力所能及的部分，不能等到菜鸟打造好了，再想如何去利用它的资源。比如，我们在华中的门店逐渐增多，已到了设立物流基地的时候，当地政府给予非常大的地皮上的优惠，我们建设的成本又比较低，铁皮房一建就可以了，连地基都不需要打，未来地皮还会升值，何乐而不为呢。

三、微信打破了信息不对称，缩减了供应链，零售本身是个渠道，以后微信和线下品牌都合作了，整个零售商在链条上存在的必要性、价值在哪？后台整合具体如何做？

一个企业能够存在一定是要有独特的价值。互联网发展后带来三个东西：1) 信息对称带来消费行为的自由，企业没有办法利用信息不对称赚取利润，大家民主参与程度提高；2) 缩短了供应链，让很多中间环节价值瞬间变得没有了；3) 互联网可以让很多行业的价值链重塑。对天虹来讲，我们到底是中间环节还是终端？我们非常靠近消费者的，我们和其他一些代理商、批发商还是不一样的，真正受到打击的可能是他们，我们已经到了最末端了，紧靠消费者。从理论上讲，零售渠道商可以不要，消费者可以直接到品牌的最源头，但是所有的顾客到最源头去，这种可能性是不大的，让几百万的终端消费者直接面对上万家供应商这是不现实的。中间肯定还是需要本土化，就在身边的整合供应商和服务的组织。我们可以根据我们目标客户市场的细分，了解其特点，我们去组织符合这些特征的源头的商品，提供更好的服务。可能未来有很多行为会在互联网上跨中间环节去完成，但是还是有很大一部分会留下。天猫以后还有价值吗？如果按照这个理论来说，它也没有存在的必要了，它纯粹是个平台，但是它围绕了消费者需求管理了商品提供商。因为有了零售商，所以它给予了一个融合线上线下的价值。我还是认为实体店一定会存在，人和机器的关系，不能完全替代人和人之间的关系，需要很多面对面的情感的互动，技术不可能完全颠覆掉这块内容。后台里面最关键的：一是库存管理，库存数据一定要是实时的，和供应商的库存能够保持联动，中国百货的联营模式如果真正要走上全渠道，就要实现单品管理，克服联营的弊端，它不经营商品，值经营品牌，以后的零售商要会经营商品，提高专业性；第二是面临价格管理，行业里叫价格冲突，线上线下价格冲突，未来全渠道的基本策略是线上线下同价，像苏宁这样，未来线上线下价格差距不是很大，未来线上价格会逐步提高，因为线上的成本也是在提高，线上很多成本现在不是很规范，国家也有扶持，未来会有变化，线下价格一定会有下降，最终实现的路径是一批又一批的新的品牌商会开发出更多性价比更高商品来替代现有的商品，以后的促销活动也会有变化，价格战会越来越少，性价比高的东西不会参与价格战，零售商做买手制，做自有品牌也会加大这个趋势，提高商品性价比。欧美线上线下商品价格差不

大，甚至有些商品再线上的价格要高于线下。未来线上的经营一定不是只是低价，如果电商一直是低价肯定也不健康，未来的线上也是要不断去发展细分市场，真正零售的竞争力还是在价值上，我们要坚信一点，客户是多元化的，需求也是多元化的。会有看中价格的企业，也有看中品质经营的企业，这些都会存在。对后台来讲，我们线上线下，在不同的时间段里面，肯定有不同促销价格，因为竞争是存在的。未来天虹要发挥实体门店在物流中的作用，发展区域性的物流分拣中心，干线和支线的运输会交给第三方，最后一公里应该是我们的。

四、现在服装企业库存压力大，将线上用作清库存的下水道。未来形势好转了，品牌商可能也会线上线下同价，如果未来朗姿在天猫上也卖正品，价格还比实体便宜，天虹等实体零售店是不是只是充当了一个试衣间的作用，但是线下的费用（租金等）还是由实体零售承担了？短期内自营比例还是提升不上去的，费用率是否会刚性上升而毛利率随扣点而下降？比如一件衣服在天猫和天虹都卖 2000 块，但是天猫扣点 5%，天虹扣 20%，倒逼实体零售会不会有个毛利下降的过程？

首先，这个问题本身要全面审视。扣点只是供应商成本的一个部分，要看各个渠道对它的综合成本，比如扣点之外要考虑流量的成本。很多品牌，在线上销量今年好，明年可能就掉下来了，维护成本很高；还有不少线上品牌开始在线下设店，各个渠道对他们来说都有价值。如果供应商这样去做，对他们自己的伤害也是非常大的，如果它线上线下都卖的商品，它也是要同价的。如果它不这样做，线下的渠道对它也会形成一定的制约的，不会与他合作。我们提到，线上永远无法完全取代线下，品牌商为了维护线下渠道，他也会在二者维持一种平衡。

可能未来有些东西是只适合在线上卖，我们也会适应这个过程。线上线下分工肯定会有，但是大部分肯定也是重叠。比如书，其实早期来看，很适合在线上卖，但是现在还是有书吧这种形式的存在，在线下也发展的很好。提供的东西和体验不一样！**如果线下实体店沦为“试衣间”，那它一定是“天价试衣间”！**线下还有一个东西在于对售后服务的响应速度方面一定是好于线上。毛利率方面，天虹的在推进全渠道的过程中，还是希望它不要下降。今年 3 季报，天虹的综合毛利率不降反升 0.34 个百分点至 24.13%，扣点只是毛利的贡献之一。未来整个实体零售的收费模式、盈利模式都可能发生巨大的变化，完全可能是我们现在根本想像不到的。

五、实体零售做 O2O，品牌商也在做 O2O。对于客户来说，他们可能在天猫逛商场，下单时却被引流至品牌商的线上渠道了，如何看待与应对？

我们也是设置一个门槛的，他们能在实体店设置一个点，说明实体店对供应商的价值是存在的。合作肯定是有博弈，利益要重新分配。传统零售商现在在做全渠道要摆平数据鸿沟，千方百计跟踪客户消费行为数据。对于零售商、供应商、和客户，一些最基本的过去为我们熟知的利益分配的规则会出现变化。现在出现一种新型联营的方式，建立在对客户需求预测的基础上，对部分品类买断或由品牌商设计专属款，现在已有天虹专属款在销售了。

六、O2O 现在很时髦，大家都在做 O2O。O2O 的门槛在哪里？是不是宣布开个入口就是全渠道了，谁做都可以？微信团队选择我们作为合作对象时，是怎么考虑的？天虹的优势在哪里？

O2O 的概念很宽泛，线上线下只要有互动，都可以叫 O2O，包括那些已经开了微信账号的，也叫 O2O。但是我们要做深度 O2O，真正的门槛不在前端，在后端。顾客进来容易，但是体验好不好，在后台的功力。腾讯能够跟我们合作，一方面是我们自己意识的调整，其实是双向选择，又都是深圳的企业，相互都很了解了。天虹对移动应用的关注不是今年，也不是去年的事，很早就关注了。

七、 线上线下价差的根本原因在哪？是不是供应链效率不同？如何提高商品竞争力？

线上线下价差的原因包括：

- 1、 现阶段的成本：现阶段线上成本会低一些，早期 C2C 都不用交税；
- 2、 物流成本：我们中国物流的成本还不是太高，工人一天十几个小时在干活，如果像实体零售那样严格按劳动法 8 小时工作制、五险一金，成本会急剧上升，未来肯定会规范起来。
- 3、 线上线下发展策略不一样：既到天猫上开店，也在天虹开店的商家，他们卖的东西，商品不完全是一样的，线上卖的基本上是积压的库存，供应商也有策略，比如打高知名度，提升流量等等。

提高竞争力未来有两个需要突破的东西，一是线下商品价格需要去水分化，把客户不需要的部分去掉，二是提高商品的性价比。商品的差异化对零售商是逃不过的问题，这首先要从对客户的认知开始，中国的百货企业对中国认知很低，反而品牌商更多地接触。以后深入了解之后，细分市场才会产生，这样才有新的组织形态的可能。欧美、日本的零售商是我们学习的标杆。后台打造估计需要一年时间，初步能够成形，但是肯定是在不断优化。

八、 苏宁表示长期来看，不通过进销差价来赚钱，依托平台提供管理、营销、物流、金融等方面的服务赚钱？会有那一天吗？如何看待？

苏宁现在觉得光靠商品挣钱很难，现在做 3C，服装，超市、百货都做，其实他心里是没底的。所以它现在发展平台，提供服务，形成一定的流量。这种模式有价值，但是跟我们真正做零售是不一样的逻辑。外部专家对我们中国百货联营模式也是一个平台模式，天猫是在空中的，我们是实体的，在商圈中。中国的百货做的不是零售，是介于零售和商业地产之间的模式，更倾向于商业地产，我们以后肯定是要加大自营的比例。我们的供应链肯定是越来越向零售的本质去靠拢。

九、 APP 与微信天虹服务号的区别与价值？

天虹现在还是在建立多个端口，微信和 APP 是两个移动的端口，我们希望这两个完全一致，没有区别。端口只是个门，所有的端口通入天虹之后，内容都是一样的。好比一个大的商场，有不同的门，微信和 APP 就是那不同的门。从顾客角度来说，有的喜欢微信，有的喜欢 APP，这个我们没有办法强迫顾客选择哪一个，我们自己建好就行。从企业来讲，我们要考虑端口的可持续性，我们要考虑可控程度，APP 是完全可控的，我们想怎样就怎样，但是微信是合作的，不是我们想怎样就怎样。微信有 APP 没有的优势，它有巨大的流量，APP 在短期之内的指向还是我们原有的 400 万的会员。未来两个端口发展会有怎样的差异我们也没有想清楚。

现在在微信、微店上卖的商品，都是我们自己直接管控的，库存数据我们都能管理，直接在微店上卖的商品，我们都是现货的，不管是超市还是百货，而且微店直接指向网上天虹，也包括了网上天虹的库存。

十、未来的一到两年内，公司在推进全渠道业务方面会有多大的投入？希望达到什么样一个效果？对业绩的影响？

不能仅仅提概念，我们也是要盈利的。

节奏/时间表上：

1、在接下来几个月之内，把建立的两个移动端口在全国陆续上线，本来计划是在春节前，但是考虑到实体店在春节前很忙碌，所以不会太急躁。

2、明年：我们打算在 PC 端，做一个前台的改建，网上天虹。

3、明后天：后台整合是明年工作重点，把基础框架理顺，肯一年时间还不够。投入主要在 IT 系统的投入，根据我们现在需求逐步建设物流。效果方面，我们考虑希望 VIP 现有顾客的粘性得到加强，流失率不会降低，第二是希望客流增加，O2O 开始后，能快速带来新的客流，希望一年内一个门店能增加几万的客流，希望比不高全渠道的时候销售增速要快一些。

利润/业绩方面：

估计会滞后，毛利率方面是不是从一开始就保持不下降？这个还真不好说，短期内因为对供应商可能会有支持，现在利润率方面还不好说。

未来几年对业绩的影响因素：

1、业态组合；纯购物还是不行，要增加体验性消费、即时性消费。也不会大量的出现俏江南、湘鄂情等；

2、商品优化：商品里面进口商品：德国啤酒、牛奶等；

3、服务方面：进一步会做加强。

4、商品价值链和供应链的优化整合上：

从财务报告上来看，我们综合毛利率是在不断提升的，说明我们的供应链在好转，在源头采购的比例在逐年提升，代理品牌慢慢进入到好的发展轨道，比如代理的几个国外的品牌今年已经开始盈利了，新的代理品牌也在不断地谈判，我们也联系到国外的一些品牌，希望进入中国的。这都是形成差异化的东西，具体有没有效，我们也是要边做边观察，试错，看看是否符合消费者需求。目前每个门店和线上的竞争在加剧，应对线上竞争的行的在增多。

如源头采购，要求每一年源头采购的比例要提升；如苹果，已有 80% 是产地直采的；如代理品牌，Part two 已有 6 个专柜。豪麟皮鞋它也是到意大利采购的，售价 3000-4000 元的直采就 1000 元左右。

十一、 1) 全渠道时代，如果同一品牌同一商品天虹没有价格优势的话，如何应对？ 2) 以前核心地段门店里商品的价值会高于非主流位置门店里商品价格，未来互联网信息对称，核心门店物业价值是否会被颠覆？

整个零售生态圈中，价格这个东西不是哪一方就能控制的，肯定是很多力量共同作用的结果，最终还是看市场的力量，达成一个合理的局面。同一个品牌在各个渠道的价格应该都是一致的。短期内的不一致就要求各个零售企业去做出应对，比如敦促品牌商调整价格。无论是消费者还是零售企业，价格不是唯一的因素，我们同时都要看的价值，如果我的矿泉水就比其他地方贵1块钱，但是让客户也购买得很舒服。传统物业价值不会被颠覆，现在的商业街人山人海，难道以后就会没人吗？但是现在的核心商圈，不一定是以后的核心商圈，即使没有互联网，商圈也是在漂移的。

十二、社区购物中心的品类和定位与线上商品的重合度高，受电商冲击大，何去何从？

我们就做出品类调整，受到冲击大的品类我们就把它撤了，就摆个营销屏幕在那展销，换其他商品。包括很多服务性场所，如牙医、教育机构等等，我们以后都会丰富。但是我觉得社区里的超市还是有存在的必要的。即使物流再发达，精准度再高，还是有时间差，有些东西真的替代不了，只是我们在门店的内容要调整，要转变为社区生活中心。

十三、1) 全渠道战略内外部挑战有哪些？组织激励上如何保证战略推行？2) 单品的管理方面，供应商数据如何采集？

挑战主要三方面：

- 1、对天虹团队来说，对信息化和互联网的认识还不足，很多东西不一样；
- 2、单品商品管理，我们管理模式上，要取得供应商的认可，现在有难度；
- 3、对内部来说，天虹现在内部业务复杂程度较高，现在对内部协调来说还是一个挑战。我们现在也是在学习梅西，我这次去西班牙也去学习了一家百货，他们全品类自营。

全渠道是一个全部门的工作，不是哪个部门就能搞定的。要成立全渠道委员会，委员会的领导由公司大领导出任，方可统筹各部门；激励考核方面，前台部门，跟经营挂钩；职能部门进行里程碑性考核。

十四、并购方面规划

并购是我们扩张的方式之一，但过去几年没有进展刻意去做。因为并购不能够从根本上解决出路问题，而是并购了跟我们一样的同行，还是没有什么作用，仅仅是规模扩张意义不大。

十五、深圳小体量门店面临购物中心冲击、租金上升问题，如何应对？

- 1、以服务、商品取胜，定位更精准；未来大体量的更综合，小体量的更精准；
- 2、扩充面积，租用临近区域；
- 3、租金问题，经过摸底，大幅提租的问题不大；偶遇提租幅度大的，就寻找替代项目。整体来讲，需关闭的门店很少。

十六、WIFI运营费用

Wifi 营运费用，现在是自建的，包括一次性投入大和维护费用，整体费用不大，且可 5 年摊销，摊销下来每年很少。

天虹以前一年的短信费都很多，现在利用 WIFI 推送广告、促销信息，比短信费还便宜些。

风险提示

1、公司每年在 7 月份进行薪酬的调整，近 3 年平均工资涨幅超 10%；2014 年还将就全渠道转型进行相关激励，人工费用率将进一步上升；叠加租金的提升，费用激增会严重侵蚀毛利润的增长；

2、公司全渠道转型、缩短产业链、提升客户体验，从执行到转化为业绩将是一个缓慢的过程；

3、公司依然保持全年 6-9 家店的开店节奏，新店培育期拉长。

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
流动资产	6023	7223	8169	9431	营业收入	14377	16160	18293	21073
现金	5257	6211	7026	8118	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	3646
预付账款	82	184	207	238	管理费用	290	283	335	413
存货	425	453	511	586	财务费用	-45	-41	-31	-15
其他	33	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	814	825	899	1038
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
资产总计	9466	10249	11346	12734	利润总额	836	840	914	1053
流动负债	5488	5930	6634	7550	所得税	250	227	244	279
短期借款	2	0	0	0	净利润	586	614	670	774
应付账款	1806	2082	2348	2694	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	3679	3849	4287	4856	归属母公司净利润	588	614	670	774
非流动负债	9	0	0	0	EBITDA	1045	1004	1116	1298
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.77	0.84	0.97
其他	9	0	0	0					
负债合计	5497	5930	6634	7550					
少数股东权益	1	1	1	1	主要财务比率				
股本	800	800	800	800	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1712	1712	1712	1712	成长能力				
留存收益	1456	1805	2199	2672	营业收入	10.3%	12.4%	13.2%	15.2%
归属母公司股东权益	3967	4317	4711	5184	营业利润	3.7%	1.4%	8.9%	15.5%
负债和股东权益	9466	10249	11346	12734	归属于母公司净利润	2.4%	4.4%	9.2%	15.6%
					获利能力				
					毛利率	23.5%	24.2%	24.5%	24.8%
					净利率	4.1%	3.8%	3.7%	3.7%
					ROE	14.8%	14.2%	14.2%	14.9%
					ROIC	20.2%	20.6%	21.7%	23.2%
					偿债能力				
					资产负债率	58.1%	57.9%	58.5%	59.3%
					净负债比率	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.10	1.22	1.23	1.25
					速动比率	1.02	1.14	1.15	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	1.57	1.64	1.69	1.75
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.77	0.84	0.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.92	1.81	2.20
					每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.39	5.89	6.48
					估值比率				
					P/E	14.09	13.50	12.37	10.70
					P/B	2.09	1.92	1.76	1.60
					EV/EBITDA	2	2	2	2

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
2013-10-30	《天虹商场：2013 年 3 季报点评-人工等费用激增侵蚀业绩，挑战与机遇并存》
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,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
中性: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 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