

# 股权激励机制进一步激发公司内部活力

## ——公司公告管理层股票激励草案

## 公司点评

### ◆ 公司 17 年底公布覆盖范围广泛的股权激励草案：

公司 2017 年 12 月 29 日公告公司市场化股票增持计划（草案）。本次增持计划筹集资金总额上限为 11,844 万元，参加对象为公司及下属子公司员工，总人数不超过 242 人。存续期为 60 个月，老员工锁定期 12 个月，入职不满 2 年的新员工，锁定期为 24 个月。如以 2017 年 12 月 22 日收盘价 14.5 元/股测算，拟认购总股份约为 816.83 万股，约占公司现有股本总数的 1.02%。

### ◆ 公司 2016 年开始探索员工超额利润分享激励机制：

2016 年开始尝试实施员工超额利润分享机制，2017 年三季度净利增速 17.18%，营收同比 3.83%，成本增幅低于收入，毛利率增速持续走高。公司的业绩提升离不开公司管理层大胆突破传统百货业态，而选择强化体验式业态，需要超额利润分享机制有效提升一线员工工作热情。

### ◆ 此次股权激励进一步激发公司管理层、业务骨干活力：

此次员工持股计划，包含公司董事、监事及高级管理共 10 人，认购总金额为 766 万元，占增持计划总金额的 6.47%；公司及公司全资、控股子公司主要管理人员及业务骨干（9 级及以上职级员工），认购总金额预计不超过 11,078 万元，占增持计划总金额的 93.53%。

### ◆ 看好公司自下而上的员工激励措施激活公司活力：

看好公司未来把握天时（零售业态打破传统模式，有望重新塑造市场品牌、划分市场份额）；地利（央企控股背景，同时实控人给予公司管理层充分的自主空间）；人和（员工超额利润激励机制、管理人员股权激励释放公司自下而上的经营活力），以“百货+超市+X”的多业态全渠道零售格局，推进传统业态调整，并积极探索新业态，同时保持风险可控的探索模式。公司已在所有盈利门店全面推广超额利润分享机制，并继续探索新的激励机制，叠加管理层员工股权激励机制，企业后续提质增效可期。我们预计公司 2017/2018/2019 年净利润同比分别增长 26%/14%/16%，EPS 分别为 0.82 元/0.94 元/1.1 元，对应 2017/2018/2019 年 PE 分别为 20/18/15 倍，估值合理，目标价 19 元，给予“推荐”评级。

### ◆ 风险提示：宏观经济不达标，消费需求回落，多业态经营不达预期。

#### 业绩预测和估值指标

| 指标        | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 17396  | 17,273 | 17,961 | 19,038 | 20,656 |
| 增长率(%)    | 2.3    | -0.7   | 4.0    | 6.0    | 8.5    |
| 净利润(百万元)  | 1208.4 | 524    | 660    | 755    | 877    |
| 增长率(%)    | 124.4  | -56.6  | 25.9   | 14.3   | 16.2   |
| 毛利率(%)    | 23.6   | 24.2   | 25.4   | 25.7   | 26.0   |
| 净利率(%)    | 6.9    | 3.0    | 3.7    | 4.0    | 4.2    |
| ROE(%)    | 21.9   | 9.3    | 11.0   | 11.8   | 12.6   |
| EPS(摊薄/元) | 1.51   | 0.65   | 0.82   | 0.94   | 1.10   |
| P/E(倍)    | 11.07  | 25.5   | 20.3   | 17.7   | 15.3   |
| P/B(倍)    | 2.43   | 2.4    | 2.2    | 2.1    | 1.9    |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 推荐（维持评级）

### 分析师

陈文倩（执业证书编号：S0170511070001）

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

### 市场数据

时间 2018.01.19

收盘价(元)：16.72

总股本(亿股)：8.0

总市值(亿元)：133.79

一年最低/最高(元)：12.75/17.47

近 3 月换手率：77.24%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月  | 三个月   | 十二个月  |
|----|------|-------|-------|
| 相对 | 6.7  | -4.38 | -1.17 |
| 绝对 | 12.9 | 4.63  | 27.55 |

### 相关研报

多业态初见成效 积极推进员工激励

2017-07-19

## 1、天虹股份市场化股票增持计划（草案）

公司 2017 年 12 月 29 日公告公司市场化股票增持计划（草案）。本次增持计划筹集资金总额上限为 11,844 万元，参加对象为公司及下属子公司员工，总人数不超过 242 人。如以 2017 年 12 月 22 日收盘价 14.5 元/股测算，拟认购总股份约为 816.83 万股，约占公司现有股本总数的 1.02%。存续期为 60 个月，自股东大会审议通过后并且增持计划成立之日起算。增持计划通过二级市场购买等法律法规许可的方式所获标的股票的锁定期为 12 个月，但截至 2017 年 12 月 31 日入职不满 2 年的持有人，其持有股票份额锁定期为 24 个月。

### 1.1、股票激励主要为绑定公司核心人员

公司表示增持计划的目的：1. 建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展，从而为股东带来更高效、更持久的回报；2. 进一步完善公司治理结构，健全公司长期、有效的激励约束机制，确保公司长期、稳定发展；3. 深化核心层级的激励体系，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

#### 1.1.1、公司 2016 年开始探索员工超额利润分享激励机制

公司内部从 2016 年开始推行员工超额利润分享，超额部分由公司和员工共享，以提升员工的积极性。超额是一个目标值，另设一个挑战值，超过挑战值员工的分享比例更高。经过两年的尝试，公司所有盈利门店均已参与超额利润分享计划，公司仍继续探索新的方案以便向更基层的经营单位推广。

2016 年实施员工超额利润分享机制，公司 2017 年三季报净利增速 17.18%，营收同比 3.83%，成本增幅低于收入，毛利率增速持续走高。公司的业绩提升离不开公司管理层用于突破传统百货业态壁垒，积极探索打造全渠道零售生活平台。精准定位购物中心到三四线城市发展，借助当地政府的资源支持，通过公司管理输出，经营盘活和资产盘活手段提质增效。超市定位为中高端的体验式数字化超市，实体超市应对电商冲击，增强消费者实体消费体验。而增强优化实体的线下体验，除了依赖管理层的精细化管理，也需要一线员工用于积极的工作热情。

#### 1.1.2、此次股权激励进一步激发公司管理层业务骨干活力

此次员工持股计划，包含公司董事、监事及高级管理共 10 人，认购总金额为 766 万元，占增持计划总金额的 6.47%；公司及公司全资、控股子公司主要管理人员及业务骨干（9 级及以上职级员工），认购总金额预计不超过 11,078 万元，占增持计划总金额的 93.53%。存续期为 60 个月，老员工锁定期 12 个月，入职不满 2 年的新员工，锁定期为 24 个月。

#### 1.1.3、公司实控人航空工业完成央企改制

2018 年 1 月 2 日，公司收到实际控制人中国航空工业集团公司（简称“航空工业”）的通知：“根据党中央、国务院关于中央企业公司制改制的工作部署，经国务院国资委批复同意，中国航空工业集团公司已完成公司制改制，并办理了工商变更登记手续”。航空工业由全民所有制企业改制为国有独资公司；公司名称由“中国航空工业集团公司”变更为“中国航空工业集团有限公司”，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。上述变更事项不涉及公司控股股东及实际控制人的变动，公司与控股股东及实际控制人之间的控制权结构及比例均未发生变化，对公司的经

营活动不构成影响。

至此，十二大军工集团全部完成央企改制，成为公司制体制。其核心在于实现出资人所有权和企业法人财产权的分离，赋予企业独立的法人财产权，促使国企真正成为依法自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体。实控人改制完成对公司经营影响不大。

#### 1.1.4、看好公司自下而上的员工激励措施激活公司活力

公司作为背靠国企背景的百货公司，既可以享受国企背景背书，下沉到三西线城市拓展业务，有望获得当地政府更好支持，又可以享受军工背景实控人下，对零售板块、对公司管理层更多的自主空间。这也促使公司率先突破传统百货购物模式，打造了全渠道零售生活平台，并积极尝试增加体验式业态，无人零售店等零售新业态、新模式。

看好公司未来把握天时（零售业态打破传统模式，有望重新塑造市场品牌、划分市场份额）；地利（央企控股背景，同时实控人给予公司管理层充分的自主空间）；人和（员工超额利润激励机制、管理人员股权激励释放公司自下而上的经营活力），以“百货+超市+X”的多业态全渠道零售格局，推进传统业态调整，并积极探索新业态，同时保持风险可控的探索模式。公司已在所有盈利门店全面推广超额利润分享机制，并继续探索新的激励机制，叠加管理层员工股权激励机制，企业后续提质增效可期。我们预计公司2017/2018/2019年净利润同比分别增长26%/14%/16%，EPS分别为0.82元/0.94元/1.1元，对应2017/2018/2019年PE分别为20/18/15倍，估值合理，目标价19元，给予“推荐”评级。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)     | 2015A        | 2016A        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 8720         | 9567         | 9340         | 11713        | 11964        |
| 现金             | 5158         | 4968         | 5098         | 6904         | 7420         |
| 应收账款           | 59           | 55           | 49           | 69           | 55           |
| 其他应收款          | 291          | 284          | 241          | 334          | 305          |
| 预付账款           | 74           | 57           | 87           | 66           | 103          |
| 存货             | 1035         | 1429         | 1092         | 1568         | 1307         |
| 其他流动资产         | 2103         | 2774         | 2774         | 2774         | 2774         |
| <b>非流动资产</b>   | 5165         | 5191         | 5014         | 4759         | 4789         |
| 长期投资           | 24           | 15           | 7            | -1           | -9           |
| 固定资产           | 1492         | 2109         | 2271         | 2419         | 2584         |
| 无形资产           | 726          | 707          | 704          | 667          | 633          |
| 其他非流动资产        | 2923         | 2359         | 2031         | 1674         | 1581         |
| <b>资产总计</b>    | <b>13884</b> | <b>14758</b> | <b>14354</b> | <b>16473</b> | <b>16753</b> |
| <b>流动负债</b>    | 8147         | 9081         | 8308         | 9996         | 9729         |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 3135         | 3460         | 3286         | 3831         | 3863         |
| 其他流动负债         | 5012         | 5622         | 5022         | 6165         | 5866         |
| <b>非流动负债</b>   | 224          | 78           | 77           | 75           | 75           |
| 长期借款           | 163          | 0            | -1           | -3           | -3           |
| 其他非流动负债        | 61           | 78           | 78           | 78           | 78           |
| <b>负债合计</b>    | <b>8371</b>  | <b>9160</b>  | <b>8385</b>  | <b>10071</b> | <b>9804</b>  |
| 少数股东权益         | 2            | 5            | 4            | 3            | 1            |
| 股本             | 800          | 800          | 800          | 800          | 800          |
| 资本公积           | 1712         | 1709         | 1709         | 1709         | 1709         |
| 留存收益           | 3000         | 3084         | 3742         | 4496         | 5372         |
| 归属母公司股东权益      | 5511         | 5593         | 5965         | 6399         | 6948         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>13884</b> | <b>14758</b> | <b>14354</b> | <b>16473</b> | <b>16753</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2015A       | 2016A       | 2017E      | 2018E       | 2019E      |
|----------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1243        | 1632        | 502        | 2196        | 1054       |
| 净利润            | 1207        | 523         | 659        | 753         | 876        |
| 折旧摊销           | 422         | 374         | 363        | 384         | 214        |
| 财务费用           | 4           | 17          | -25        | -9          | -17        |
| 投资损失           | -1188       | -59         | -84        | -50         | -20        |
| 营运资金变动         | 749         | 796         | -417       | 1120        | -1         |
| 其他经营现金流        | 49          | -19         | 7          | -3          | 2          |
| <b>投资活动现金流</b> | 665         | -1270       | -109       | -76         | -225       |
| 资本支出           | 625         | 747         | -221       | -220        | 25         |
| 长期投资           | -25         | 0           | 8          | 8           | 8          |
| 其他投资现金流        | 1265        | -523        | -321       | -288        | -192       |
| <b>筹资活动现金流</b> | -155        | -611        | -264       | -314        | -312       |
| 短期借款           | -27         | 0           | 0          | 0           | 0          |
| 长期借款           | 163         | -163        | -1         | -2          | 0          |
| 普通股增加          | -7          | 0           | 0          | 0           | 0          |
| 资本公积增加         | 0           | -2          | 0          | 0           | 0          |
| 其他筹资现金流        | -285        | -445        | -263       | -312        | -312       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1752</b> | <b>-248</b> | <b>129</b> | <b>1806</b> | <b>517</b> |

| 利润表(百万元)        | 2015A        | 2016A        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>17396</b> | <b>17273</b> | <b>17961</b> | <b>19038</b> | <b>20656</b> |
| 营业成本            | 13296        | 13100        | 13401        | 14138        | 15283        |
| 营业税金及附加         | 151          | 98           | 117          | 124          | 134          |
| 营业费用            | 3009         | 3123         | 3323         | 3484         | 3718         |
| 管理费用            | 356          | 318          | 359          | 352          | 392          |
| 财务费用            | 4            | 17           | -25          | -9           | -17          |
| 资产减值损失          | 7            | 3            | 4            | 4            | 2            |
| 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 1188         | 59           | 84           | 50           | 20           |
| <b>营业利润</b>     | <b>1759</b>  | <b>673</b>   | <b>867</b>   | <b>995</b>   | <b>1162</b>  |
| 营业外收入           | 43           | 55           | 49           | 50           | 50           |
| 营业外支出           | 131          | 13           | 15           | 15           | 15           |
| <b>利润总额</b>     | <b>1671</b>  | <b>715</b>   | <b>901</b>   | <b>1030</b>  | <b>1197</b>  |
| 所得税             | 464          | 192          | 242          | 277          | 321          |
| <b>净利润</b>      | <b>1207</b>  | <b>523</b>   | <b>659</b>   | <b>753</b>   | <b>876</b>   |
| 少数股东损益          | -1           | -1           | -1           | -1           | -1           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1208</b>  | <b>524</b>   | <b>660</b>   | <b>755</b>   | <b>877</b>   |
| EBITDA          | 1949         | 940          | 1112         | 1234         | 1196         |
| EPS(元)          | 1.51         | 0.65         | 0.82         | 0.94         | 1.10         |

| 主要财务比率         | 2015A | 2016A  | 2017E  | 2018E   | 2019E  |
|----------------|-------|--------|--------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>    |       |        |        |         |        |
| 营业收入(%)        | 2.3   | -0.7   | 4.0    | 6.0     | 8.5    |
| 营业利润(%)        | 132.3 | -61.8  | 28.8   | 14.8    | 16.8   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 124.4 | -56.6  | 25.9   | 14.3    | 16.2   |
| <b>获利能力</b>    |       |        |        |         |        |
| 毛利率(%)         | 23.6  | 24.2   | 25.4   | 25.7    | 26.0   |
| 净利率(%)         | 6.9   | 3.0    | 3.7    | 4.0     | 4.2    |
| ROE(%)         | 21.9  | 9.3    | 11.0   | 11.8    | 12.6   |
| ROIC(%)        | 19.3  | 7.3    | 9.1    | 9.6     | 10.2   |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |        |         |        |
| 资产负债率(%)       | 60.3  | 62.1   | 58.4   | 61.1    | 58.5   |
| 净负债比率(%)       | -90.6 | (88.7) | (85.4) | (107.9) | -106.8 |
| 流动比率           | 1.1   | 1.1    | 1.1    | 1.2     | 1.2    |
| 速动比率           | 0.9   | 0.9    | 1.0    | 1.0     | 1.1    |
| <b>营运能力</b>    |       |        |        |         |        |
| 总资产周转率         | 1.4   | 1.2    | 1.2    | 1.2     | 1.2    |
| 应收账款周转率        | 388.0 | 302.8  | 345.4  | 324.1   | 334.7  |
| 应付账款周转率        | 4.8   | 4.0    | 4.0    | 4.0     | 4.0    |
| <b>每股指标(元)</b> |       |        |        |         |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.51  | 0.65   | 0.82   | 0.94    | 1.10   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.45  | 0.92   | 0.63   | 2.74    | 1.32   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.89  | 6.99   | 7.45   | 8.00    | 8.68   |
| <b>估值比率</b>    |       |        |        |         |        |
| P/E            | 11.07 | 25.53  | 20.27  | 17.73   | 15.25  |
| P/B            | 2.43  | 2.39   | 2.24   | 2.09    | 1.93   |
| EV/EBITDA      | 4.33  | 9.0    | 7.5    | 5.3     | 5.0    |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

|    |                                                                         |
|----|-------------------------------------------------------------------------|
| 北京 | 郝颖 销售总监<br>固话：010-69004649<br>手机：13811830164<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn    |
| 上海 | 吕阳 销售总监<br>固话：021-68865595转258<br>手机：18221821684<br>邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn |
| 深圳 | 史月琳 销售经理<br>固话：0755-82291898<br>手机：13266864425<br>邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn |

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>