

## 天虹商场 (002419)

# 重心放在全渠道布局，毛利率承压拖累业绩

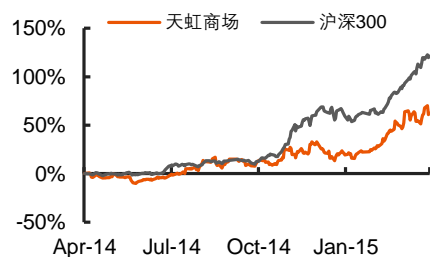
### 推荐 (维持)

现价: 16.59 元

#### 主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.rainbow.cn
大股东/持股	中国航空技术深圳公司 /43.04%
实际控制人/持股	国资委/24.71%
总股本(百万股)	807
流通 A 股(百万股)	800
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	133.84
流通 A 股市值(亿元)	132.75
每股净资产(元)	5.66
资产负债率(%)	60.30

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《天虹商场\*002419\*投资小贷公司,苏州自有项目规划出台》 2015-03-24  
《天虹商场\*002419\*主业承压, O2O 布局初成》 2015-03-12

#### 证券分析师

徐问 投资资格编号  
S1060513050003  
0755-22622625  
XUWEN007@pingan.com.cn

#### 研究助理

王晴 一般从业资格编号  
S1060114080032  
021-20667498  
WANGQING944@pingan.com.cn

### 投资要点

#### 事项:

公司公告一季报, 15年前三个月共实现收入48.59亿元, 同比增长10.49%; 实现归母净利润为1.59亿元, 同比下滑11.99%。扣除非经常性损益后的净利润为1.42亿元, 同比下滑16.94%。由于新业态培育压力较大, 毛利率下滑, 一季度经营业绩略低于我们预期。

#### 平安观点:

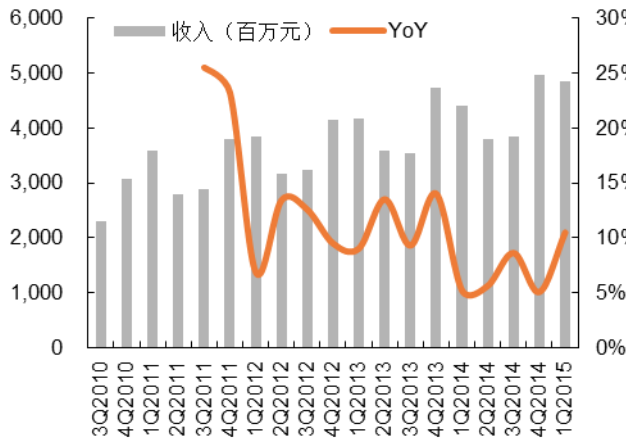
- **收入增长 10.49%, 毛利下滑挤压利润:** 一季度公司优势区域可比门店内生增速强劲, 华中区与华东区收入分别增长 9.74%与 9.35%, 外加 14 年年底并购万店通 151 家门店等原因, 一季度公司总收入增长 10.49%, 达到 48.59 亿元。毛利率下滑 1.1 个百分点至 22.5%, 我们猜想主要是 14 年 6 家新店培育成本, 以及公司全渠道实践、微喔与万店通便利店等新业态布局共同拖累毛利下滑。销售+管理费用率略降至 17.22%, 净利润率仅为 3.3%, 同比下降了 0.8 个百分点。
- **优势区域新门店逐步走出培育期, 劣势区域扭亏压力依然存在:** 华中区与华南区可比利润增速分别为 72.55%与 50.10%, 我们预计 13 年开业的门店今年能逐步走出培育期, 顺利实现盈利。北京与成都市场同业竞争激烈, 区域分布上较难与公司优势区域供应商资源、品牌价值实现共享。一季度北京地区收入增长 3.08%, 利润总额同比下降 11.59%; 成都地区收入增长 9.27%, 利润总额同比下降 11.66%。我们预计两地 15 年扭亏仍存在压力。中高端品牌君尚店受高端消费疲软的影响明显, 化妆品、奢侈品的销售受香港市场分流, 一季度收入下滑 1.37%, 利润总额下滑 27.99%。
- **全渠道建设稳步推进, 转型成本或拖累业绩:** 一季度公司新开 3 家微喔便利店, 合计达到 8 家。线下拥有品牌直营店 61 家, 君尚百货 4 家, 151 家万店通。O2O 战略中, 一季度公司重点布局的微喔便利店立足社区服务, 网罗客户资源双向引流, 承担公司线上业务最后一公里的角色。目前, 线上已经形成了“网上天虹+微品+微店+微信公众号”的立体电商模式, 微

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16032	16998	18631	20323	22243
YoY(%)	11.5	6.0	9.6	9.1	9.4
净利润(百万元)	615	538	510	570	651
YoY(%)	4.8	-12.5	-5.4	11.9	14.1
毛利率(%)	23.9	23.2	22.8	22.9	22.9
净利率(%)	3.8	3.2	2.7	2.8	2.9
ROE(%)	14.3	11.8	10.5	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	0.76	0.67	0.63	0.71	0.81
P/E(倍)	21.7	24.9	26.3	23.5	20.6
P/B(倍)	3.1	2.9	2.8	2.6	2.4

信公众号的粉丝超过 200 万。针对传统企业线上体验不足的情况，公司设立首席时尚官和内容编辑团队，将商品进行主体化编辑，提供特定生活场景的解决方案，提升流量转化率。

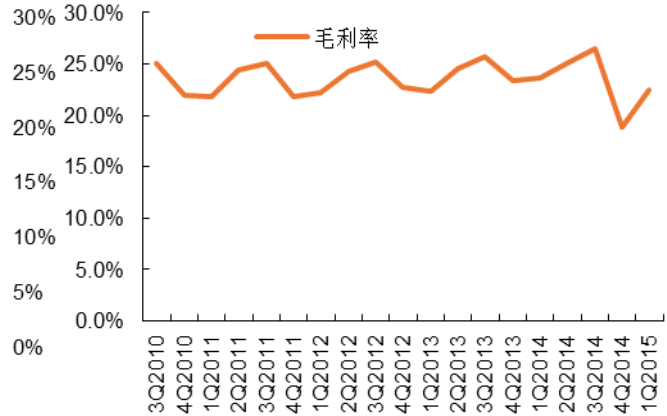
- **调低 15-17 年 EPS 至 0.63、0.71、0.81 元，维持“推荐”评级：**公司深圳地区的稳健增长和新店储备丰富，启全渠道转型虽然短期内对规模、盈利提升有限，但我们看好其传统百货购物中心化、扩充直采比例与自营品牌，PC+移动端多层次线上布局的转型方向及新型便利店业态的有效扩张，15 年公司小贷业务落地将直接贡献净利润 4500 万元。考虑到 O2O 战略布局对毛利率造成压力，调整公司 15-17 年 EPS 由 0.78、0.83、0.93 元至 0.63、0.71、0.81 元，对应当前股价 PE=26.3/23.5/20.6X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**租金成本上升、新店培育期拉长、O2O 用户培育成本过高。

图表1 公司季度收入增速



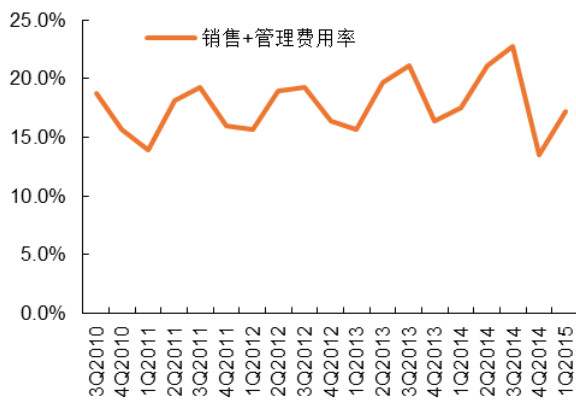
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度毛利率



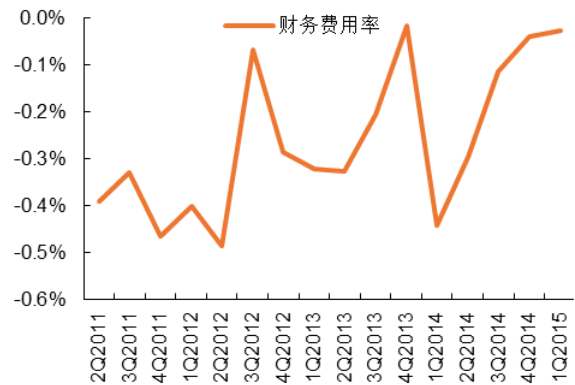
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度销售+管理费用率



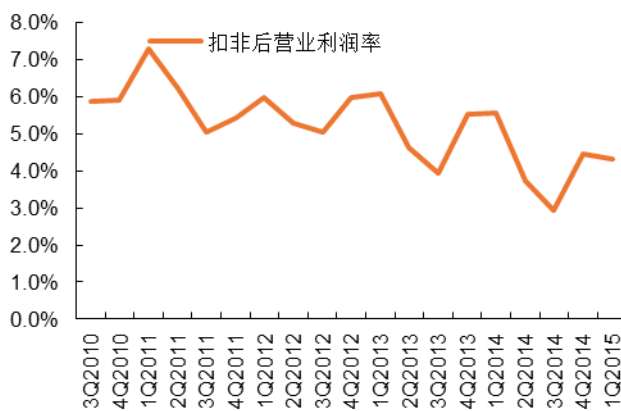
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度财务费用率



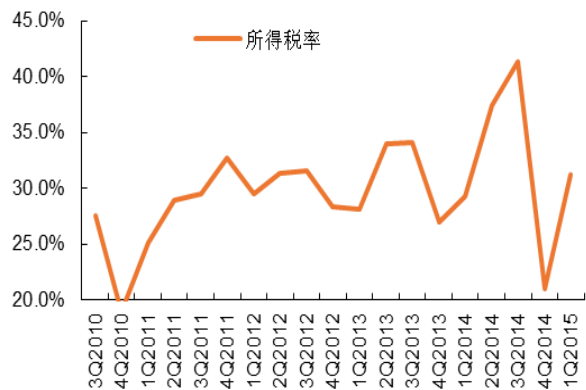
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司季度扣非后营业利润率



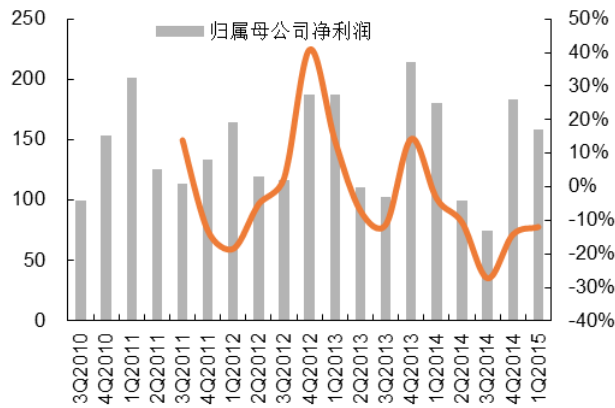
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度所得税率



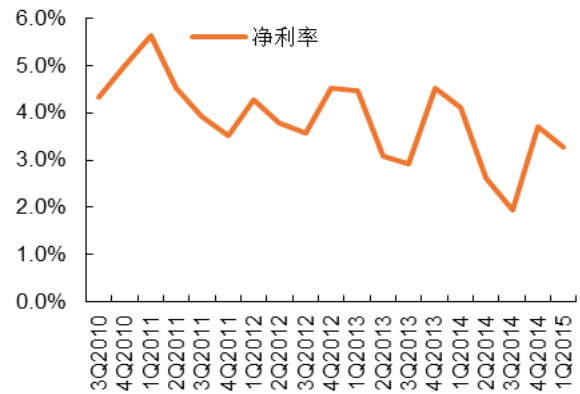
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司季度归属母公司净利润增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司季度净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6807	6780	7507	8716
现金	4938	3050	3575	4632
应收账款	41	31	54	39
其他应收款	216	252	261	299
预付账款	45	85	117	103
存货	917	1395	1534	1678
其他流动资产	650	1966	1966	1966
<b>非流动资产</b>	3794	4299	4255	4009
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1939	2489	2786	2881
无形资产	824	883	861	839
其他非流动资产	1031	927	608	289
<b>资产总计</b>	10601	11078	11762	12725
<b>流动负债</b>	6282	6510	6926	7588
短期借款	4	27	0	0
应付账款	2192	2359	2453	2788
其他流动负债	4086	4124	4473	4800
<b>非流动负债</b>	51	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	0	0	0
<b>负债合计</b>	6282	6510	6926	7588
少数股东权益	0	-1	-2	-4
股本	800	807	807	807
资本公积	1712	1705	1705	1705
留存收益	1807	2057	2327	2628
归属母公司股东权益	4319	4569	4839	5140
<b>负债和股东权益</b>	10601	11078	11762	12725

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	492	748	1217	1546
净利润	614	537	493	553
折旧摊销	133	120	496	496
财务费用	-13	-9	-11	-14
投资损失	-33	-38	0	0
<b>营运资金变动</b>	-1852	-513	240	511
其他经营现金流	1643	651	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1384	-1579	-437	-235
资本支出	-767	-803	452	250
长期投资	0	0	-1	-1
其他投资现金流	-617	-776	-888	-484
筹资活动现金流	-249	-252	-256	-254
短期借款	2	23	-27	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-251	-281	-229	-254
<b>现金净增加额</b>	-1141	-1083	525	1057

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	16032	16998	18631	20323
营业成本	12201	13057	14391	15673
营业税金及附加	162	144	164	178
营业费用	2600	2786	3046	3337
管理费用	284	329	317	327
财务费用	-33	-37	66	70
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	38	0	0
<b>营业利润</b>	852	757	648	738
营业外收入	38	37	0	0
营业外支出	14	22	0	0
<b>利润总额</b>	877	773	648	738
所得税	262	235	161	190
<b>净利润</b>	614	537	488	548
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	615	538	510	570
EBITDA	1115	1010	1154	1240
EPS (元)	0.76	0.67	0.63	0.71

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	11.5	6.0	9.6	9.1
营业利润(%)	1.5	-12.1	-9.9	13.8
归属于母公司净利润(%)	4.8	-12.5	-5.4	11.9
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	23.9	23.2	22.8	22.9
净利率(%)	3.8	3.2	2.7	2.8
ROE(%)	14.3	11.8	10.5	11.1
ROIC(%)	45.8	24.9	11.8	13.4
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	59.3	58.8	58.9	59.6
净负债比率(%)	0.1	0.6	0.0	0.0
流动比率	1.08	1.04	1.08	1.15
速动比率	0.83	0.53	0.58	0.67
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.51	1.53	1.58	1.60
应收账款周转率	389.7	548.8	347.5	525.8
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.2
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.67	0.63	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.01	1.51	1.92
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.66	6.00	6.37
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	21.7	24.9	26.3	23.5
P/B	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.6	12.8	10.9	9.5

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033