

天虹商场 (002419)

推荐

行业：百货零售

限制性股权激励计划将使公司激励机制更完善

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

公司拟推为期 10 年的长期限制性股权激励计划，首期激励对象 210 人，以中层、基层管理人员和技术骨干为激励对象。我们认为，本次激励计划是公司上市前已完成的管理层持股的有效补充，将使公司的激励机制更完善、覆盖范围更广，有利于充分调动各层面员工的工作积极性。而授予条件和解锁条件相对宽松，较易实现。

投资要点：

- 该激励计划主要内容：限制性股票总量-不得超过公司股本总额的 10%；其中首期授予总量不得超过公司股本总额的 1%。授予价格-为激励计划首次公告前 30 个交易日平均收盘价 10.30 元的 50%，即每股 5.15 元。
- 授予条件：授予前一财务年度扣除非、加权平均净资产收益率、营业总收入增长率、总资产周转率分别不低于授予前一财务年度同行业 50 分位值。
- 解锁主要条件：(1) 锁定期内各年度归属净利润及扣非归属净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。(2) 解锁前一财务年度，净资产收益率、营业总收入增长率和总资产周转率不低于授予前一年度公司财务指标，且三个指标都不低于解锁前一年度同行业平均水平。
- 扩大激励范围、完善激励机制：公司上市之前已完成一轮股权激励，形成了国资控股、民营资本参股、高管持股的股权架构。此次激励计划使公司的激励机制更加完善，范围涵盖至中、基层管理人员和技术骨干。
- 授予条件和解锁条件相对宽松：公司质地优良，尽管 2012 年以来受到宏观经济、电商冲击等不利影响收入和业绩增速有所下滑，但主要经营指标仍大幅优于行业平均水平，相对容易完成授予和解锁条件。
- 微调盈利预测：综合授予、解锁条件，该激励计划将增强公司未来业绩的确定性，提升估值，但因相对宽松，并不会带来业绩的大幅增长。维持 2013 年归属净利润增速 4.4%，小幅下调 2015-2016 年业绩增速至 7.2%和 10.8%。给予 2014 年 13.5 倍 PE，目标价 11.1 元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：业绩不达标，限制性激励计划中断；2、3 期激励成本大幅提升

6 - 12 个月目标价： 11.1

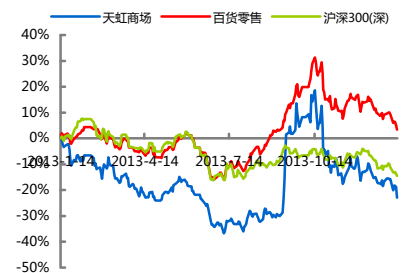
当前股价： 9.38

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	800
流通股本(百万股)	800
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	75
成交量(百万股)	2.25
成交额(百万元)	21.46

股价表现



相关报告

《天虹商场-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》2013-11-16

《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》2013-09-12

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	658	729
净利润同比(%)	2%	4%	7%	11%
毛利率(%)	23.5%	24.2%	24.5%	24.8%
ROE(%)	14.8%	14.2%	14.0%	14.2%
每股收益(元)	0.73	0.77	0.82	0.91
P/E	14.09	13.50	12.59	11.36
P/B	2.09	1.92	1.76	1.61
EV/EBITDA	2	2	2	2

资料来源：中国中投证券研究总部

## 一、天虹商场限制性股票激励计划主要内容

2014年1月11日，公司公告《A股限制性股票长期激励计划（草案）》及《A股限制性股票激励方案（第一期）（草案）》等。主要内容包括：

**1、限制性股票来源：**向激励对象定向发行公司A股普通股。

**2、限制性股票总量：**不得超过公司股本总额的10%；其中首期授予总量不得超过公司股本总额的1%，即首期标的股票不超过800.20万股。

**3、激励对象：**激励对象为公司的主要管理人员及技术骨干。首期激励对象为210人，不包括上市前已通过奥轩公司间接参与天虹商场持股计划的人员（包括截至本长期激励计划制订时的全部高级管理人员在内），即首期**以中层、基层管理人员和技术骨干为激励对象。**

**4、期限：**拟推出有效期为10年的长期股权激励计划；拟每2年（24个月）实施1期，共实施3期，每期有效期5年（禁售期2年+解锁期3年）。

**5、授予价格：**首次限制性股票的授予价格为每股5.15元，为本期《激励方案（草案）》摘要首次公告前30个交易日平均收盘价10.30元的50%。

**6、授予条件：**公司授予激励对象限制性股票前一财务年度扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率、营业总收入增长率、总资产周转率分别不低于授予前一财务年度同行业50分位值。

**样本：**证监会行业分类零售业A股上市公司，剔除ST股。

### 7、解锁条件：

（1）锁定期内各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

（2）解锁前一财务年度，净资产收益率、营业总收入增长率和总资产周转率不低于限制性股票授予前一年度公司财务指标，且三个指标都不低于解锁前一年度同行业平均水平。

不达解锁条件，则由公司对已授但未解锁的限制性股票进行回购注销，回购价取授予价和确定日市价中的低者。

激励对象在三个解锁日（每期禁售期满的次日及该日的第一个和第二个周年日）依次可申请解锁限制性股票上限为该期计划获授股票数量的33.3%、33.3%与33.4%。

## 二、激励机制更加完善；授予条件和解锁条件相对宽松

公司是我国全国性百货龙头企业之一，以“君尚”“天虹”双品牌、区域加密布点的方式快速扩张。公司股权结构合理，上市之前已完成一轮股权激励，形成了国资控股、民营资本参股、高管持股的股权架构。此次长期限制性股票激励计划使公司的激励机制更加完善，范围涵盖至中、基层管理人员和技术骨干。

尽管 2012 年以来，在宏观经济、电商冲击、公司保持较快开店速度、大本营珠三角经济增速放缓等不利因素的冲击下，公司收入和业绩增速有所放缓，但公司主要经营指标仍优于行业平均水平。

**表 1 天虹商场重要财务指标与证监会零售行业样本公司对比**

年份	2008	2009	2010	2011	2012
<b>净资产收益率 ROE (扣除/加权) (%)</b>					
天虹商场	49.05	40.42	20.69	16.38	14.95
行业 50 分位值	<b>8.90</b>	<b>9.16</b>	<b>10.01</b>	<b>10.22</b>	<b>8.79</b>
行业平均水平 (算术平均)	11.30	12.63	10.47	8.48	7.64
天虹商场/行业 50 分位值	5.51	4.42	2.07	1.60	1.70
天虹商场/行业平均	4.34	3.20	1.98	1.93	1.96
86 家样本公司中排序 (升序)	82	80	66	67	67
<b>总营业收入增长率 (%)</b>					
天虹商场	24.05	17.41	26.28	28.12	10.29
行业 50 分位值	14.23	11.43	18.39	20.43	6.81
行业平均水平 (算术平均)	<b>16.14</b>	<b>13.95</b>	<b>21.87</b>	<b>22.13</b>	<b>10.16</b>
天虹商场/行业 50 分位值	1.69	1.52	1.43	1.38	1.51
天虹商场/行业平均	1.49	1.25	1.20	1.27	1.01
86 家样本公司中排序 (升序)	54	58	57	61	51
<b>总资产周转率 (次)</b>					
天虹商场	2.47	2.31	1.84	1.63	1.57
行业 50 分位值	1.27	1.29	1.42	1.35	1.26
行业平均水平 (算术平均)	<b>1.45</b>	<b>1.45</b>	<b>1.44</b>	<b>1.36</b>	<b>1.26</b>
天虹商场/行业 50 分位值	1.94	1.79	1.29	1.21	1.25
天虹商场/行业平均	1.71	1.59	1.27	1.20	1.25
86 家样本公司中排序 (升序)	72	71	59	56	60

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

由表 1 可见，公司 2008 年以来扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率、总营业收入增长率和总资产周转率均大幅高于证监会分类零售行业 50 分位值和平均数（算术平均）。因此，该激励计划的授予条件“限制性股票前一财务年度扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率、营业总收入增长率、总资产周转率分别不低于授予前一财务年度同行业 50 分位值”和解锁条件“解锁前一财务年度，净资产收益率、营业总收入增长率和总资产周转率不低于限制性股票授予前一年度公司财务指标，且三个指标都不低于解锁前一年度同行业平均水平”相对宽松，较易满足。

根据另一条解锁条件“锁定期内各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负”，结合我们 2013 年归属净利润增长 4.4% 的预测，授予日前最近三个会计年度 2011、2012 和 2013 年的归属净利润和扣非归属净利润平均值分别为 5.92 和 5.72 亿元；这意味着锁定期 2014、2015 年的归属净利润不得低于 5.92 亿元，即 2014 年增速不得低于 -3.56%。该解锁条件的难度大于前面所述的扣非加权平均 ROE、总营业收入增长率和 ROA，但除非新门店严重亏损或全渠道投入过大，则仍相对容易实现。

首期股权激励对象 210 人，假设出售日股价为首次公告前 30 个交易日平均收盘价 10.30 元，则共可实现收益 4121 万元（不考虑各类税费），折合 19.6 万元/人。

### 三、限制性股权激励计划对公司业绩的影响

按照首期股权激励方案的限制性股票授予数量 800.20 万股，授予价格为 5.15 元/股计算，假设首期股权激励方案的限制性股票授予日的公允价值为草案公告前一日的收盘价 9.38 元/股，实施首期方案公司共应确认的管理费用预计为  $800.20 \times (9.38 - 5.15) = 3,384.85$  万元。该管理费用应于授予日至全部限制性股票解锁完成日内计入损益。以 2013 年的归属于上市公司股东的净利润预测 6.14 亿元来衡量，则 2014 年-2018 年历年摊销金额及相当于 2013 年业绩的比例如表 2。

表 2 首期限限制性股权激励计划对公司业绩的影响

年度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
摊销金额（万元）	712.79	1,221.93	893.18	439.18	117.76
相对 2013 年归属净利润预测（6.14 亿元，+4.4%）的比例	1.2%	2.0%	1.5%	0.7%	0.2%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

根据会计准则的规定，应计提的管理费用金额应以实际授予日计算的股份公允价值为准，计提的费用属于经常性损益。

该激励计划为有效期 10 年的长期股权激励计划；拟每 2 年（24 个月）实施 1 期，共实施 3 期。若顺利推进，则各期时间如表 3。2018 年将为 3 期的重叠期，当年激励费用计提压力较大。

表 3 天虹商场限制性股权激励计划推演

第 N 年/ 第 N 期	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
一期	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年				
二期			2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年		
三期					2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 四、风险提示

- 1、公司并未因行业景气度较低而放慢开店速度，每年新增门店依然在 6-8 家，新门店培育时间拉长。
- 2、公司老门店体量偏小，提档升级、购物中心化改造空间较小，受购物中心冲击大；
- 3、公司天虹品牌门店定位中档，与网购商品重合度高，受冲击大；
- 4、业绩不达标，限制性激励计划中断。
- 5、2 期、3 期激励计划新增股票比例较大，激励成本大幅提升。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6023	7223	8156	9379
现金	5257	6211	7014	8066
应收账款	26	52	59	67
其它应收款	199	323	366	421
预付账款	82	184	207	238
存货	425	453	511	586
其他	33	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3443	3026	3178	3303
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1312	1580	1775	1922
无形资产	786	786	786	786
其他	1344	660	616	595
<b>资产总计</b>	9466	10249	11334	12682
<b>流动负债</b>	5488	5930	6634	7550
短期借款	2	0	0	0
应付账款	1806	2082	2348	2694
其他	3679	3849	4287	4856
<b>非流动负债</b>	9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
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
股本	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712
留存收益	1456	1805	2187	2620
归属母公司股东权益	3967	4317	4698	5131
<b>负债和股东权益</b>	9466	10249	11334	12682

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	770	1533	1434	1719
净利润	586	614	658	729
折旧摊销	276	219	248	274
财务费用	-45	-41	-31	-15
投资损失	-7	-14	-14	-14
营运资金变动	-80	176	573	745
其它	41	578	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-655	-353	-386	-386
资本支出	662	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他	8	-53	-86	-86
<b>筹资活动现金流</b>	-241	-226	-245	-281
短期借款	2	-2	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-244	-223	-245	-281
<b>现金净增加额</b>	-126	954	803	1052

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	14377	16160	18293	21073
营业成本	11001	12246	13811	15847
营业税金及附加	112	121	137	158
营业费用	2212	2739	3165	3677
管理费用	290	283	342	443
财务费用	-45	-41	-31	-15
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	14	14	14
<b>营业利润</b>	814	825	882	977
营业外收入	30	20	20	20
营业外支出	7	5	5	5
<b>利润总额</b>	836	840	897	992
所得税	250	227	240	263
<b>净利润</b>	586	614	658	729
少数股东损益	-2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	588	614	658	729
EBITDA	1045	1004	1100	1236
EPS (元)	0.73	0.77	0.82	0.91

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.3%	12.4%	13.2%	15.2%
营业利润	3.7%	1.4%	6.9%	10.7%
归属于母公司净利润	2.4%	4.4%	7.2%	10.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.5%	24.2%	24.5%	24.8%
净利率	4.1%	3.8%	3.6%	3.5%
ROE	14.8%	14.2%	14.0%	14.2%
ROIC	20.2%	20.6%	21.7%	23.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.1%	57.9%	58.5%	59.5%
净负债比率	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.10	1.22	1.23	1.24
速动比率	1.02	1.14	1.15	1.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.57	1.64	1.70	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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.77	0.82	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.92	1.79	2.15
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.39	5.87	6.41
<b>估值比率</b>				
P/E	14.09	13.50	12.59	11.36
P/B	2.09	1.92	1.76	1.61
EV/EBITDA	2	2	2	2



## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-11-16	《天虹商场-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》
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》
2013-09-12	《天虹商场-牵手微信,开启中国零售业O2O新纪元》
2013-04-09	《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》
2012-08-29	《天虹商场-修炼内功度时艰,静待业绩拐点-2012年中报点评》
2012-04-27	《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》
2012-03-19	《天虹商场-在全国性百货的道路上实现关键突破》
2012-02-28	《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》
2012-01-05	《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》
2011-11-03	《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》
2011-11-01	《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》
2011-09-19	《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》
2011-09-14	《天虹商场-大本营深圳再签新项目,延续低成本扩张》
2011-08-29	《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》
2011-07-23	《天虹商场-严格管理,募集资金有结余;资金充裕,门店扩张有保障》
2011-06-03	《天虹商场-优势区域再发力,购置物业开新店》
2011-05-30	《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》
2011-05-25	《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 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 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。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

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