

# 天虹商场 (002419)

## 推荐

行业：多业态零售

### 深化转型，全渠道战略稳步推进

公司是最早进行全渠道转型的实体零售商之一，继推出微信服务号、微店、门店铺设 WIFI、线上线会员打通后，公司已对网上商城改版升级，首家云店已上线。此外，公司用户体验不断提升：物流、配送体系日趋完善，支付宝、微支付等逐步引入线下门店。

#### 投资要点：

◇ **全渠道战略稳步推进**：1、信息化新系统一期七月已上线，后台运营能力提升，为全渠道更快速的发展提供保证。2、微店方面，前期已经上线 14 家，10 月将陆续进行后续门店的上线；功能方面，微店 APP 的购物功能、社区功能不断增强。3、云店方面，深圳国贸天虹作为云店的试点，国庆之前已导入二十余家供应商，未来将陆续导入 100-200 家。

◇ **天虹社区百货店转型**：目前，社区店仍是公司占比最高的门店类型，社区店未来的走向至关重要。公司从 3 个方面对社区店进行转型：1、商品主题编辑化：围绕消费者的核心诉求和任务来组织产品的陈列，梳理出产品线的缺失，让消费者的购物更加便捷，进一步提高单店的产出和坪效。2、购物中心化：由单体百货向零售占 50%、餐饮占 30%、娱乐占 20%的购物中心转型。3、门店互联网化：打通线下、移动端和 PC 端。

◇ **多种方式提升消费者购物体验**：1、设置自提点：消费者可在现有门店、中航物业、国大药房、速递易自提柜、长城物业等地对 PC 端及移动端的订单进行自提，更快捷地获取商品，自提也有利于公司节约配送成本。2、开设微喔便利店：提供社区服务（银行业务、打印复印、餐饮休闲等），增强客户黏性，促进 O2O 业务的打通，同时兼具全渠道购物自提点功能。

◇ **维持“推荐”评级**：作为实体零售全渠道转型先锋，公司前台升级 PC 端线上商城、完善移动端 APP、首家云店上线；后台调整组织架构、完善物流配送体系（开设便利店、扩充自提点等）。公司将持续享有估值溢价，但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 16 倍 PE，目标价 12.48 元。

◇ **风险提示**：1、全渠道转型不达预期；2、次新门店扭亏困难。

#### 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	14.98	14.78	12.97	11.05
P/B	2.13	1.98	1.81	1.65
EV/EBITDA	4	4	3	3

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 12.48

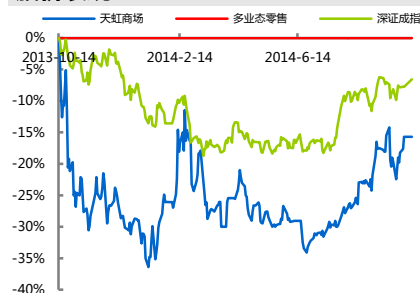
当前股价： 11.51

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)	93
流通市值(亿元)	92
成交量(百万股)	4.38
成交额(百万元)	50.64

#### 股价表现



#### 相关报告

《天虹商场-转型对毛利率提升显著，但难抵租金和职工薪酬上涨》2014-08-28

《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

## 一、全渠道转型先锋，O2O 业务稳步推进

### 1、线上商城新系统上线

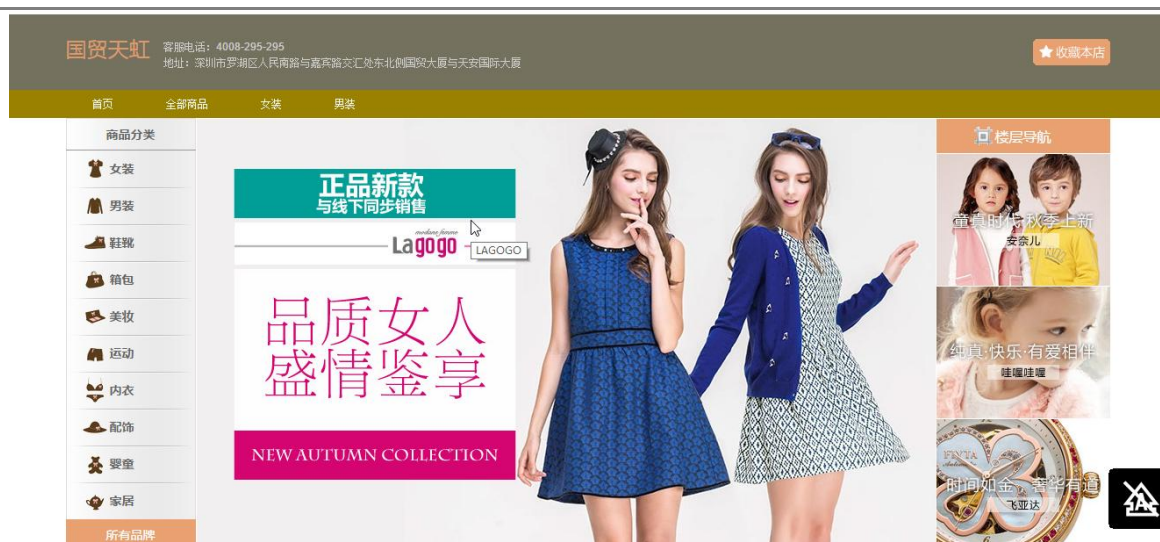
线上商城新系统一期七月已经上线,后台运营能力提升,架构更合理,扩容性更好,为全渠道更快速的发展提供保证。

### 2、加快微店及云店的布局

微店方面,前期已经上线 14 家,十月份将陆续进行后续门店的上线;进行 app 功能的完善和优化,使购物的功能以及社区的功能得到更大的发挥。

云店方面,国贸作为云店的试点,共谈定 100-200 家店,国庆之前已导入二十余家,未来将陆续导入线上。在与线下门店的利益协调方面,主要通过考核机制,线上线下一共享业绩,实现各渠道更好的配合。**与天猫相比,天虹云店上的商品与线下一致,能够提供更多新品,而天猫上更多的是电商专供款。**

图 1 深圳国贸天虹云店



资料来源：网上天虹、中国中投证券研究总部

### 3、加强物流服务，设置便利店自提点

消费者可以在现有门店、中航物业、国大药房、速递易自提柜、长城物业等自提点对 PC 端及移动端下的单进行自提,目前自提部分占 PC 端+移动端的总量在提升。自提有利于实现双赢,对于消费者来说,自提能够更快捷地获取商品,对于天虹来说,自提能够更多地节约配送成本。

同时,天虹在深圳市开设微喔便利店。微喔便利店极具特色,不以盈利最大化为目的,而致力于战略效用最大化:(1)提供社区服务(银行业务、打印复印、餐饮休闲等),增强客户黏性,促进 O2O 业务的打通,实现全渠道销售收入的提升;(2)全渠道购物自提点功能。

图 2 天虹首家微喔便利店外景



图 3 首家微喔便利店内景 1



资料来源：联商网、中国中投证券研究总部

图 4 首家微喔便利店内景 2



图 5 首家微喔便利店内景 3



资料来源：联商网、中国中投证券研究总部

#### 4、推进商品主题编辑化

当前的百货多以品牌专柜形式设置，而不完全按照消费者的购物情景来设置，当消费者面临某种购物情景，如消费者准备去旅游时，当前的专柜设置形式不利于消费者快速便捷的找到所有需要的商品。

商品主题编辑化围绕消费者的核心诉求和任务来组织产品的陈列，提高陈列空间的效率，让消费者的购物更加便捷，能够进一步提高单店的产出和坪效，同时也有利于商场梳理出产品线的缺失。

#### 5、职工薪酬成本

公司致力于为员工提供行业内中上水平的薪酬，目前深圳地区薪酬水平已达目标，但公司在江西、湖南等地的门店历史员工薪酬水平偏低，现在仍不及行业平均水平，员工流失率较高。未来公司将继续按既定目标对员工薪酬进行调整。

表 1 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%
职工薪酬/营业收入	6.72%	5.92%	0.8%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

#### 6、开店 -2014 年新开门店在 6 家左右

2014 年前三季度,公司今年新开门店 5 家,门店网络得到进一步优化:6 月 7 日,深圳新开坂田天虹;6 月 19 日,深圳新开君尚百货深南店;6 月 27 日,新开杭州天虹购物中心,为公司第二家、华东区首家购物中心;7 月 16 日,江西吉安购物中心开业,至此公司购物中心门店共计 3 家;8 月 21 日,深圳新开松柏天虹。公司今年新开门店在 6 家左右。

## 二、维持“推荐”评级

作为实体零售全渠道转型先锋,公司前台升级 PC 端线上商城、完善移动端 APP、首家云店上线;后台调整组织架构、完善物流配送体系(开设便利店、扩充自提点等)。公司将持续享有估值溢价,但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 16 倍 PE,目标价 12.48 元。

## 三、风险提示

- (1) 全渠道转型不达预期。
- (2) 行业景气低迷的背景下,培育期的新店、次新店可能侵蚀利润。



**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

**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	14.98	14.78	12.97	11.05
P/B	2.13	1.98	1.81	1.65
EV/EBITDA	4	4	3	3

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-08-28	《天虹商场-转型对毛利率提升显著,但难抵租金和职工薪酬上涨》
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、服饰家纺分析师,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、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马股份、朗姿股份、七匹狼等。

## 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