

天虹商场 (002419)

扩张战略调整初显效果，线上业务稳步推进

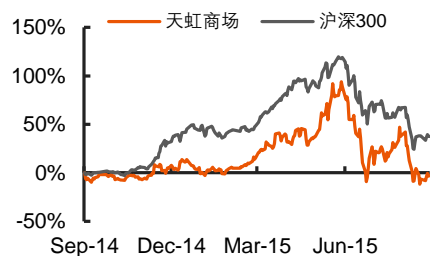
推荐 (维持)

现价: 9.48 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)	800
流通 A 股(百万股)	800
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	75.86
流通 A 股市值(亿元)	75.86
每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	57.60

行情走势图



相关研究报告

- 《天虹商场*002419*本地生活服务“虹领巾”值得期待》 2015-05-25
- 《天虹商场*002419*重心放在全渠道布局，毛利率承压拖累业绩》 2015-04-30
- 《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 投资咨询资格编号
S1060513050003
0755-22622625
XUWEN007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **百货主业逆市保持同店增长，成熟区域盈利能力稳定。**近期我们调研了天虹商场。公司百货经营能力扎实，核心区域门店盈利能力强，1H 继续保持了同店增长，华中、华南区域尤其表现优异。公司在华南区域门店密集、品牌力强，通过购物中心化转型，增加即时消费类、体验类服务及推进全渠道模式，对拉动线下客流有一定帮助。其次，前期公司加大了扩张力度，消费需求下行和新店培育拖累了公司的盈利表现，经过几年时间的调整，公司的可比同店收入/利润增长趋于稳定。
- **关掉 4 家亏损门店，扩张战略调整初显效果。**公司 10 年上市融资后加快了扩张步伐（每年 8-10 家新店），但经济形势的变化和电商、购物中心业态的急剧冲击，再加上略为激进扩张战略下选址、管理的把控较弱，使得这几年一直受到外埠门店亏损的拖累。今年以来关掉 4 家门店，将给明年带来可观的可比利润增长。公司检视了之前扩张计划，不做增量目标要求，选址更为严格，储备项目多在优势区域，最近两年新店培育情况好于过去，显示战略调整初步取得效果。
- **便利店统一定位，将加快扩张和对外合作。**公司已开设 8 家微喔便利店（其中 2 家加盟），万店通也将逐步接轨社区服务中心定位，今年 6 月完成了后台职能部门整合，预计 10 月内完成系统整合，明年开始分类改造。目前已进入厦门、南昌市场，公司的扩张目标是 2020 年达到 1000 家规模。目前服务性收入占到 10%，将开发独有的高毛利商品，并通过后台多接口合作扩充盈利来源，正与阿里（菜鸟驿站）、亚马逊等电商探讨地配合作方案，承接电商支线物流、提供门店自提功能。
- **互联网转型稳步推进，跨境品类线上线下同步布局。**天虹微品销售环比增长 100%，目前店主数量 3 万，已经有外部供应商/合作伙伴接入，供应链稳定、持续性和前端客户体验是需要加强的环节。“虹领巾”定位线上线下购物、营销和服务平台，“天虹到家”实现五公里内门店可 2 小时送货上门。跨境电商目前 2000 多个 SKU，线上线下同步推广，依托前海、厦门等保税区及公司实体渠道铺货优势，跨境电商业务发展前景较大，可能

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16032	16998	18035	18846	20524
YoY(%)	11.5	6.0	6.1	4.5	8.9
净利润(百万元)	615	538	484	550	630
YoY(%)	4.7	-12.5	-10.0	13.6	14.5
毛利率(%)	23.9	23.2	23.2	23.3	23.3
净利率(%)	3.8	3.2	2.7	2.9	3.1
ROE(%)	14.3	11.8	9.6	9.8	10.1
EPS(摊薄/元)	0.77	0.67	0.61	0.69	0.79
P/E(倍)	12.3	14.1	15.7	13.8	12.0
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2

成为新的经营亮点。

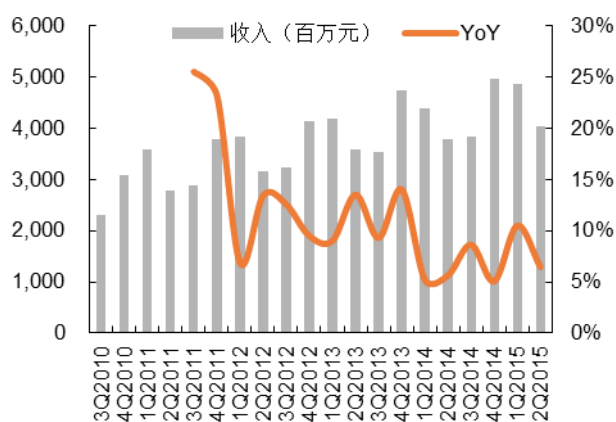
- **调低 15-16EPS 预测至 0.61、0.69 元，维持“推荐”评级。**电商对实体渠道分流最快的阶段已经过去，经过几年时间的调整，公司的可比同店收入/利润增长趋于稳定，亏损店也逐步在止血好转，我们认为公司未来基本面向好的概率很大。因关店拉低短期业绩，我们将公司 15-16 年盈利预测由 0.63、0.71 小幅下调至 0.61、0.69 元，预计 17 年 EPS=0.79 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.7/13.8/12.0X。目前公司估值处于百货同业较低水平，主力区域经营稳健，云店/微店、虹领巾、便利店对外合作、物业资产盘活等新业务将持续贡献经营亮点，当前价位具备介入价值，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**全渠道转型、便利店整合不达预期；成都、北京、杭州等地门店亏损继续扩大；新项目培育不及预期。

一、 百货近期经营情况跟踪

1.1 核心区域门店盈利能力强，1H 继续保持同店增长

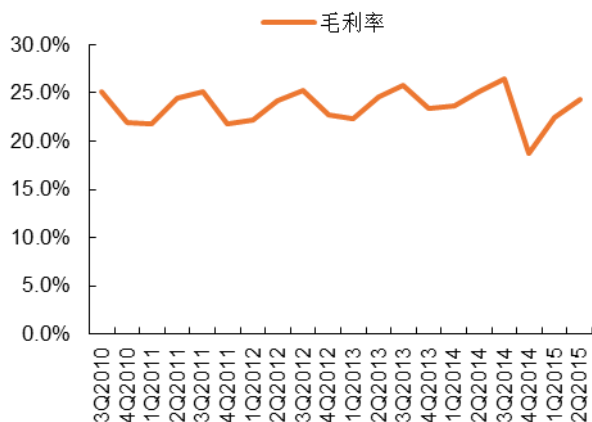
公司作为扎根深圳、网络覆盖全国的百货龙头，经营能力扎实，核心区域门店盈利能力强，1H 继续保持了同店增长，华中、华南区域尤其表现优异，毛利率保持在同业较高水平。一方面，经济大环境低迷，高端消费下滑及电商分流对百货业态的边际影响减弱，公司在华南区域门店密集、品牌力强，通过购物中心化转型，增加即时消费类、体验类服务及推进全渠道模式，对拉动线下客流有一定帮助。其次，前期公司加大了扩张力度，消费需求下行和新店培育拖累了公司的盈利表现，经过几年时间的调整，公司的可比同店收入/利润增长趋于稳定。

图表1 公司季度收入及增速



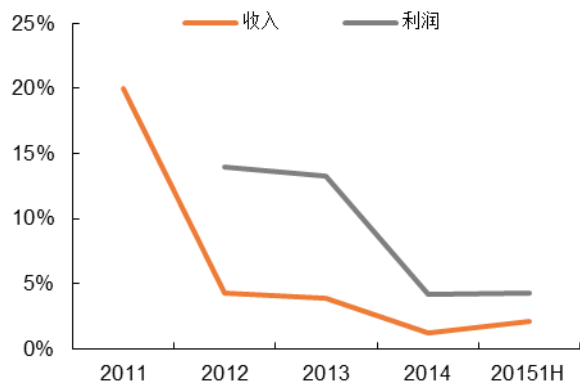
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 公司季度毛利率



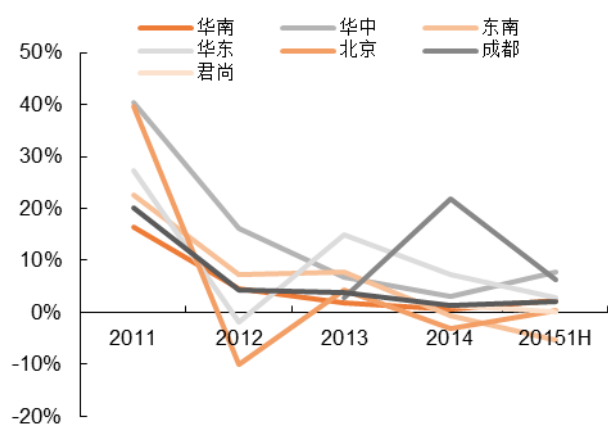
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 公司同店收入/利润增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 公司分区域可比店收入增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 关闭亏损店，出血点减少，积极调整培育期门店

公司 10 年上市融资后加快了扩张步伐（每年 8-10 家新店），但经济形势的变化和电商、购物中心业态的急剧冲击，再加上略为激进扩张战略下选址、管理的把控较弱，使得这几年一直受到外埠门店培育亏损的拖累。继去年关闭杭州萧山店、终止储备项目青岛诺得广场，今年 1H 一次性关掉 3 家门店，8 月关闭了东莞后街店，我们预计全年 4 家门店的净亏损+关店一次性损失达 1 个亿（除东莞店，其他 3 家关店费用全部在 1H 报表中体现），关店也将给明年带来可观的可比利润增长。

中报显示成都高新、东莞、北京部分门店及君尚店亏损还在扩大，其他亏损店盈利持平或略有好转，其中北京宣展店由亏转盈。公司对培育不佳门店积极调整业态、品牌布局，如杭州店关掉了主力百货店，结合当地供应商资源重新招商，客流和坪效有所改善，对扭亏较有信心，北京国展天虹也在探讨新的业态方式。

图表5 今年以来关闭的4家门店经营情况

门店	开业时间	面积 (万平方米)	净利润(百万元)				
			2012	2013	2014	20141H	20151H
湖州店	2010-9-30	2.8	-30	-23.64	-24.35	-13.8	-8.12
东莞后街店	2010-1-15	5.0	-18.33	-16.39	-18.36	-8.6	-9.6
泉州店	2011-12	2.5	-22.58	-24.88	-22.3	-10.55	-48.5
成都红牌楼	2013-6-8	3		-14.38	-25.68	-13.04	-34.07

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 未来严控新店质量，后续储备项目集中优势区域

公司检视了之前扩张计划，不做增量目标要求，选址更为严格，看重新店质量，在门店筹备上落实转型，体现购物中心化+商品主题编辑化。最近两年新店培育情况好于过去，显示战略调整初步取得效果，其中宝安购物中心、吉安店、南昌店都较快实现盈利。

公司在华南（深圳、东莞、惠州）和华中（江西南昌、湖南长沙）等地市场基础良好，储备项目也多集中在两大优势区域，我们对培育能力较有信心。今年底到明年上半年将开南山君尚店、湘潭店，深圳沙井、宝安区政府储备项目将重点打造购物中心业态。

图表6 公司14年开业购物中心及储备项目

城市	项目	开业时间	面积	物业性质
厦门	厦门会展北项目	预计 2016 年	55,000	自有
厦门	中航紫金广场	预计 2016 年	50,000	租赁
湘潭	福星国际金融中心	预计 2015 年底	51,300	租赁
佛山	领君广场	预计 2016 年	34,617	租赁
九江	共青城	预计 2016 年	10,000	加盟
深圳	后海中心区	预计 2016 年	39,600	自有
珠海	成丰广场	预计 2017 年	39,000	租赁
深圳	沙井东塘购物广场	预计 2017 年	96,000	租赁
深圳	宝安区政府	预计 2017 年	10000	租赁
上饶	王子大厦项目	预计 2016 年	54,400	租赁
南昌	南昌九州项目	预计 2017 年	118,000	自有
苏州	相城项目	预计 2017 年	38600 (地块)	自有
鹰潭	鹰潭天虹购物中心	预计 2017 年	16,492	自有

资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、便利店开放对外合作，跨境电商或成亮点

2.1 便利店与万店通整合进行中，将开放对外合作

公司去年 1H 开始进军便利店业务，目前已开设 8 家微喔便利店（其中 2 家加盟）。去年 11 月公司收购了本地便利店企业万店通（153 家门店），今年 6 月底完成了后台职能部门整合，预计 10 月内完成后台系统整合，明年初完成直营店牌更换，推进采购价的降低和前台商品的调整。公司将便利店定位社区服务中心，万店通也将逐步接轨此定位，明年将按微喔店模型分类改造万店通。考虑到万店通以加盟模式为主，门店定位和经营模式的变化可能触及加盟条款的变化，可能会有部分加盟商退出。

深圳城市更新快，给便利店选址带来困难，因此便利店业态无论是总量还是集中度上都远低于其他城市。公司预计年底便利店数量达 160 多家，处于同业领先水平（711 约 100 多家）。今年公司在厦门、南昌分别开了 1 家门店，新区域培育情况良好，首年即实现盈利。

公司的扩张目标是 2020 年达到 1000 家门店规模。除了商品进销差价，更多将通过服务性收入和后台多接口合作扩充盈利来源。目前微喔店提供公共事业缴费、洗衣、家政预约等社区服务，服务性收入占到 10%；将开发独有的高毛利商品，于 10 月份上市；正与阿里（菜鸟驿站）、亚马逊等电商探讨地配合作方案，承接电商支线物流、提供门店自提功能。

2.2 互联网转型稳步推进，跨境品类线上线下同步布局

电商等新业务方面，天虹微品销售环比增长 100%，但总量微小，目前店主数量 3 万，已经有外部供应商/合作伙伴接入，供应链稳定、持续性和前端客户体验是需要加强的环节。“天虹到家”是本地服务平台“虹领巾”app 的一项业务，顾客通过虹领巾下单，五公里内门店可实现最快 2 小时送货上门，目前已在常兴天虹、坂田天虹、龙新天虹及三环天虹 4 家门店上线。“天虹到家”不仅是服务平台，同时有购物、营销功能，将广泛接入线下合作伙伴，成为公司线上线下营销中心，预计 10 月份会有更全面的应用展示。

跨境电商业务，公司去年成立了国际采购部，目前 2000 多个 SKU，开辟了韩国、日本、加拿大、澳洲、德国等采购区域，除了自建海外采购团队，也与中航的海外办事处合作，嫁接优势资源。品类选择上着重开发差异化商品，发挥线下渠道（超市+便利店）优势，跨境商品线上线下同步铺货。目前公司已经开出 8 家跨境电商体验店，还有 10 多家在筹建中，已开业门店集客能力良好。

公司对线上业务积极探索但不会激进投入，由点及面稳步推进，重质不重速。公司资源主要集中在一二线城市，消费者对跨境电商和品类的接受度较高，依托前海、厦门等保税区及公司实体渠道铺货优势，跨境电商业务发展前景较大，可能成为新的经营亮点，我们将重点跟踪相关品类拓展、供应链建设和线上线下推广情况。

2.3 盘活存量资产，支持新业务发展

公司近日公告将深圳鼎诚大厦裙楼 101、105 室（现深南天虹物业）的房产权及对应的土地使用权注入到独立的子公司，此举旨在为后续评估和处置做准备，盘活和提高资产使用效率，改善资产结构，未来也会对部分其他自有物业进行类似处理。轻资产运作获取的资金可能投入后续重资产扩张及电商项目。

三、 盈利预测与投资建议

公司百货经营能力扎实，核心区域门店盈利能力强，1H 继续保持了同店正增长，华中区域尤其表现优异，购物中心化、全渠道模式稳步推进，便利店业务后台、系统整合初步完成，将以社区服务中心定位开放对外合作。电商对实体渠道分流最快的阶段已经过去，经过几年时间的调整，公司的可比同店收入/利润增长趋于稳定，亏损店也逐步在止血好转，我们认为公司未来基本面向好的概率很大。因关店拉低短期业绩，我们将公司 15-16 年盈利预测由 0.63、0.71 小幅下调至 0.61、0.69 元，预计 17 年 EPS=0.79 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.7/13.8/12.0X。目前公司估值处于百货同业较低水平，云店/微店、虹领巾、便利店对外合作、物业资产盘活等新业务将持续贡献经营亮点，当前价位具备介入价值，维持“推荐”评级。

四、 风险提示

- 1、全渠道转型、便利店整合不达预期。
- 2、新开门店租金成本大幅上升，拖累利润增速。
- 3、成都、北京、杭州等区域亏损门店培育期拉长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	7124	7338	8363	9748
现金	3365	3801	4756	5996
应收账款	31	54	57	62
其他应收款	252	271	283	308
预付账款	85	139	145	157
存货	1395	1108	1156	1259
其他流动资产	1995	1966	1966	1966
非流动资产	4375	4147	3965	3802
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1724	1661	1599	1526
无形资产	760	733	733	733
其他非流动资产	1891	1752	1632	1543
资产总计	11499	11485	12327	13550
流动负债	6871	6374	6667	7261
短期借款	27	0	0	0
应付账款	2348	2493	2602	2834
其他流动负债	4496	3881	4065	4428
非流动负债	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	3	4
负债合计	6931	6434	6727	7321
少数股东权益	-1	-2	-3	-5
股本	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712
留存收益	2057	2542	3092	3722
归属母公司股东权益	4568	5051	5600	6229
负债和股东权益	11499	11485	12327	13550

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	748	472	933	1207
净利润	538	484	550	630
折旧摊销	344	272	192	162
财务费用	-37	-16	-39	-48
投资损失	-38	-35	-32	-32
营运资金变动	-1730	-249	224	449
其他经营现金流	1670	16	38	46
投资活动现金流	-1579	-9	22	32
资本支出	0	-44	-10	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1579	35	32	32
筹资活动现金流	-249	-28	0	0
短期借款	27	0	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
其他筹资现金流	-276	-28	0	0
现金净增加额	-1080	436	955	1239

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16998	18035	18846	20524
营业成本	13057	13851	14455	15742
营业税金及附加	144	153	160	174
营业费用	2786	3064	3176	3427
管理费用	329	341	351	378
财务费用	-37	-16	-39	-48
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	38	35	32	32
营业利润	757	677	776	882
营业外收入	15	13	14	15
营业外支出	0	1	2	3
利润总额	773	691	792	900
所得税	235	206	241	269
净利润	537	483	549	629
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	538	484	550	630
EBITDA	757	677	776	882
EPS(元)	0.67	0.61	0.69	0.79

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	6.0	6.1	4.5	8.9
营业利润(%)	-11.1	-10.6	14.6	13.7
归属于母公司净利润(%)	-12.5	-10.0	13.6	14.5
获利能力				
毛利率(%)	23.2	23.2	23.3	23.3
净利率(%)	3.2	2.7	2.9	3.1
ROE(%)	11.8	9.6	9.8	10.1
ROIC(%)				
偿债能力				
资产负债率(%)	60.3	56.0	54.6	54.0
净负债比率(%)	-73.1	-75.2	-84.9	-96.3
流动比率	1.04	1.15	1.25	1.34
速动比率	0.83	0.98	1.08	1.34
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	471.4	424.0	340.7	347.5
应付账款周转率	7.5	7.4	7.4	7.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.61	0.69	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.6	1.2	1.5
每股净资产(最新摊薄)	5.7	6.3	7.0	7.8
估值比率				
P/E	14.1	15.7	13.8	12.0
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	3.7	3.2	2.3	0.0

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