

天虹商场 (002419)

推荐

行业：多业态零售

转型对毛利率提升显著，但难抵租金和职工薪酬上涨

—2014年中报点评

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

2014年上半年，公司实现营业收入81.87亿元，同比增长5.41%；归属净利润2.8亿元，同比增速-6.17%，EPS 0.35元，符合预期。

投资要点：

◇ **可比门店仍保持正增长，进退并举，有序开店**：1、可比店营业收入/利润总额同比增长1.44%/3.2%；2、通过开、关店持续优化门店结构：分别在杭州、吉安新开购物中心；深圳新开君尚百货深南店，惠州天虹升级为君尚百货。

◇ **传统零售全渠道转型先驱，O2O业务成效显著**：1、前台优化PC端网上商城、移动端APP天虹微店和微信天虹服务号，微店完成14家门店上线，基本实现所有门店的WIFI覆盖；移动端吸引会员超百万，上半年网上天虹销售额增长43%；2、加速推进后台业务整合，打通微信和PC端购物；配送方面自提点已基本覆盖深圳主要社区，自提订单显著上升

◇ **以创新引领行业：1、“商品主题编辑化”提升体验**：改变传统的商品分类摆放方式，按客户需求进行陈列式摆放，增强客户体验，提供一站式购物。2、加强产业链纵向整合：扩大产地直采范围和品类，新增义乌、成都、寿光、北京等采购办事处；自有品牌继续扩充、发展品类集合馆。

◇ **各项转型、创新对毛利率提升显著，但难抵租金和职工薪酬的上涨**：1、毛利率连年攀升，上半年提高0.91个百分点至24.31%，为A股零售类上市公司最高水平；2、轻资产、租赁为主的模式弊端日益显现，上半年租赁费增长20.7%，租售比提升至5.76%，远高于行业平均水平；3、逆势开店，亏损面有所扩大：公司并未因行业景气度低而大幅放慢开店速度，培育期拉长致使亏损面扩大，收入费用无法同步增长，实际有效税率也回升至30%以上。

◇ **维持“推荐”评级**：作为在8省市的19个城市拥有64家门店的全国百货业龙头，天虹商场以精细化管理、产业链重塑、全渠道转型引领着行业变革。一城市深圳为主要利润来源、团购客户占比较大、培育期门店占比高等特点决定了公司业绩的宏观经济敏感度较高。大的投资机会尚待全渠道转型的成效进一步显现或宏观经济的显著好转。预计2014-16年EPS分别为0.78、0.89和1.04元，给予14年15倍PE，目标价11.69元。

◇ **风险提示**：1、次新门店扭亏困难；2、中小门店受购物中心冲击加剧

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	16032	17443	19470	22040
收入同比(%)	12%	9%	12%	13%
归属母公司净利润	615	624	711	834
净利润同比(%)	5%	1%	14%	17%
毛利率(%)	23.9%	24.9%	25.4%	25.6%
ROE(%)	14.3%	13.4%	14.0%	14.9%
每股收益(元)	0.77	0.78	0.89	1.04
P/E	13.21	13.04	11.43	9.74
P/B	1.88	1.75	1.60	1.45
EV/EBITDA	3	3	2	2

资料来源：中国中投证券研究总部

6-12个月目标价：11.69

当前股价：10.80

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	807
流通股本(百万股)	800
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	86
成交量(百万股)	2.59
成交额(百万元)	27.71

股价表现



相关报告

《天虹商场-限制性股权激励计划将使公司激励机制更完善》2014-01-13

《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

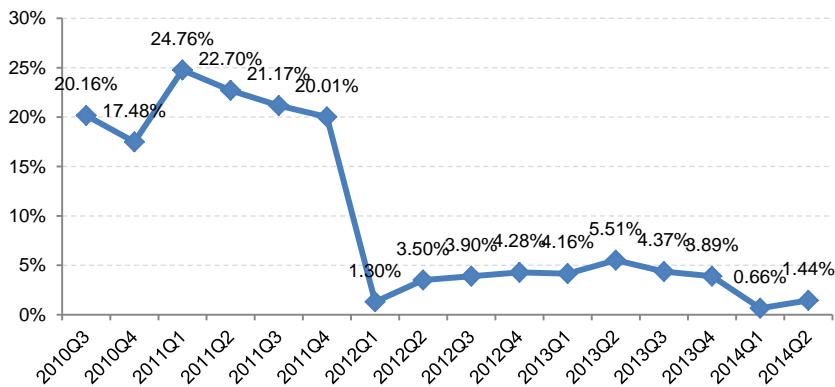
《天虹商场：2013年3季报点评-人工等费用激增侵蚀业绩，挑战与机遇并存》

2013-10-30

## 1、可比门店仍保持正增长，进退并举，有序开店

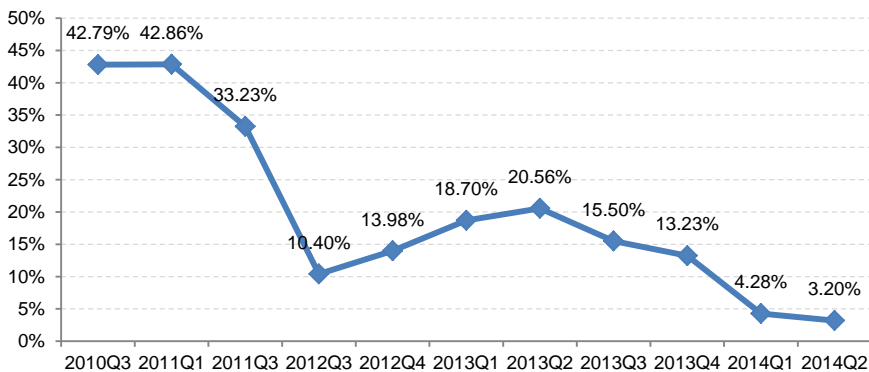
2014年上半年，公司可比店营业收入同比增长1.44%，利润总额同比增长3.2%。分区域看，北京地区可比店营业收入由于经济下滑明显、反腐冲击较大而出现-3.02%的增速，是各区域中唯一呈现可比店负增长的区域；可比店利润总额增速-70.73%，在各地区中下滑最严重，原因之一是北京新奥天虹已过免租期。

图 1 天虹商场可比店营业收入增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 天虹商场可比店利润总额增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 公司 2014 年上半年分区域可比店增速

区域	2014年1-6月可比店营业收入同比增幅 (%)	2014年1-6月可比店利润总额同比增幅 (%)
华南区	0.17%	5.42%
华中区	2.21%	11.44%
东南区	2.17%	-3.60%
华东区	6.39%	79.73%
北京	-3.02%	-70.73%
成都	30.83%	-27.78%
君尚	5.10%	-34.40%
合计	1.44%	3.20%

资料来源：中国中投证券研究总部

上半年，公司新开 3 家门店，关闭 1 家加盟店，门店结构进一步优化：

- 6 月 7 日，深圳坂田天虹开业；
- 6 月 19 日，深圳君尚百货深南店开业；
- 6 月 27 日，杭州天虹购物中心开业—公司第 2 家、华东区首家购物中心
- 5 月 31 日，公司终止与福建永安天虹的加盟合作关系

截至 2014 年 6 月 30 日，公司在全国 8 省市的 19 个城市 拥有 64 家门店，营业面积 183 万平米；其中，“天虹”直营门店 60 家，特许经营门店 1 家，“君尚”品牌直营门店 3 家。

- 7 月 16 日，江西吉安天虹购物中心开业—公司第 3 家购物中心；
- 8 月 8 日，惠州天虹升级为君尚百货惠州店；
- 8 月 21 日，深圳松柏天虹开业。

## 2、实体零售全渠道转型典范，O2O 业务引领行业

公司继续推进线上三个入口—PC 端网上商城、手机 APP 天虹微店、微信天虹服务号的构建和优化。微信实现了和网上商城的对接；微店完成 14 家门店上线，基本实现所有门店的 WIFI 覆盖；移动端吸引会员超百万，上半年网上天虹销售额增长 43%。

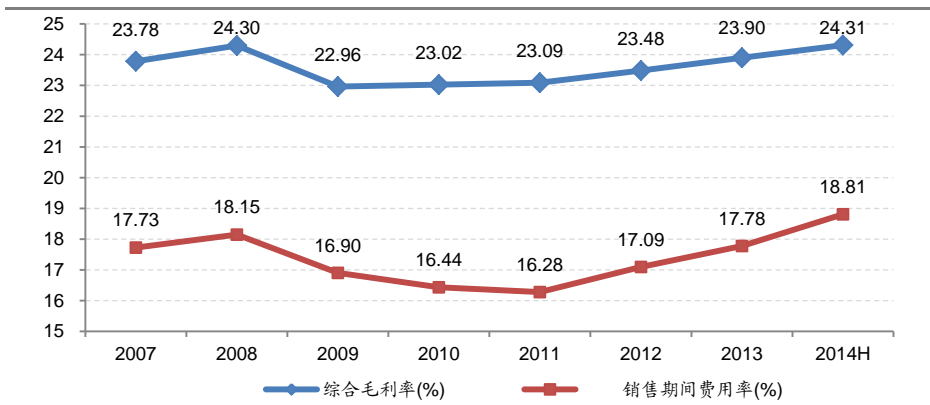
公司注重线上线下客户的双向导流，并利用移动社交扩大客户群，提升客户粘性。公司持续强化实体店的购物体验，从“购物中心化”、“商品主题编辑化”和“门店互联网化”推进转型；加强后台服务，在现有门店、中航物业、国大药房、速递易自提柜、长城物业等设立自提点。

## 3、利用规模优势推进产业链纵向整合

公司继续扩大产地直采的品类和范围，开发自有品牌，发展品类集合馆。从经营成效上看，这些举措增强了商品的差异化、提升了盈利能力，是推动毛利率上升的重要原因之一。其中，产地直采方面，公司新增义乌、成都、山东寿光、北京等驻地采购办事处。

## 4、各项转型、创新对毛利率提升显著，但难抵租金和职工薪酬的上涨

公司自 2010 年上市以来，毛利率持续攀升。上半年，公司毛利率提升 0.91 个百分点至 24.31%，为 A 股零售类上市公司最高水平。但轻资产、租赁为主的模式弊端日益显现，上半年租赁费增长 20.7%，租售比提升至 5.76%，远高于行业平均水平。公司逆势开店，亏损面有所扩大：公司并未因行业景气度低而大幅放慢开店速度，培育期拉长致使亏损面扩大，收入费用无法同步增长，实际有效税率也回升至 30%以上。

**图 3 天虹商场综合毛利率及期间费用率情况**


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 2 公司租金和职工薪酬增速**

项目	2014H	2013H	增幅
租金 (亿元)	4.72	3.91	20.7%
职工薪酬 (亿元)	5.50	4.60	19.6%
租金/营业收入	5.76%	5.03%	0.73 个百分点
职工薪酬/营业收入	6.72%	5.92%	0.8 个百分点

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 5、维持“推荐”评级，大的机会尚需等待

作为在 8 省市的 19 个城市拥有 64 家门店的全国百货业龙头，天虹商场以精细化管理、产业链重塑、全渠道转型引领着行业变革。一城市深圳为主要利润来源、团购客户占比较大、培育期门店占比高等特点决定了公司业绩的宏观经济敏感度较高。大的投资机会尚待全渠道转型的成效进一步显现或宏观经济的显著好转。预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.78、0.89 和 1.04 元，给予 14 年 15 倍 PE，目标价 11.69 元。

## 6、风险提示

(1) 行业景气低迷的背景下，公司开店速度并未明显放缓。培育期的新店、次新店占比提升，严重侵蚀利润。

(2) 公司部分成熟的社区门店体量小，转型空间不大，受网络购物和购物中心的冲击大，未来面临关店风险。

(3) 门店租约到期后，面临租金大幅上涨的风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6650	7425	8389	9658
现金	4749	5639	6432	7414
应收账款	41	56	62	71
其它应收款	216	349	389	441
预付账款	45	197	218	246
存货	917	485	537	607
其他	682	700	750	880
<b>非流动资产</b>	3844	3562	3685	3773
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1339	1804	2076	2240
无形资产	762	762	762	762
其他	1743	996	846	772
<b>资产总计</b>	10494	10988	12074	13432
<b>流动负债</b>	6174	6335	6993	7838
短期借款	4	0	0	0
应付账款	2185	2227	2469	2788
其他	3985	4108	4524	5051
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	6175	6335	6993	7838
少数股东权益	0	-2	-4	-6
股本	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712
留存收益	1807	2143	2573	3087
归属母公司股东权益	4319	4654	5085	5599
<b>负债和股东权益</b>	10494	10988	12074	13432

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	492	1470	1393	1620
净利润	614	622	708	833
折旧摊销	338	235	278	312
财务费用	-33	-41	-35	-32
投资损失	-33	-40	-45	-50
营运资金变动	-411	260	487	558
其它	18	434	0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-1384	-328	-355	-350
资本支出	767	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他	-617	-28	-55	-50
<b>筹资活动现金流</b>	-249	-252	-245	-288
短期借款	2	-4	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	-251	-247	-245	-288
<b>现金净增加额</b>	-1141	890	793	982

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	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	16032	17443	19470	22040
营业成本	12201	13100	14525	16398
营业税金及附加	162	192	214	242
营业费用	2600	3018	3438	3857
管理费用	284	323	378	463
财务费用	-33	-41	-35	-32
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	33	40	45	50
<b>营业利润</b>	852	891	995	1161
营业外收入	38	20	20	20
营业外支出	14	10	9	8
<b>利润总额</b>	877	901	1006	1173
所得税	262	279	297	340
<b>净利润</b>	614	622	708	833
少数股东损益	-1	-2	-3	-2
<b>归属母公司净利润</b>	615	624	711	834
EBITDA	1156	1085	1237	1441
EPS (元)	0.77	0.78	0.89	1.04

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.5%	8.8%	11.6%	13.2%
营业利润	4.7%	4.6%	11.6%	16.7%
归属于母公司净利润	4.7%	1.3%	14.0%	17.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.9%	24.9%	25.4%	25.6%
净利率	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%
ROE	14.3%	13.4%	14.0%	14.9%
ROIC	20.2%	20.6%	21.7%	23.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.8%	57.7%	57.9%	58.4%
净负债比率	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.08	1.17	1.20	1.23
速动比率	0.93	1.10	1.12	1.15
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.61	1.62	1.69	1.73
应收账款周转率	461	355	330	332
应付账款周转率	6.12	5.94	6.19	6.24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.78	0.89	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.84	1.74	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.82	6.35	7.00
<b>估值比率</b>				
P/E	13.21	13.04	11.43	9.74
P/B	1.88	1.75	1.60	1.45
EV/EBITDA	3	3	2	2

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-01-13	《天虹商场-限制性股权激励计划将使公司激励机制更完善》
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，募集资金有节余；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：中投证券商贸零售、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：苏宁云商、新华都、农产品、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

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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434