

天虹商场 (002419)

推荐

行业：多业态零售

可比店增速保持稳定，毛利率继续提升

—2014年三季度报点评

公司公告，2014年前三季度实现营业收入120.33亿元，同比增长6.4%；归属上市公司净利润3.55亿元，同比下滑11.6%；扣非后净利润3.22亿元，同比下滑14.64%；基本每股收益0.44元，符合预期。

投资要点：

◇ **可比店营业收入增速保持稳定**：1、前三季度，公司可比店营业收入同比增长1.3%，利润总额同比增长3.7%，与上半年增速相当。北京依然是受经济下滑、反腐等因素影响最大的地区，但较上半年降幅已有所收窄。2、三季度新开江西吉安天虹购物中心和深圳松柏天虹，升级惠州天虹为君尚，新开天虹微喔便利店2家，同时停止浙江萧山天虹的经营。

◇ **毛利率略有提升，人工成本持续增加**：1、受转型影响，公司毛利率继续提升，三季度达到26.4%，较上半年的24.3%增加2.1%。2、受人工成本上升影响，前三季度的销售费用率提升至1%至18.3%。未来公司将继续按既定目标对员工薪酬进行调整，人工成本等费用增加将对公司业绩产生一定影响。

◇ **全力推进“全渠道”+“体验式消费”+“价值链纵向整合”战略**：1、微店已上线14家，云店以国贸作为试点，目前已导入二十余家，未来将陆续进行导入。2、推进实体门店的“商品主题编辑化”，围绕消费者的核心诉求来组织产品陈列，让消费者的购物更加便捷，提高单店的产出和坪效。同时，公司设置了自提点，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。

◇ **维持“推荐”评级**：作为实体零售全渠道转型典范，公司正在全力推进“全渠道”、“体验式消费”和“价值链纵向整合”三大战略，同时推动实体门店的“购物中心化”、“商品主题编辑化”以及“互联网化”。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0.69、0.76和0.85元，给予14年18倍PE，目标价12.42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	555	610	682
净利润同比(%)	5%	-10%	10%	12%
毛利率(%)	23.9%	24.9%	25.1%	25.2%
ROE(%)	14.3%	12.1%	12.3%	12.7%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.76	0.85
P/E	14.85	16.47	14.98	13.40
P/B	2.12	1.99	1.85	1.71
EV/EBITDA	3	4	4	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：11.42

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)	90
流通市值(亿元)	89
成交量(百万股)	2.20
成交额(百万元)	24.70

股价表现



相关报告

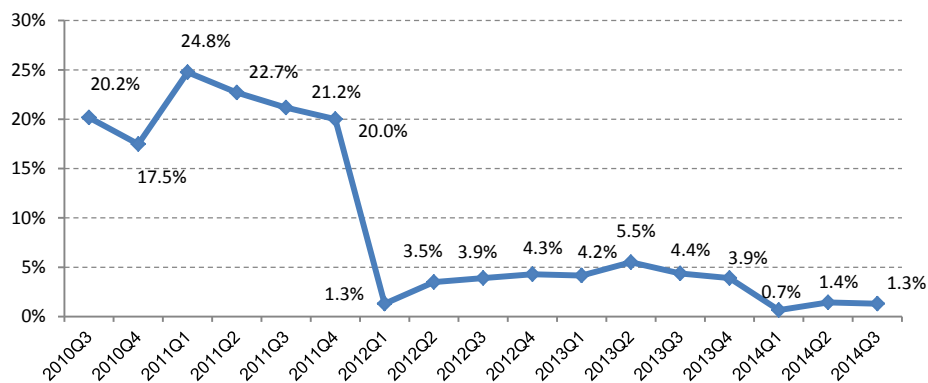
《天虹商场：深化转型，全渠道战略稳步推进》2014-10-13

《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

1、前三季度可比店营业收入同比增长 1.3%，增速保持稳定

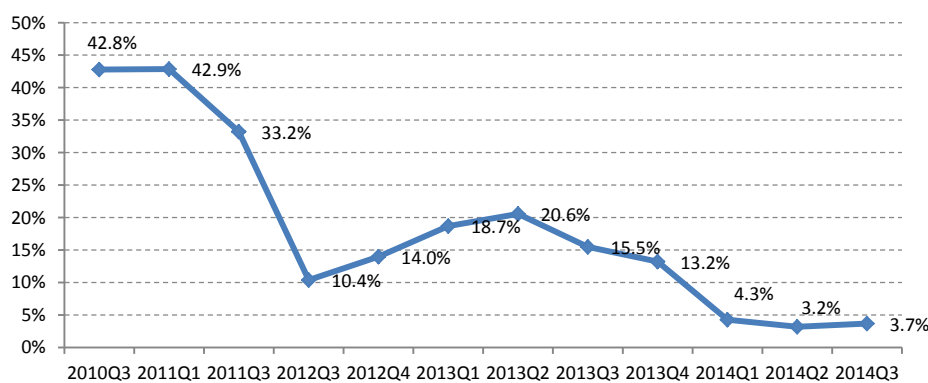
2014年1-9月 公司可比店营业收入同比增长 1.3% 利润总额同比增长 3.7%。

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

分区域看，前 3 季度，华中区利润同比增速由上半年的 11.4% 上升至 23.8%，东南区由负转正。北京依然是受经济下滑、反腐等因素影响最大的地区，收入同比下滑 2.1%，利润总额同比下滑 29.56%，但较上半年降幅已有所收窄。

表 1 公司 2014 年上半年分区域可比店增速

区域	2014年1-9月可比店营业收入同比增幅 (%)	2014年1-9月可比店利润总额同比增幅 (%)
华南区	0.7%	5.18%
华中区	2.5%	23.78%
东南区	1.5%	7.34%
华东区	5.3%	71.69%
北京	-2.1%	-29.56%
成都	23.8%	-35.40%
君尚	4.6%	-42.92%
合计	1.3%	3.7%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三季度，公司“天虹”品牌新开门店 2 家（含 1 家购物中心），2 家天虹微喔便利店，1 家“天虹”品牌门店升级为“君尚”品牌门店，同时终止了浙江萧山天虹的经营：

- 7 月 16 日，新开江西吉安天虹购物中心。
- 8 月 8 日，原惠州天虹百货正式升级为惠州君尚百货。
- 8 月 21 日，深圳松柏天虹开业。
- 10 月 1 日，新开天虹微喔便利店 2 家，至此公司已开设 4 家便利店，营业面积合计约 440 平方米。
- 10 月 13 日，停止浙江萧山天虹的经营。

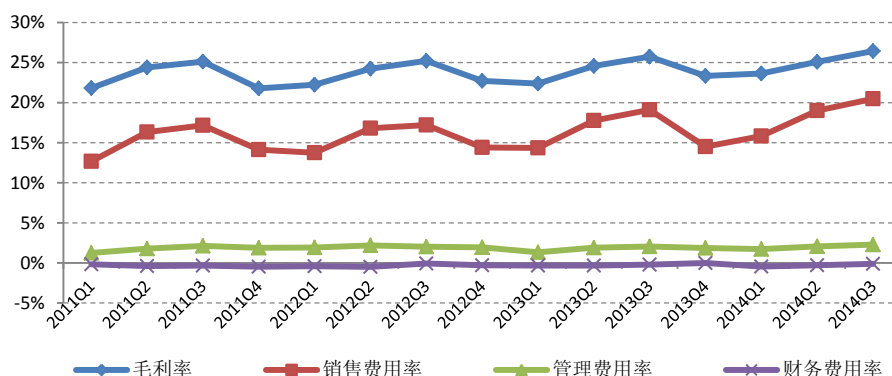
截至 2014 年 9 月 30 日，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/直辖市的 20 个城市，拥有“天虹”品牌直营门店 61 家（含 3 家购物中心），营业面积近 180 万平方米；“君尚”品牌直营门店 4 家，营业面积约 15 万平方米；此外，公司拥有 2 家天虹微喔便利店，并以特许经营方式管理 1 家商场。

2、毛利率略有提升，人工成本持续增加

前三季度，公司毛利率为 25%，其中三季度达到 26.4%，较上半年的 24.3% 又有提升。

人工成本方面，公司致力于为员工提供行业内中上水平的薪酬，目前深圳地区的薪酬水平已达目标，但公司在江西、湖南等地的门店历史员工薪酬水平偏低，现在仍未达到行业平均水平，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，人工成本等费用增加将对公司业绩产生一定影响。

图 3 天虹商场毛利率与费用率情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3、全力推进“全渠道”+“体验式消费”+“价值链纵向整合”战略

➤ 全渠道

公司继续构建和优化 PC 端网上商城、手机 APP 天虹微店以及微信天虹服务号。微店已上线 14 家，同时进行 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。云店以国贸作为试点，目前已导入二十余家，未来将陆续进行导入。

➤ 提升购物体验

公司推进实体门店的“商品主题编辑化”，按照消费者的购物情景，围绕消费者的核心诉求来组织产品的陈列，让消费者的购物更加便捷，提高单店的产出和坪效。

同时，公司设置了自提点，加强后台服务，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。

4、风险提示

1、全渠道转型不达预期：(1) 品牌商对入驻云店不积极，云店商品丰富度不够，成交稀少；(2) 云店、天虹微店的运营模式尚需磨合，如营业员兼顾线上的服务，可能会导致线上线下服务品质均不达标。

2、北京门店销售持续低迷，而租金、人工费用高企，持续亏损导致该区域进退两难。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	6650	7356	8260	9430
现金	4749	5570	6301	7181
应收账款	41	56	62	71
其它应收款	216	349	389	441
预付账款	45	196	219	247
存货	917	485	539	610
其他	682	700	750	880
非流动资产	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
资产总计	10494	10919	11945	13203
流动负债	6174	6334	7003	7855
短期借款	4	0	0	0
应付账款	2185	2226	2479	2804
其他	3985	4108	4524	5051
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	6175	6334	7003	7855
少数股东权益	0	-2	-4	-5
股本	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712
留存收益	1807	2074	2434	2842
归属母公司股东权益	4319	4586	4946	5354
负债和股东权益	10494	10919	11945	13203

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	492	1402	1302	1478
净利润	614	553	608	681
折旧摊销	338	235	278	312
财务费用	-33	-40	-33	-27
投资损失	-33	-40	-45	-50
营运资金变动	-411	260	494	563
其它	18	434	0	0
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-249	-252	-217	-247
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	-248	-217	-247
现金净增加额	-1141	821	730	880

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	16032	17443	19470	22040
营业成本	12201	13097	14580	16493
营业税金及附加	162	192	214	242
营业费用	2600	3114	3489	3950
管理费用	284	340	413	485
财务费用	-33	-40	-33	-27
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
营业利润	852	780	852	947
营业外收入	38	20	20	20
营业外支出	14	10	9	8
利润总额	877	790	863	959
所得税	262	237	255	278
净利润	614	553	608	681
少数股东损益	-1	-2	-2	-1
归属母公司净利润	615	555	610	682
EBITDA	1156	975	1097	1231
EPS (元)	0.77	0.69	0.76	0.85

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	11.5%	8.8%	11.6%	13.2%
营业利润	4.7%	-8.4%	9.2%	11.2%
归属于母公司净利润	4.7%	-9.8%	10.0%	11.8%
获利能力				
毛利率	23.9%	24.9%	25.1%	25.2%
净利率	3.8%	3.2%	3.1%	3.1%
ROE	14.3%	12.1%	12.3%	12.7%
ROIC	20.2%	20.6%	21.7%	23.2%
偿债能力				
资产负债率	58.8%	58.0%	58.6%	59.5%
净负债比率	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.08	1.16	1.18	1.20
速动比率	0.93	1.08	1.10	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.61	1.63	1.70	1.75
应收账款周转率	461	355	330	332
应付账款周转率	6.12	5.94	6.20	6.24
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.69	0.76	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.75	1.63	1.85
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.73	6.18	6.69
估值比率				
P/E	14.85	16.47	14.98	13.40
P/B	2.12	1.99	1.85	1.71
EV/EBITDA	3	4	4	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
2014-10-13	《天虹商场：深化转型，全渠道战略稳步推进》
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》
2010-05-13	《盈利能力强、扩张迅速。建议询价区间 37.20-43.40 元》

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。

免责声明

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