

# 天虹商场 (002419.SZ)

## 全面深化转型，新零售业态的先行者

### 核心观点:

#### ● 可选消费复苏，全渠道融合加速，转型龙头公司受益

2011年以来，受人口红利消退、房价上涨、电商冲击、反腐等因素影响，我国社零增速持续下滑。16Q4多维度数据释放行业弱复苏信号：(1) 12月社零、50家零售增速均创年内新高；(2) 可选消费品表现强劲；(3) 大中华地区奢侈品牌销售表现突出；(4) 预付卡销售好转。春节黄金周延续复苏态势。考虑16年1-8月是可选消费板块的低基数，宏观环境若稳定，17年上半年行业有望持续回暖。我们认为内生经营效率高、创新意识强、转型超前的龙头零售企业将脱颖而出，重点推荐天虹商场。

#### ● 中航旗下的全国性商业龙头，屹立创新更迭潮头，经营优势显著

天虹商场是中航工业集团(43.4%)控股的全国性百货龙头，公司立足华南地区对外扩张，已进驻8省、20个城市。作为实体零售转型的先驱，公司采用多业态、全渠道的经营模式，线下涵盖百货(天虹、君尚)、购物中心、超市和便利店(微喔)业态，线上构建了多流量入口的立体电商模式，涵盖虹领巾(PC端+APP)、微品(社交电商)及微信服务号业务，并通过门店互联网化、天虹到家、跨境电商体验店等服务全面实现O2O。历时六年，公司转型效果显著，多项经营数据领先行业。随着业态升级、全渠道战略、Reits轻资产化运作的持续推进，经营效率有望进一步提升。

#### ● 受益消费复苏和经营效率提升，业绩有望改善，中航系国改值得期待

受益消费复苏和经营效率提升，公司业绩有望持续改善，预计2016Q4和2017年延续复苏态势。考虑2017、2018年房地产业务结算，预计公司16-18年归母净利润分别为5.03、7.48和8.09亿，eps分别为0.63、0.94和1.01元，当前股价对应PE分别为19.8、13.3和12.3倍。我们认为公司作为全国性的百货龙头，其经营能力、创新意识和转型变革领先行业，有望受益行业持续回暖和中航系国企改革，参考2017年整体19倍估值(主业21X、地产10X)，给予买入评级。

**风险提示:** 宏观经济下行，消费复苏和国改进程低于预期，新店培育期拉长；

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	16,997.96	17,396.06	17,846.59	20,444.65	21,198.66
增长率(%)	6.02%	2.34%	2.59%	14.56%	3.69%
EBITDA(百万元)	1,026.82	1,005.07	979.99	1,291.04	1,331.25
净利润(百万元)	538.42	1,208.41	502.72	748.23	809.15
增长率(%)	-12.52%	124.44%	-58.40%	48.84%	8.14%
EPS(元/股)	0.667	1.510	0.628	0.935	1.011
市盈率(P/E)	20.36	8.94	19.83	13.33	12.32
市净率(P/B)	2.40	1.96	1.66	1.47	1.32
EV/EBITDA	7.43	5.78	4.56	2.16	1.30

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格 14.00元

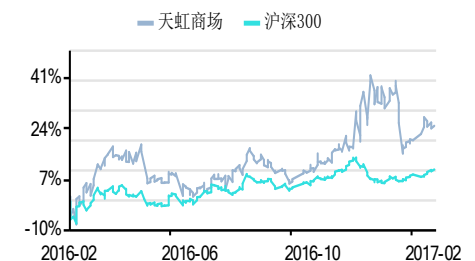
前次评级 买入

报告日期 2017-02-20

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	800/800
流通A股市值(百万元)	11,203
每股净资产(元)	6.89
资产负债率(%)	60.29
一年内最高/最低(元)	16.28/10.99

### 相对市场表现



分析师: 洪涛 S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

分析师: 叶群 S0260516080001

021-60750627

yequn@gf.com.cn

### 相关研究:

【广发商贸-天虹商场】 2016-10-31

2016Q3: 业态调整带动扣非利润增长18.4%

【广发商贸-天虹商场】16半年报点评: 收入略微下滑, 业

态调整带动利润增长36%

【广发商贸-天虹商场】2015 2016-03-10

年报点评: 物业出售带来非经常性利润, 全渠道转型持续发力

## 目录索引

可选消费复苏，全渠道融合加速，转型龙头公司受益.....	5
中航旗下的全国性商业龙头，经营优势显著.....	7
立足华南地区，全国性扩张的百货龙头.....	7
中航系控股，国改提速，有助进一步提升治理结构和管理效率.....	12
业态升级+全渠道 O2O 战略，新零售转型的业内典范.....	14
百货朝购物中心化和体验式业态升级，便利店享受扩张红利.....	14
构建线下门店+线上立体电商+O2O 的全渠道模式，树立行业标杆.....	18
转型效果显著，经营指标高于同行水平.....	20
盈利预测及投资建议.....	22
风险提示.....	24

## 图表索引

图 1: 2017 年春节零售餐饮同比增长 11.4%，预计剔除 CPI 基本与 2016 年持平	5
图 2: 12 月 50 家零售额增速创全年新高	6
图 3: 12 月社零消费增速创全年新高 (%)	6
图 4: 12 月限额企业黄金珠宝同比增速大幅回暖	6
图 5: 可选消费品同比增速创年内新高	6
图 6: 分区域百货及购物中心门店数量占比	9
图 7: 分区域百货及购物中心门店经营面积占比	9
图 8: 门店店龄结构占比	9
图 9: 门店店龄结构-经营面积	9
图 10: 2010 年-2016 年 Q3 营业收入及增速	10
图 11: 2010 年-2016 年 Q3 扣非净利润及增速	10
图 12: 2010 年-2016 年 H1 分业务收入	10
图 13: 2010 年-2016 年 H1 分区域收入	10
图 14: 购物中心可比门店收入增速高于整体	11
图 15: 购物中心可比门店利润增速高于整体	11
图 16: 深圳地区坪效高于非深圳地区	12
图 17: 深圳地区毛利率水平高于非深圳地区	12
图 18: 各区域可比门店收入增速	12
图 19: 各区域可比门店利润增速	12
图 20: 公司股权结构	13
图 21: 中航系国改进程	13
图 22: 2008-2015 年国内便利店销售额及增速	16
图 23: 我国排名前十便利店市场份额	16
图 24: 不同收入阶段红利业态不同，当前线下红利业态为便利店、购物中心、专业连锁、精品专卖	17
图 25: 天虹商场业态升级、O2O 全渠道转型大事记	19
图 26: 天虹商场全渠道战略示意图	19
图 27: 天虹商场收入增速高于行业平均	20
图 28: 近三年天虹商场的扣非 ROE 高于行业平均	20
图 29: 天虹商场的综合毛利率高于行业平均	21
图 30: 天虹商场的百货业务毛利率高于行业平均	21
图 29: 天虹商场的超市业务毛利率高于行业平均	21
图 29: 天虹商场管理+销售费率高于行业平均	21
图 33: 天虹商场的费用结构	21
图 34: 职工薪酬/租赁费/折旧摊销费用增速	21
图 35: 天虹商场季度收入和增速	23
图 36: 天虹商场季度归母净利润收入和增速	23
表 1: 2013-2014 年大量线下零售公司以自营/合作为核心进行 O2O 尝试	7
表 2: 2015 年至今商贸企业线上线下融合案例	7

表 3: 门店区域分布 .....	8
表 4: 百货各城市自有、租赁物业数量及面积 .....	8
表 5: 公司各区域门店变化情况 ( (2010-2016 年) ) .....	10
表 6: 天虹商场 2016 年新开的百货创新业态简介 .....	15
表 7: 天虹商场主要储备项目 .....	15
表 8: 台湾地区人均 GNP 与兴起业态的关系 .....	16
表 9: 日本地区各零售业态兴起时间 .....	17
表 10: 天虹商场自有价值估测 (2016 年末) .....	23
表 11: 天虹商场待结算地产项目情况 .....	23
表 12: 公司盈利预测分拆 .....	24

## 可选消费复苏，全渠道融合加速，转型龙头公司受益

2011年以来，受人口红利消退、房价快速上涨、电商冲击、反腐等因素影响，我国终端零售持续疲软，社零、限额以上零售总额增速持续下滑，从2011年的25%一路下滑至10%。2016年底终端零售数据首次回暖，春节黄金周延续复苏。行业经过五年寒冬终于迎来拐点，总结16Q4消费数据亮点颇多，消费行业全面释放复苏企稳的信号。

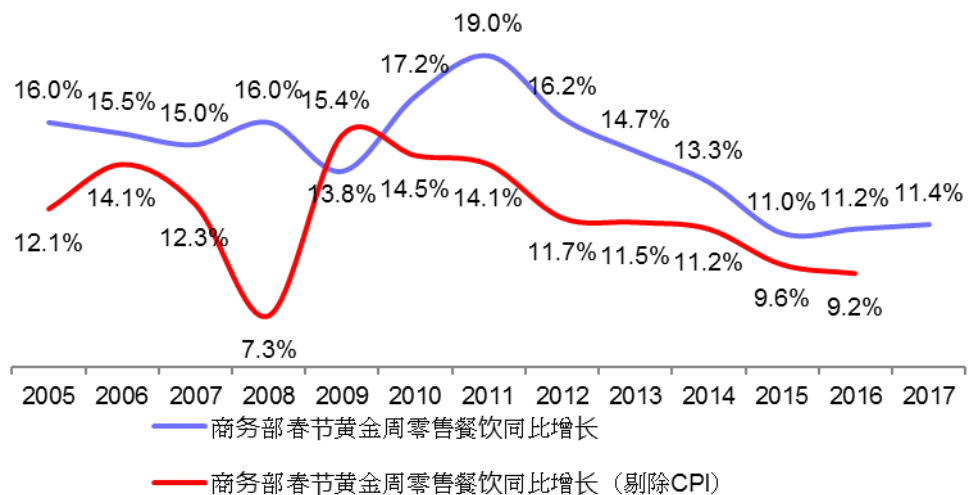
(1) 12月50家零售额单月同比增5.1%为全年最高，增速相比上年同期加快了10.7pp。Q4相较于前三季度企稳回升态势明显。

(2) 12月社会零售消费总额同比增速创全年新高，名义同比增10.9%，实际增长9.2%，环比+0.1pp。广发零售指数(扣除汽车等消费)同比增8.49%，环比+0.03pp，限额以上零售同比增9.8%，环比+0.3pp，同比+1pp。

(3) 可选消费品表现强劲：12月黄金珠宝同比增4.87%（环比+2.1pp，同比-6.3%），增速降幅较年中大幅收窄；其他可选消费品：服装零售额实现同比增7.1%（环比+2pp）、化妆品+11%（环比+2.9pp），均创下全年最高水平。

(4) 预付卡数据转好，代表的传统零售上市公司预收账款项目明显改善。新一轮预付卡回升代表的是居民消费的崛起，线下调研显示主要商圈Q4客流量较前三季度有不同程度的回暖。

图1：2017年春节零售餐饮同比增长11.4%，预计剔除CPI基本与2016年持平



数据来源：商务部公开数据、广发证券发展研究中心

图 2: 12月 50 家零售额增速创全年新高

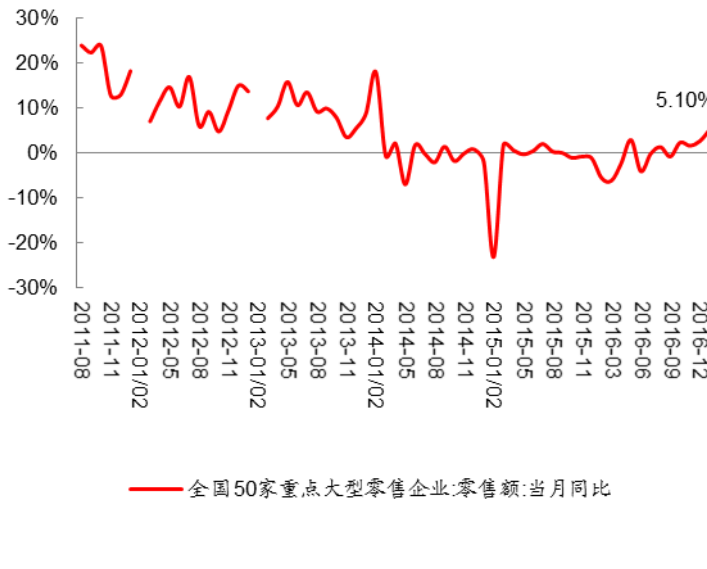
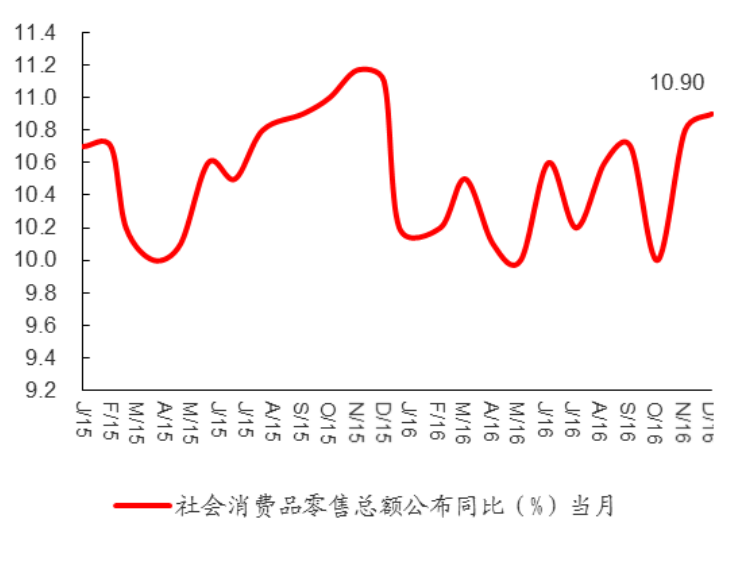


图 3: 12月社零消费增速创全年新高(%)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 4: 12月限额企业黄金珠宝同比增速大幅回暖

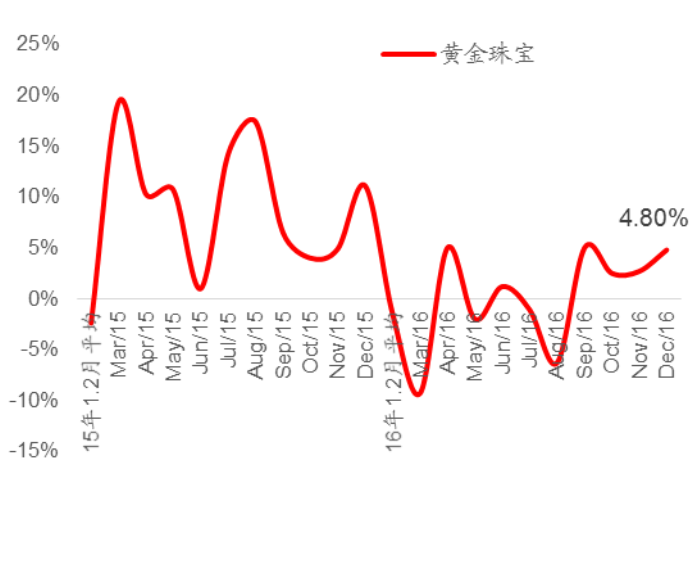
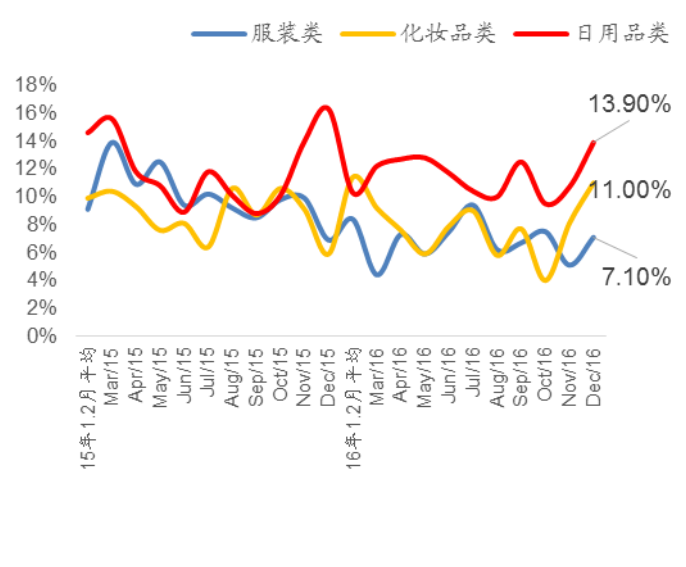


图 5: 可选消费品同比增速创年内新高



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

我们认为,随着地产降温、人民币汇率波动、电商增速回落至20%区间等,影响行业(尤其是可选消费)的负面因素正逐渐退去;政策层面,援引经济参考报1月资讯,2017年供给端改革将出台一系列新政策,力促消费成为拉动经济增长的马车,中高端商品消费被重视,居民收入将从房市全面回流向消费领域。考虑16年1-8月是可选消费板块的低基数,宏观环境若维持稳定,17年上半年可选消费板块有望继续维持正增长。

2016年11月,阿里入股三江引发市场对“新零售”概念的关注。我们所理解的新零售是指以互联网、大数据等新技术为支撑,满足新消费群体消费升级的零售。就渠道而言,新零售就是全渠道融合。过去主要体现在实体零售发展线上业务,即O2O,现在则是双向融合,表现为实体零售转型O2O的二次升级以及线上平台主导下的全



渠道融合。

我们认为，过去几年是实体零售转型O2O的探索期，普遍存在O2O模式不成熟、对融合的本质理解不深、同质化严重等问题，转型效果难以区分梯队。如今，在新一轮消费复苏和全渠道融合驱动下，我们认为内生经营效率高、创新意识强、转型超前的龙头零售企业将脱颖而出，重点推荐天虹商场。

**表 1：2013-2014 年大量线下零售公司以自营/合作为核心进行 O2O 尝试**

公司	主要尝试
天虹商场	自营线上平台网上天虹（后更名为虹领巾）、微店、微信服务平台
新华都	联手阿里打造 O2O 生活平台，PC+支付宝移动端
步步高	自营跨境电商平台云猴网
友阿股份	组建友阿云商，打造线上奥莱电商平台“友阿特品汇”
红旗连锁	微信公众号平台、自营 APP 平台“红旗快购”
重庆百货	自营“世纪购”跨境电商平台、支付宝支付
首商股份	与阿里旗下云淘合作，门店接入喵街

数据来源：公司公告整理、广发证券发展研究中心

**表 2：2015 年至今商贸企业线上线下融合案例**

公司	时间	主要尝试
京东	2015 年 8 月	43 亿元战略入股永辉超市，获取超市 10%的股份
阿里巴巴	2015 年 8 月	38 亿元战略入股苏宁云商，以 19.99%的占股成为其第二大股东
	2016 年 11 月	21.5 亿元战略入股三江购物，收购其 32%的股权
	2017 年 1 月	以 177 亿元的价格私有化银泰商业
亚马逊	2015 年 11 月	开设第一家实体书店“Amazon Books”
	2016 年 12 月	开设 Amazon Go，购物在智能手机上完成
沃尔玛	2016 年 10 月	增持京东股权至 10.8%，成为其董事会观察员
易果生鲜	2016 年 12 月	9.5 亿港元入股联华超市，成为其第二大股东

数据来源：产业信息网、广发证券发展研究中心

## 中航旗下的全国性商业龙头，经营优势显著

### 立足华南地区，全国性扩张的百货龙头

天虹商场成立于1984年，以深圳为起点，立足华南地区对外扩张，已成为全国性的百货龙头。作为实体零售转型的先驱，公司采用多业态、全渠道的经营模式，线下涵盖百货（君尚、天虹）、购物中心、超市和便利店（微喔）等业态，线上构建了多流量入口的立体电商模式，涵盖虹领巾（网上商城&跨境电商，PC端+app）、微品（社交电商）及微信服务号业务，并通过门店互联网化、天虹到家、跨境电商体验店等服务全面实现O2O。

截止当前，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/市的20个城市。合计拥有66家百货（含附属超市及2家特许经营门店），4家购物中心和172家便利店，总营业面积约227万平米，其中百货的自有物业经营面积

为24.9万平米。公司的门店布局较为集中，主要集中在深圳、华南地区其他城市和以江西为主的华中地区，分别开始了30/11/16家百货及购物中心店，经营面积占比分别为42.72%/8.42%/26.79%。门店整体店龄结构合理，5年以上成熟门店数量和经营面积占比分别高达67%和53%。

**表 3: 门店区域分布**

门店区域分布	百货（含附属超市）	购物中心	便利店
深圳	28	2	--
北京	3	0	0
成都	1	0	0
华南区其他城市	10	0	152
东南区	5	0	14
华中区	15	1	15
华东区	4	1	0
合计	66	4	181

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：便利店数据截至2016年上半年，且华南区其他城市便利店数据包括深圳市

**表 4: 百货各城市自有、租赁物业数量及面积**

城市	自有物业	
	数量	面积（万平方米）
东莞	1	5.7
吉安	1	10.0
厦门	1	2.0
南昌	1	3.7
深圳	1	5.7
城市	租赁物业	
	数量	面积（万平方米）
东莞	4	10.69
厦门	2	4.77
南昌	7	23.20
深圳	28	81.39
北京	3	7.69
成都	1	4.76
赣州	1	2.50
福州	2	8.13
杭州	1	7.30
惠州	4	9.68
嘉兴	1	2.00
娄底	1	3.30
绍兴	1	3.30
苏州	2	8.99
湘潭	1	5.30



岳阳	1	5.78
长沙	1	3.00
珠海	1	4.00
株洲	1	3.50

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 6：分区域百货及购物中心门店数量占比

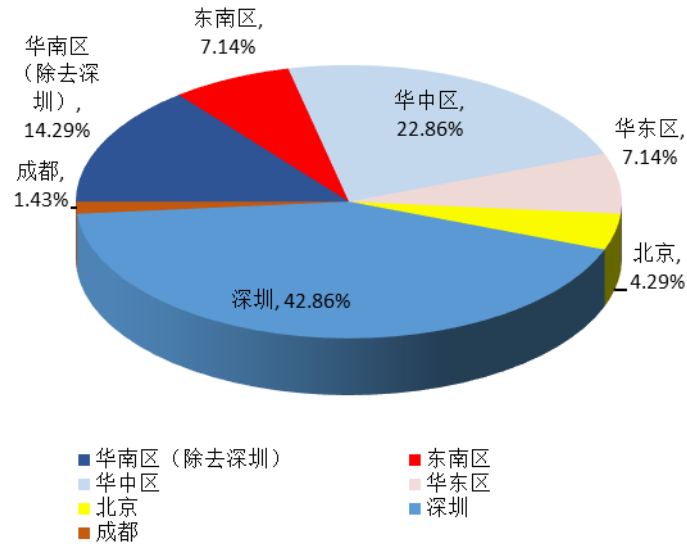
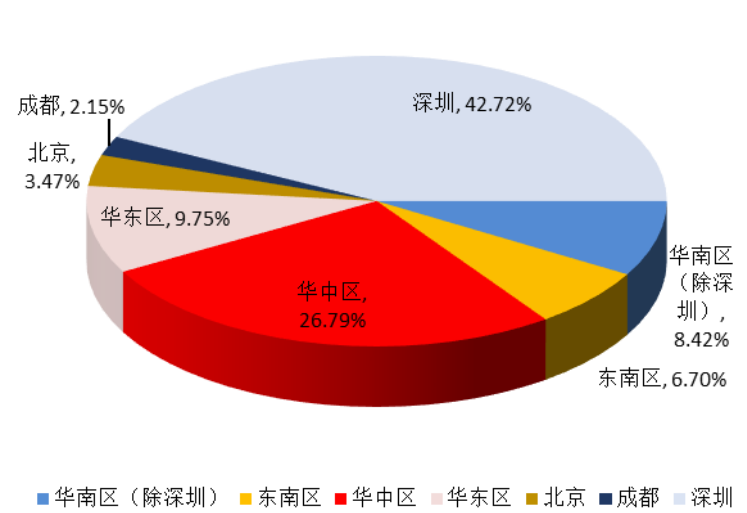


图 7：分区域百货及购物中心门店经营面积占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 8：门店店龄结构占比

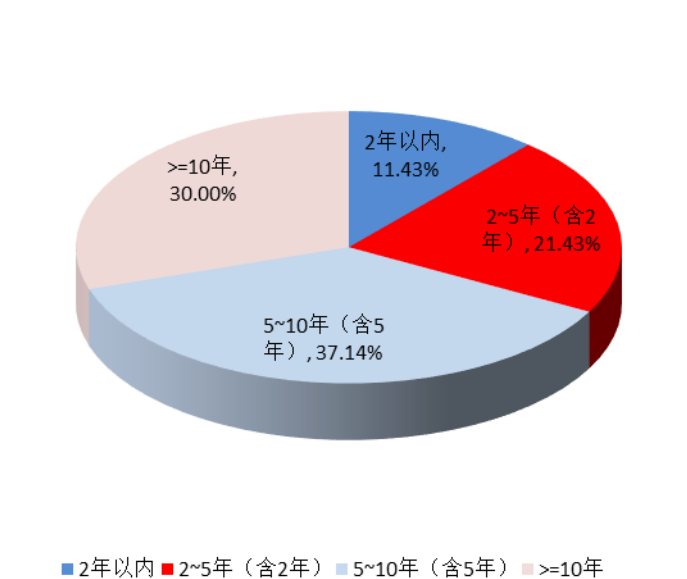
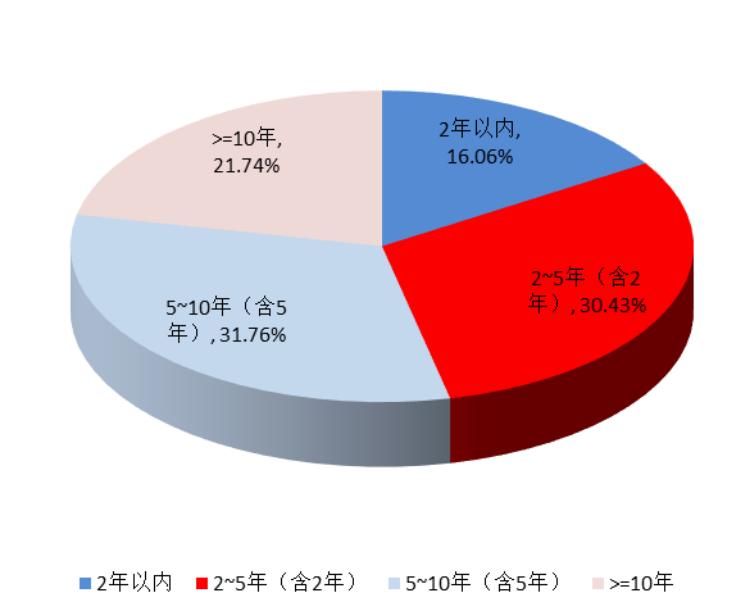


图 9：门店店龄结构-经营面积



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司上市以来，加快全国扩张步伐，2010-2014年间，年均新开业7家门店，在发展华南、华中重点区域的基础上，扩张至东南、华东等区域。2012年，随着行业进入调整期，受前期对外扩张步伐过快、门店培育期拉长、外埠门店亏损等影响，公司业绩承压。对此，公司调整经营策略，采取关闭外埠亏损门店（年均1-3家）、放缓开店步伐以及将经营重心转至培育店减亏等措施。2015年，公司新开门店两家，

集中关闭了4家亏损的外埠门店（确认1.2亿关店损失）。2016年，公司新开门店6家（百货4家，购物中心1家，特许加盟店1家），改造门店1家，关闭亏损门店1家。预计未来三年，在巩固深圳区域地位的基础上，保持每年新开5家门店的对外扩张速度，将更加注重新门店选址、定位筹划的质量和实现程度。

表 5: 公司各区域门店变化情况（2010-2016 年）

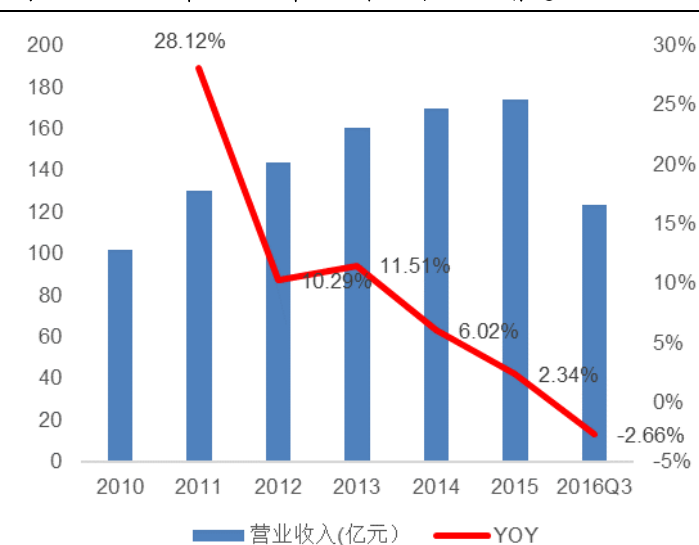
门店区域分布	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
华南区其他城市	6	7	8	9	10	10	10
华中区	4	6	8	10	12	13	16
东南区	4	6	7	6	6	5	5
华东区	4	5	6	6	6	5	5
深圳	22	22	25	26	28	28	30
北京	2	2	3	3	3	3	3
成都	0	0	1	2	2	1	1
山东	0	1	1	0	0	0	0
合计	42	49	59	62	67	65	70

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司13-15年实现收入分别为160.32亿、169.98亿、173.96亿，复合增速为4.17%；扣非净利润分别为5.70亿、5.01亿、4.48亿，复合增速为-11.41%。2016年1-3Q实现收入和扣非净利润分别为123.57亿和3.04亿。

分业务来看，公司收入来源于百货、超市以及X（配套餐饮娱乐、电器及加工修理等业务）和其他业务（金融）。其中，百货和超市业务的收入占比分别为61.42%和31.86%，占据主体。近三年，百货收入占比略有下滑，超市收入占比小幅提升。从经营效率来看，购物中心表现出较快的增长，2016年Q3可比门店的收入和利润增速分别为8.21%和1549.30%，高于整体。

图 10: 2010 年-2016 年 Q3 营业收入及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 12: 2010 年-2016 年 H1 分业务收入

图 11: 2010 年-2016 年 Q3 扣非净利润及增速

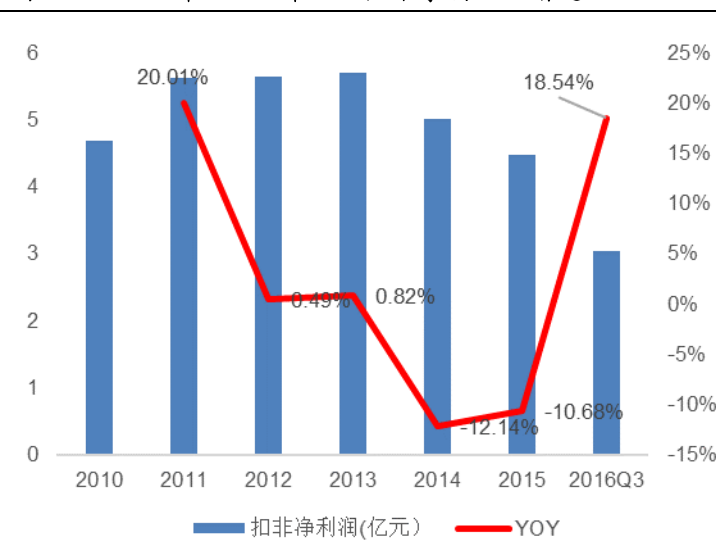
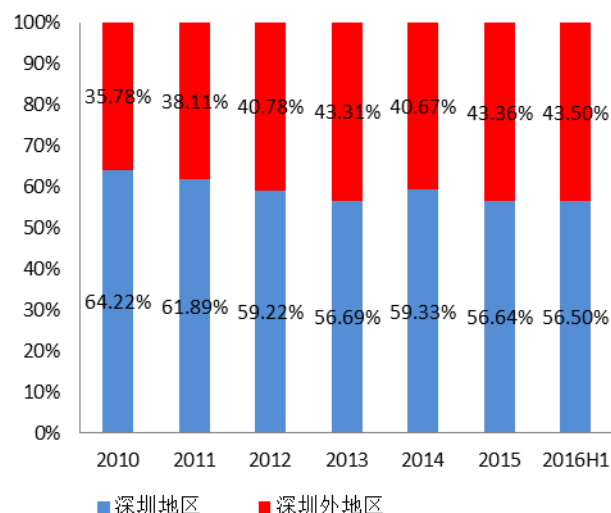
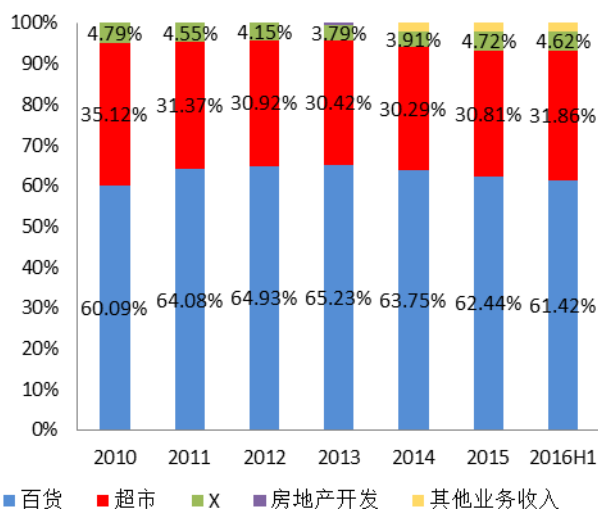


图 13: 2010 年-2016 年 H1 分区域收入

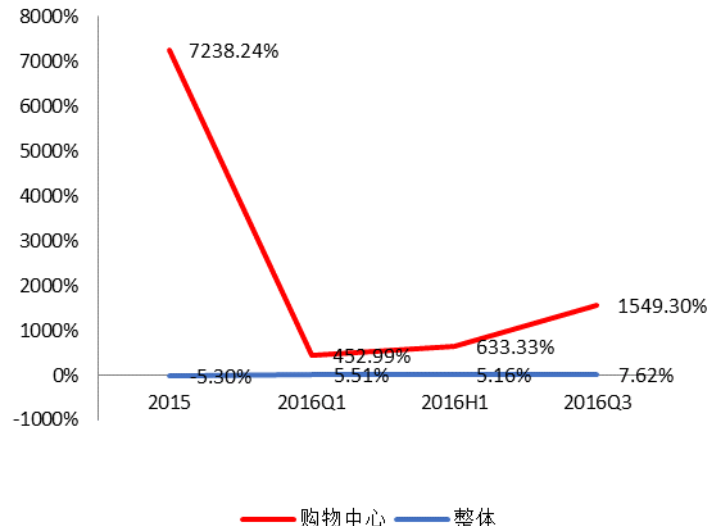
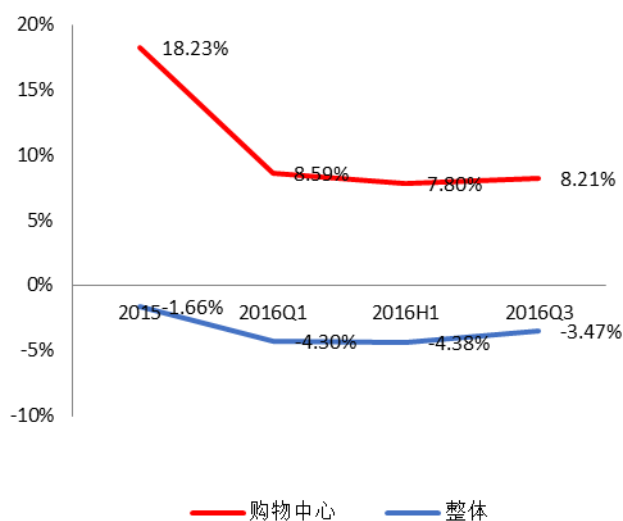


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: X指除百货、超市外的其他配套品类, 如餐饮、娱乐等即时消费以及电器、加工修理等业务

图 14: 购物中心可比门店收入增速高于整体

图 15: 购物中心可比门店利润增速高于整体



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

分区域来看, 深圳作为公司的大本营, 由于门店集中、区域较强的品牌影响力及占据产业资源等优势, 是公司最主要的营收来源 (占比高达56%), 并且在行业低迷期, 深圳地区的经营水平优于其他区域, 表现为坪效和毛利率水平更高、可比门店收入和利润增速更稳定。

图 16: 深圳地区坪效高于非深圳地区 (单位: 元)

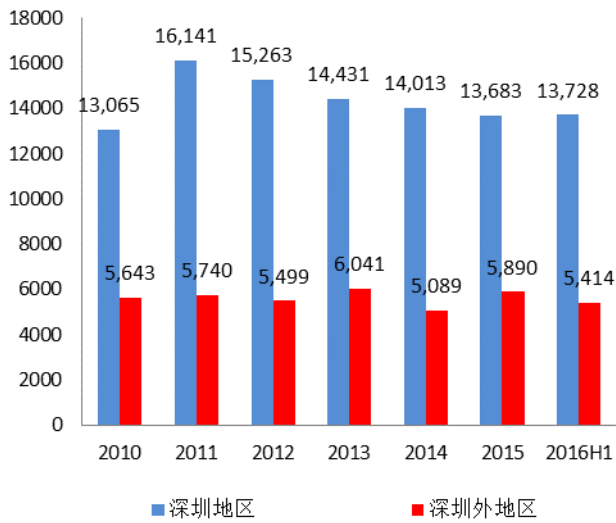
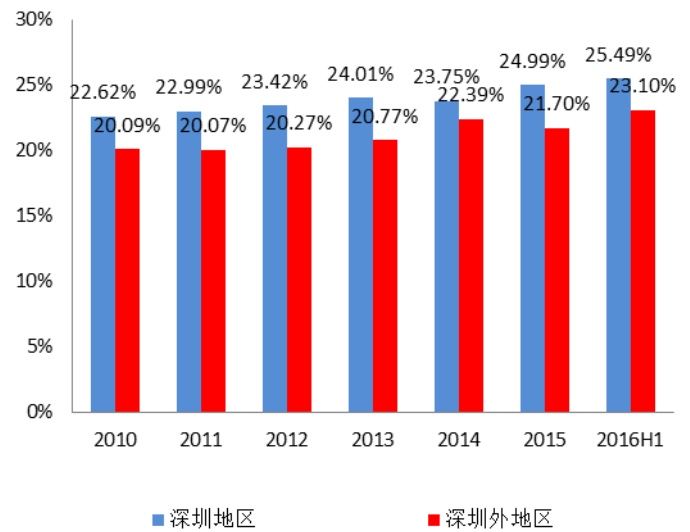


图 17: 深圳地区毛利率水平高于非深圳地区



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 18: 各区域可比门店收入增速

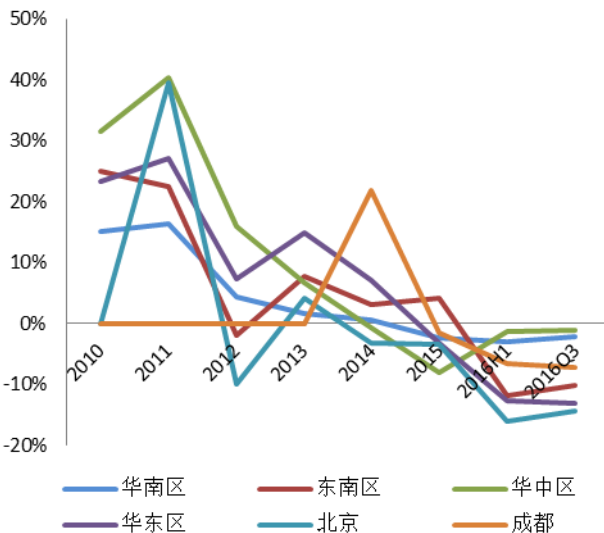
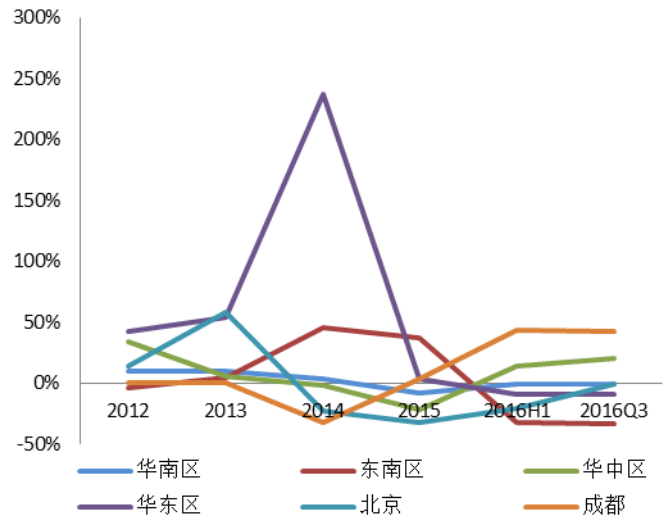


图 19: 各区域可比门店利润增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 中航系控股, 国改提速, 有助进一步提升治理结构和管理效率

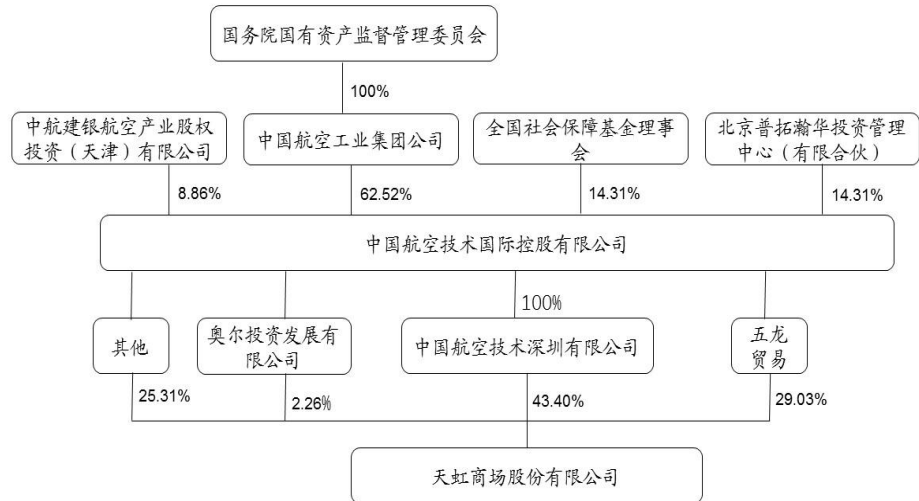
公司股权集中, 第一大股东中国航空工业集团持有公司43.4%的股份, 为实际控制人。外资投资控股公司五龙贸易为第二大控股股东, 持股29.03%, 实际控制人为黄康俊。奥尔投资发展有限公司持股2.26%, 是公司管理层委托持股公司, 2011年上市之初曾持股7.95%, 后逐步减持。

中国航空工业集团是由中央管理的国有特大型企业, 是国家授权投资的机构, 于2008年11月6日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。集团公司主营业务涵盖军用航空与防务、民用航空、工业制造、现代化服务业。随着一系列国企改革政策出台, 中航工业明确聚焦主业, 逐步剥离非主营业务资产。从2016

起，改革动作频繁。2016年7月中国航发脱离中航工业系统，同年9月中航工业将地产业务整体剥离。2017年1月，集团召开工作会议，明确落实全面深化改革任务，将坚定不移继续剥离辅业，把全集团业务涉及的行业大类由75个减少到60个。

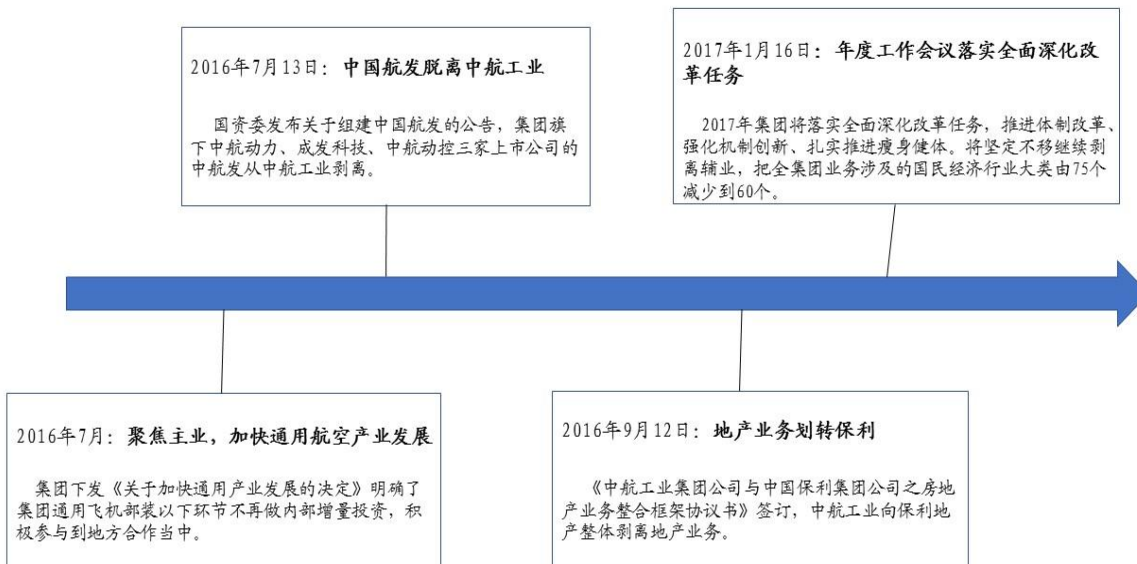
天虹商场作为集团商贸业务的上市平台，存在较强的改革预期，改革方向包括混合所有制改革、引入战投、管理层激励等。

图 20: 公司股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图21: 中航系国企改革进程



数据来源：广发证券发展研究中心



## 业态升级+全渠道 O2O 战略，新零售转型的业内典范

从2011年开始，受GDP下滑、反腐、房价上涨等因素影响，社零增速中枢持续下移，从12年的15%下滑至15年的10%左右。再加上电商对线下冲击较大、经营成本抬升等因素，传统百货、商超面临经营困境，收入、盈利能力大幅下滑。近几年实体零售纷纷转型，包括互联网化、资产证券化和业态调整等举措。相比起来，天虹商场创新意识较强，转型时间早也更为全面，走在行业前列。天虹从2010年开始采取了一系列举措进行业态升级和线上线下全渠道融合，包括百货朝购物中心化和体验式业态转型、便利店五年千店计划、构建“微信+虹领巾+微品”多流量入口的立体电商模式，以及通过天虹到家+跨境电商体验店+自提点的方式实现O2O等。历时六年，公司的经营效率和盈利能力持续改善，经营数据优于同行，新店培育效果提升，成为新零售转型的典范。

### 百货朝购物中心化和体验式业态升级，便利店享受扩张红利

在终端消费不景气的大环境下，传统百货受同质化竞争严重、电商冲击、反腐等因素影响，业绩下滑最为显著。与此相反，购物中心、便利店和专业连锁等符合消费升级趋势的新业态迎来了快速成长。

公司较早意识到百货业态面临的经营困境，率先推进业态升级，分别于2013和2014年新增了“购物中心”和“便利店”业态，并推进传统百货朝购物中心化、门店互联网化和生活方式主题编辑化方向转型。

**调整业态结构，提升购物中心和体验类业态比例。**传统百货与购物中心的本质区别是零售类和体验类业态从70-80%下降至45-55%，体验类业态占比提升至30%-50%，甚至更高。体验类业态具有聚客能力强、消费滞留时间长及互动性强等特点，对其他业态的消费带动作用明显，并能有效缩短新项目的市场培育期。从需求角度来看，餐饮、文化娱乐等服务型消费占比提升也是居民消费升级的重要方向。因此，体验类业态在线下实体零售的占比持续提升是大势所趋。

公司将加快提升购物中心和体验式业态的比例，主要从三方面着手：

**(1) 14个储备项目均按购物中心业态规划。**截止当前，公司拥有14个储备项目，合计建筑面积112.9万平米，平均单个项目建筑面积8万平，均按购物中心业态设计规划。

**(2) “一店一议，千店千面”，差异性地提高体验类业态占比。**在推出新门店或改造原门店时，依据各门店的特点，将商品和服务按生活方式主题编辑，差异性地提高体验类业态的占比至20%-50%，甚至更高。2016年，公司新开了4家以体验、生活方式为主题的创新百货，包括南昌cool+、君尚3019、珠海天虹和新沙天虹，改造了1家老店——民治天虹。新开商场的业态更丰富、主题更鲜明、场景体验感更强，例如：珠海天虹定位年轻潮流，在商场场景打造上分六大主题“东西市”、“风尚廊”、“花语间”、“同乐园”、“潮热社”、“嗨聚里”，展现了潮流、青春与生活的完美结合。新沙天虹围绕“畅享欢乐时光的生活中心”的定位，打造了全国首个室内夜宴主题街——Yes! 街、引进深圳首个超级大滑梯等。

**(3) 增加商场主题文化活动的次数，增强与外部合作，不断提高客户参与度。**



2015年，天虹全国门店文化活动共突破1万场。2016年上半年，公司门店开展生活文化空间6100余场。

表 6: 天虹商场 2016 年新开的百货新业态简介

百货名称	开业时间	体验式业态占比	简介
南昌 Cool+	2016 年 9 月 23 日	50%	围绕 90 后进行主题编辑，定制“潮酷、有趣、多变”的生活空间
深圳君尚 3019	2016 年 12 月 9 日	70%	将“文化、创意、慢生活”作为理念，定位成“一个出售生活方式的地方”，引进书吧、插花、绘画、烹饪、蓝染、木艺、皮雕、影院、健身等体验业态
珠海天虹	2016 年 12 月 10 日	-	定位年轻潮流，在商场场景打造上分六大主题“东西市”、“风尚廊”、“花语间”、“同乐园”、“潮热社”、“嗨聚里”
深圳新沙天虹	2016 年 12 月 16 日	45%	围绕“畅想快乐时光的生活中心”的定位，打造全国首个室内夜宴主题街——Yes! 街，引进了深圳首个超级大滑梯
深圳民治天虹	2016 年 12 月 24 日	-	首家花园式购物空间，每个楼层都有各种景点（街灯、花池、绿植墙、石路等）映射花园主题；通过楼层划分出“乐淘铺、乐活族、乐想家”四个区域，按照顾客生活方式进行品类布局，并通过楼层的品牌结合，进行生活场景的重新编辑；高达 80% 女装和童装品牌设有儿童娱乐区/亲子互动区，如哺乳室、科普类展示墙、儿童互动草坪、创意乐堂等。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 7: 天虹商场主要储备项目

主要储备项目	城市	预计开业时间	建筑/营业面积（万平方米）	用途	物业租赁
南昌朝阳洲项目	南昌	2017 年	12	购物中心	自有
南昌红谷滩莱蒙项目	南昌	2019 年	15	购物中心	自有
厦门思明区会展北购物中心	厦门	2017 年	5	购物中心	自有
苏州相城天虹广场	苏州	2017 年	11.5	购物中心	自有
厦门枋湖项目	厦门	2017 年	7.2	购物中心	租赁
佛山岭君广场	佛山	2017 年	8	购物中心	租赁
鹰潭天虹购物中心	鹰潭	2017 年	7.7	购物中心	租赁
宜春喜来乐中央城市生活项目	宜春	2017 年	9	购物中心	租赁

长沙京武项目	长沙	2017年	3.7	购物中心	租赁
泰和项目	吉安	2017年	3	购物中心	加盟
吉安铜锣湾项目	吉安	-	8.3	购物中心	租赁
深圳闽泰项目	深圳	2018年	10	购物中心	租赁
苏州市姑苏区石路项目	苏州	-	4.5	购物中心	租赁

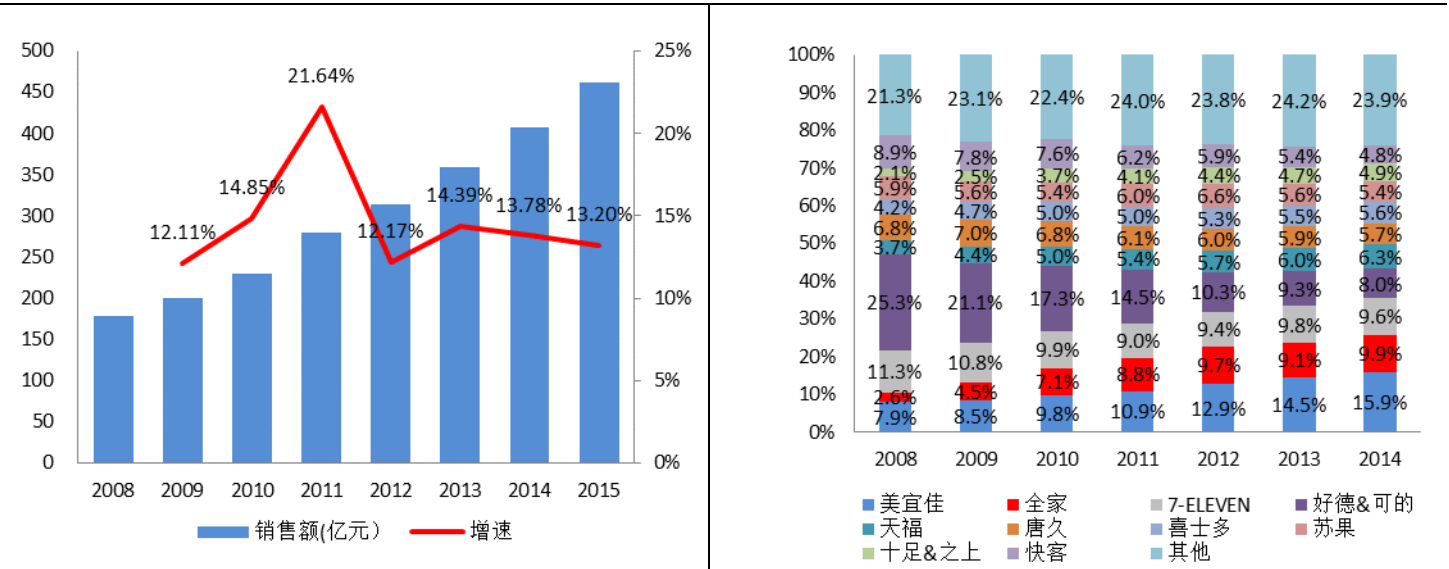
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

便利店是收入水平提高、消费升级的红利业态，已步入高速增长时代。我们认为，人均GDP与零售业态的生命周期密切相关，不同收入水平下，消费者对商品和服务的需求存在差异，因而不同阶段的红利业态也存在差异。从日本和台湾的发展经验来看，随着人均GDP的不断提业态升级的顺序依次为：百货、超市、便利店、购物中心、精品专卖店。当人均GDP达3000美元时，为便利店导入期；当人均GDP达5000美元时，进入便利店快速成长期；当人均GDP达1万美元时，进入行业激烈竞争期。中国的发展路径会和日台比较接近，我国大部分省份属于大卖场业态成熟期，随着大部分省份人均GDP进入7000美元，对消费的便利性和个性化需求抬升，一、二线城市便利店业态具备较大的需求空间。实际上，国内便利店销售收入已经从2008年的178亿元增长到2015年的461.7亿元，年均复合增速达到14.55%。预计未来5年，随着人均收入提升、低线城市消费升级及门店下沉，将带动门店和销售额保持两位数增长，我国已进入便利店市场高速增长时代。

国内便利店行业的竞争格局非常集中，排名前十的连锁便利店占据了76.1%的市场份额。相较商超，连锁便利店业态更为依赖门店规模、后台信息系统、物流配送体系、优质的供应链和门店精细化管理，进入壁垒更高并且区域优势明显，未来行业集中度将进一步提升。从市场份额来看，2014年美宜佳便利店的份额为15.9%，排名第一，全家和7-Eleven便利店，分别位列第二、第三。

图 22：2008-2015 年国内便利店销售额及增速

图 23：我国排名前十便利店市场份额



数据来源：产业信息网、广发证券发展研究中心

表 8：台湾地区人均 GNP 与兴起业态的关系

人均 GNP (美元)	发展蓬勃的业态	消费特性	台湾各业态兴起时间及人均 GNP
1000	百货公司	喜爱多种商品、高品质商品	1964 年, 956 美元
3000	超级市场	重方便、快捷、清洁、卫生	1973 年, 3046 美元
6000	便利店	追求便利、时效、明亮卖场	1977 年, 6333 美元
10000	量贩店	追求大量购买、低价商品	1981 年, 10202 美元
12000	购物中心	多元化购物便利, 讲究品味气氛	1984 年, 12490 美元
15000	DIY,Home Center,Non-store Retailing, 精品专卖店	个人休闲时间增多, 讲究个性化、品位化、希望自己动手做	2004 年, 15156 美金

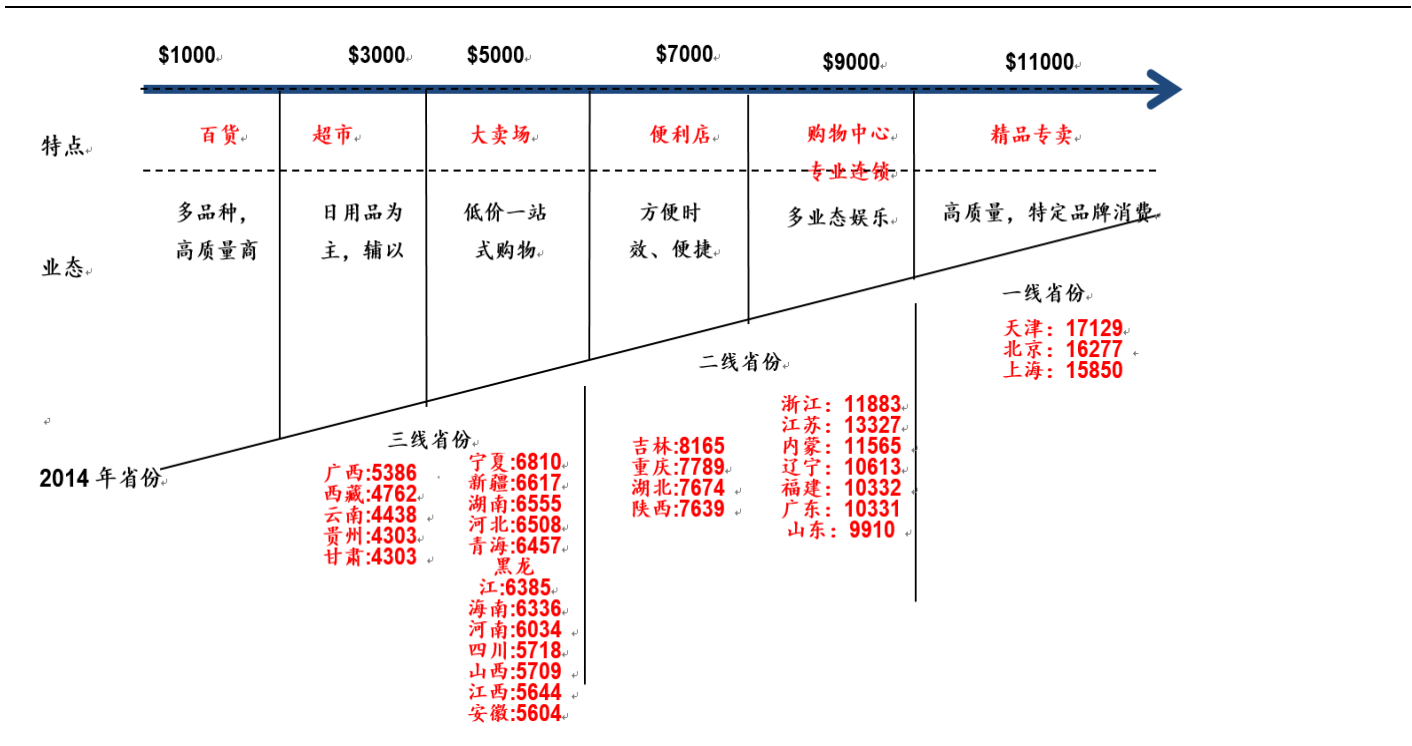
数据来源: 产业信息网、统计局、广发证券发展研究中心

表 9: 日本地区各零售业态兴起时间

发展蓬勃的业态	特点	日本各业态兴起时间及人均 GDP
百货公司	产品种类齐全	1920 年, 1953 年 222 美元
大型综合超市	超级市场和日本式廉价商品结合	1960 年, 479 美元
便利店	便利性、时效性、附加服务	1970 年, 2004 美元
购物中心	多业态娱乐	1974 年, 4281 美元

数据来源: 产业信息网、广发证券发展研究中心

图 24: 不同收入阶段红利业态不同, 当前红利业态为便利店、购物中心、专业连锁、精品专卖 (单位: 美元)



数据来源: 统计局、广发证券发展研究中心

天虹通过并购+自建方式扩充便利店业态, 目标五年千店。2014年, 公司以2909

万元收购万店通100%股权，获得深圳、东莞地区153家便利店，同年，创立了“微喔”便利店品牌，正式进军该业态。天虹便利店采取“零售+餐厅式+个性化服务+O2O”的模式，依托现有商品供应链（天虹大超）和社区零售营运经验，定位于社区居民生活的线上线下最后一公里服务站和居家生活的智慧管家。作为社区O2O的重要节点，便利店承接线上业务的订货点、取货点和退换货点功能，以及社区应急消费和家居生活帮手。截止2016年底，公司开设便利店170家，分布在深圳、东莞、厦门和南昌，直营店占比为2/3，目前厦门的经营状态最好（租金成本低、生活方式小资）。公司目标到2021年，集中于这四座城市，将便利店的门店网络扩充至1000家，收入规模达30亿。

### 构建线下门店+线上立体电商+O2O的全渠道模式，树立行业标杆

2013年，公司正式制定并实施了“全渠道”战略，指在线下实体门店升级的基础上，线上构建多流量入口的立体电商模式，并打通线上线下，在商品、营销、物流、客户服务、订单管理、数据分析等方面完全共享，实现“一个后台、多个端口”，让消费者选择任意渠道进入天虹享受一致的消费和体验。

近两年，公司积极推进“全渠道”战略，主要举措有：

**（1）线上推出了虹领巾（PC端、移动端）、微信（移动端）、微品（移动端）业务，搭建了“移动端+PC端”多流量入口的立体电商模式，并实现了全渠道会员身份的统**。线上收入高速增长，2015和2016年H1线上销售同比增速分别为70%和63%。截止2016年H1，移动端粉丝数达到586万，微品店主总数约19万。

虹领巾定位于本地生活化消费服务平台，根据用户的不同场景消除本地生活消费痛点，连接社区生活服务，为本地顾客提供更便利、更懂生活的解决方案。2015年10月正式发布app，已经上线移动购物、海外购、门店营销、跨境电商和超市直送天虹到家等业务模块，开始尝试本地化生活服务功能运营和体验。

天虹微信的功能主要是按照顾客生活方式推出主题活动，实现消费者教育。目前已经完成基于微信的门店电商化销售平台的构建，开创了主题编辑销售模式、全面实现门店微信支付以及上线了海外购。

天虹微品是移动社交电商平台，通过B2B2C（公司-店主-顾客）的销售模式主推精选单品分享和送礼功能。微品让天虹员工通过手机开店，深度参与线上销售，并同时向天虹外部拓展店主。其运营模式是，用户注册后成为店主，根据需要选择天虹微品推荐的商品来编辑网店，并通过微信朋友圈、微博、QQ等社交平台分享传播，形成销售并获得相应的返利，返利按周结算。店主只需负责销售，物流、售后服务均由天虹微品负责。同时，天虹微品为店主提供流量数据监测，如销售排名、每日订单、每日成交额、每日访客流量等。

**（2）推出“天虹到家+跨境电商体验店+自提点”配套O2O服务。**为实现门店电商化，打通线上线下物流和销售，公司推出天虹到家、跨境电商体验店、自提点业务。“天虹到家”是指顾客通过“虹领巾”APP下单，就近门店商品最快2小时送货上门。“跨境电商体验店”则主要配合天虹海外购的销售，实现“门店体验+线上下单+送货上门”的模式。截至2016年H1，“天虹到家”已经上线门店共48家，跨境电商体验店全国累计开店35家，涵盖深圳、厦门、长沙、苏州、成都等城市。截



至2015年底，设立社会合作自提点2047个，天虹门店自提点112个。

**(3) 重塑全渠道供应链。**供应链是战略转型的核心支持，天虹自2014年起大力推进供应链升级工作，包括加强源头采购、建设全球采购网、开发自有品牌、发展品类集合馆、品牌代理、柔性供应链及金融服务等。

通过国内生鲜基地源头采购和国际直采深入超市供应链上游。截止目前，公司累计实现50个国内生鲜基地的源头采购，已初步搭建东南亚、日韩、欧洲、美洲四大区域直采网络，实现韩国、日本、马来西亚、德国、丹麦等20个国家的国际直采，涉及食品、生鲜、日用品等商品。2016年H1实现全球直采销售增幅12倍，国内生鲜直采销售额同比增长15.6%。

积极推进百货朝“生活方式主题编辑化”转型，加快发展自有品牌、品类集合馆、国际品牌代理等，以提升百货的毛利水平和自营占比。截止2016年H1，公司开设了女杂、家居、Rain系列等品类集合馆合计21家。其中，Rain系列自营集合馆由专业的时尚买手和运营团队进行品牌和商品的引进、采买、陈列和主题编辑，包含Rain&Color（女杂）、Rain&Co.（时尚买手）、Rain&Home（家居）及Rain&kids（儿童）系列。除Rain&kids外，其他三大集合店均已经进驻君尚3019。在品牌代理方面，公司已经引进CACHE CACHE、梦芙施、JOJO等，后续将继续以CACHE-CACHE为代表，快速复制国际快时尚品牌。2015年，公司百货自营业务占比仅1.3%，未来随着公司不断加强百货的供应链升级，盈利结构和自营占比有望持续改善和提升。

推进柔性供应链和金融服务。2015年10月，公司携手百度成立“百度&天虹零售大数据实验室”，在大数据应用和O2O到家业务方面，展开深度战略合作，通过大数据的应用，推进C2B柔性供应链，实现全渠道库存管理。在供应链金融方面，2015年11月，公司成立小额贷款公司，主要为供应商提供灵活便捷的小额信贷、融资担保服务。小额贷款业务稳步推进，2016年H1实现收入和净利润分别为3092万和246万元。

图25: 天虹商场业态升级、O2O全渠道转型大事记



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图26: 天虹商场全渠道战略示意图

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 转型效果显著，经营指标高于同行水平

2011年行业进入调整期，公司受新门店培育期拉长、外埠门店亏损等影响，收入和净利增速持续下滑。对此，公司积极调整线下门店，探索互联网和全渠道转型，历时六年，公司转型效果显著，多项经营数据表现优异，高于行业平均水平。

公司的收入增速和扣非ROE高于行业平均水平，在2014年行业整体下滑的情况下，公司的收入仍能维持逆势增长，表现出更强的经营抗压能力。公司的扣非ROE

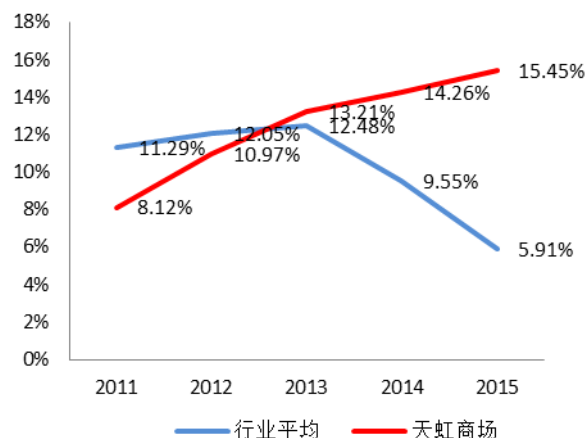
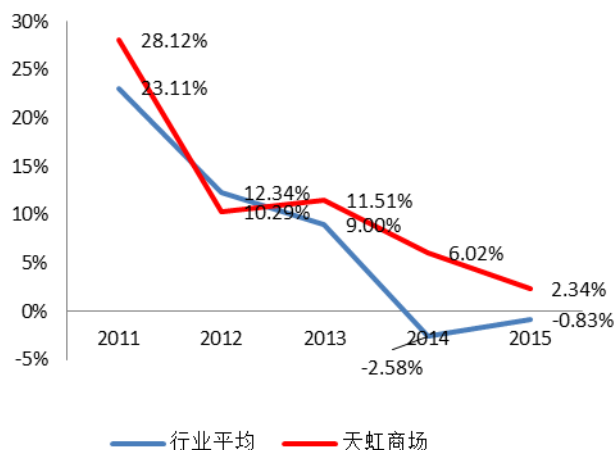
从毛利率来看，2011-2015年，公司始终维持在23.09%-23.9%的高毛利率水平，高出行业平均毛利率3个百分点左右，处于行业领先水平。得益于公司积极推进超市和百货供应链升级（生鲜基地源头采购、国际直采、自有品牌、品类集合馆、品牌代理），近两年，超市和百货毛利率逐年提升，均高于行业均值。

公司的销售+管理费用率逐年增长，高于行业平均水平。公司自上市以来门店扩张较快并且以租赁物业居多，近两年，由于深圳、北京、厦门等一二线城市的房价和人工成本上涨较快，公司的职工薪酬和租赁费用增长较快，高于行业平均水平。

图 27：天虹商场收入增速高于行业平均

图 28：近三年天虹商场的扣非 ROE 高于行业平均

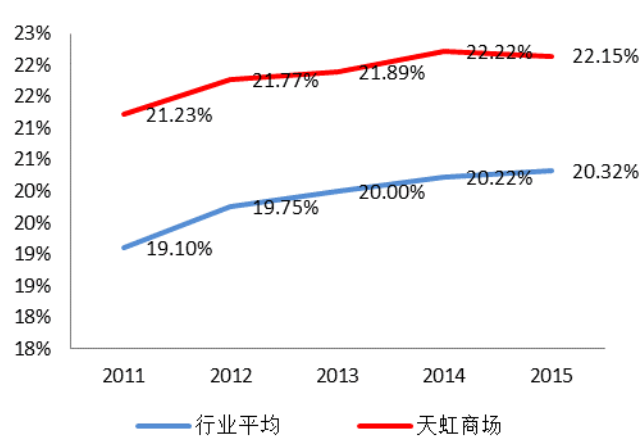
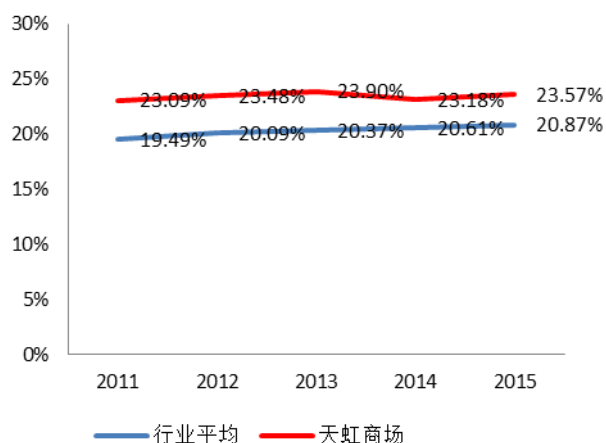




数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 29：天虹商场的综合毛利率高于行业平均

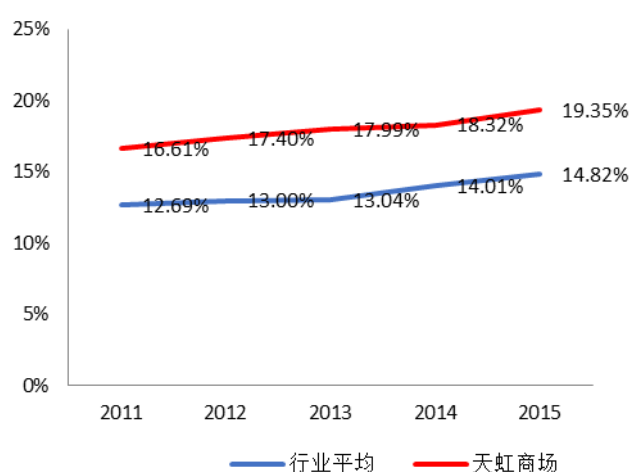
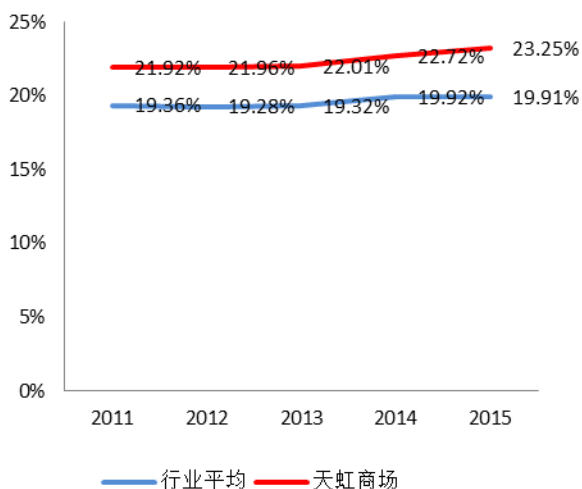
图 30：天虹商场的百货业务毛利率高于行业平均



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 31：天虹商场的超市业务毛利率高于行业平均

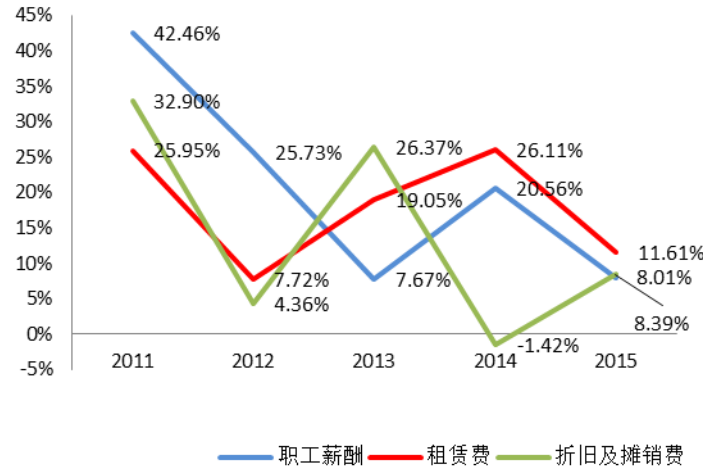
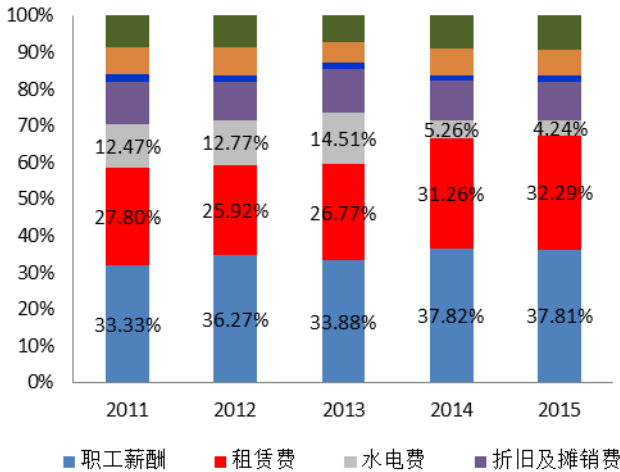
图 32：天虹商场管理+销售费率高于行业平均



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 33：天虹商场的费用结构

图 34：职工薪酬/租赁费/折旧摊销费用增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 盈利预测及投资建议

我们认为，从去年底开始的可选消费复苏有望维持到2017年上半年，在本轮消费复苏和全渠道融合的驱动下，内生经营效率高、创新意识强、转型超前的龙头零售企业的业绩弹性更大，将脱颖而出，重点推荐天虹商场：

**(1) 受益消费复苏和内生经营效率提升，公司业绩有望持续改善。**公司的全渠道战略有所成效，多项经营指标，如同店增长、收入增长、毛利率等高于行业可比公司，反映了其优秀的经营能力，领先行业。随着公司业态升级、全渠道战略、Reits轻资产化运作的持续推进，经营效率有望进一步提升，带动业绩持续改善。2016年Q3，天虹营业收入转正，同比增长0.3%，业绩拐点显现，预计2016Q4和2017年延续复苏态势。

**(2) 现金充裕，经营状况良好。**近年，公司的经营性现金流状况良好，维持较高的净流入态势。与此同时，公司于2015年完成了以深诚物业100%股权（鼎诚大厦）为标的资产的Reits项目，盘活资产，提高资金运营效率，是国内首单国有商业不动产Reits。该交易的转让价款为14.5亿，增加公司税前利润11.44亿，未来公司不排除还将择机对剩余物业进行资产证券化。截止2016年H1，公司账面现金33.4亿，短期理财22.2亿，资金充裕。

**(3) 有望受益中航系国企改革进程加快。**2017年，国企改革进入全面深化和加速的阶段。中航工业在年度工作会上进一步明确改革方向，即聚焦航空、航天、军工、电子主业，坚定不移地继续剥离充分竞争领域的辅业，把全集团业务涉及的行业大类由75个减少到60个。天虹商场和飞亚达作为中航工业旗下的商业上市平台，存在较强的改革预期，改革方向包括混合所有制改革、引入战投、管理层激励等，有望改善公司治理结构和提升经营效率，推动公司加快发展。

上调公司的盈利预测。不考虑地产业务结算，预计公司16-18年收入分别为178.5、181.9和194.9亿，归属母公司净利润分别为5.03、6.05和7.1亿，同比增长分别为-58.4%、20%和17.4%。剔除2015年Reits的因素，2016年净利增速为56%。

考虑2017、2018年地产业务结算,预计公司16-18年收入分别为178.5、204.5和212亿,归母净利润分别为5.03、7.48和8.09亿,eps分别为0.63、0.94和1.01元,当前股价对应PE分别为22.9、15.4和14.3倍。公司作为全国性的百货龙头,其经营能力、创新意识和转型变革领先行业,有望受益行业持续回暖和中航系国企改革,参考2017年整体19倍估值(主业21X、地产10X),给予买入评级。

图 35: 天虹商场季度收入和增速

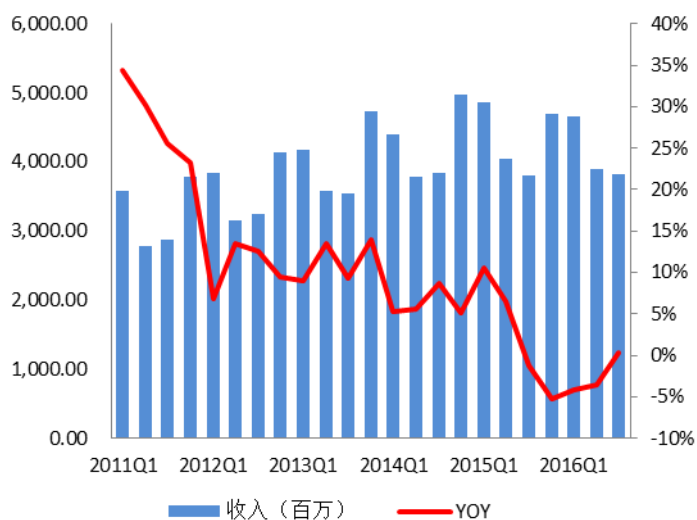
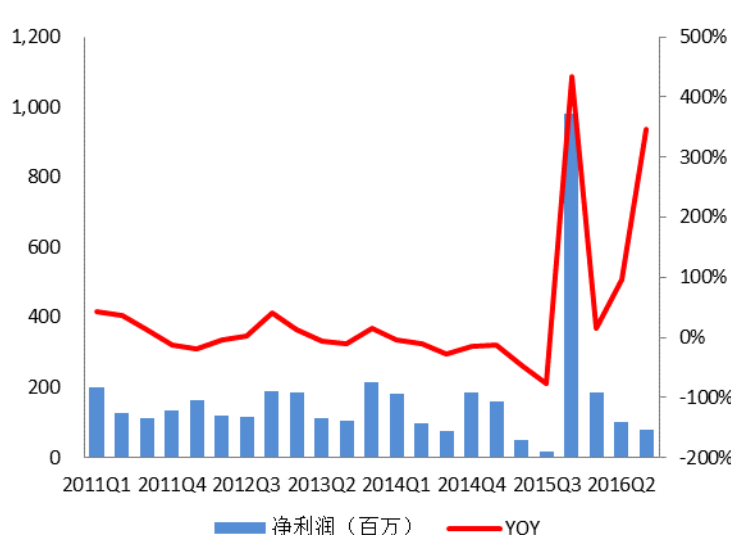


图 36: 天虹商场季度归母净利润收入和增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 10: 天虹商场自有价值估测 (2016 年末)

物业名称	城市	建筑面积 (万平方米)	重估单价(万元/平米)	重估价值 (亿元)
吉安天虹购物中心	江西吉安市	10.0	1.5	15
东莞君尚百货	东莞市	3.6	2.8	10.08
君尚 3019	深圳市	5.7	5.5	31.35
红谷中心天虹百货	南昌市	3.7	2.0	7.4
厦门大西洋天虹百货	厦门市	2.0	2.5	5.0
合计		24.9	2.6	68.83

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 11: 天虹商场待结算地产项目情况

地产项目	开工时间	预计竣工时间	预计总投资 (百万元)	分摊土地款 (百万元)	可售项目	建筑面积 (万平方米)	预计结算时间
南昌九州天虹项目	2013年6月	2016年	885.16	190.89	沿街商业	0.79	2017年
					写字楼	4.44	2017年
					住宅	4.70	2017年
苏州相城天虹项目	2014年4月	2017年7月	723.17	122.25	写字楼	4.01	2018年
					公寓	8.73	2018年

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 12: 公司盈利预测分拆 (单位: 百万元)

业态	项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
百货	销售收入	10271.4	10836.7	10861.8	11078.0	11411.4	12324.3
	销售成本	8022.9	8429.1	8456.0	8602.93	8849.61	9520.60
	毛利率	21.89%	22.22%	22.15%	23.35%	22.45%	22.75%
超市	销售收入	4789.6	5148.6	5359.0	5573.4	5852.1	6144.7
	销售成本	3735.3	3978.8	4113.0	4294.2	4508.9	4722.1
	毛利率	22.01%	22.72%	23.25%	22.95%	22.95%	23.15%
X	销售收入	596.8	664.3	820.4	861.4	930.3	1023.4
	销售成本	400.6	392.8	456.6	453.6	480.5	477.4
	毛利率	32.87%	40.87%	44.35%	47.35%	48.35%	53.35%
房地产	销售收入	87	12	0	0	1850.0	1250.0
	销售成本	27	2.66	0	0	1110.0	750.0
	毛利率	68.87%	77.83%	0	0	40.0%	40%
其他	销售收入	287.71	336.42	354.86	332.76	400.88	456.33
	销售成本	15.03	254.04	270.43	183.02	200.44	228.17
	毛利率	23.90%	24.49%	23.79%	45.00%	50.00%	50.00%
合计	销售收入	16032.5	16998.0	17396.1	17846.6	20444.7	21198.7
	销售成本	12201.0	13057.3	13295.9	13533.7	14969.1	15492.1
	毛利率	23.90%	23.18%	23.57%	24.17%	26.78%	26.92%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 风险提示

宏观经济下行, 消费复苏和国改进程低于预期, 新店培育期拉长。

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	7124	8720	8953	10899	12104
货币资金	3365	5158	5763	7546	8708
应收及预付	368	424	459	468	427
存货	1395	1035	931	1085	1169
其他流动资产	1995	2103	1800	1800	1800
<b>非流动资产</b>	4375	5165	4217	4265	4279
长期股权投资	0	24	24	24	24
固定资产	1724	1492	1625	1717	1795
在建工程	765	1610	1190	1170	1130
无形资产	1521	1337	700	676	652
其他长期资产	365	702	679	679	679
<b>资产总计</b>	11499	13884	13170	15164	16384
<b>流动负债</b>	6871	8147	6892	8038	8351
短期借款	27	0	0	0	0
应付及预收	6844	8147	6842	7988	8301
其他流动负债	0	0	50	50	50
<b>非流动负债</b>	60	224	263	363	463
长期借款	0	163	263	363	463
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	60	61	0	0	0
<b>负债合计</b>	6931	8371	7155	8402	8814
股本	807	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712	1712
留存收益	2057	3000	3502	4250	5060
归属母公司股东权	4576	5511	6014	6762	7571
少数股东权益	-1	2	1	0	-2
<b>负债和股东权益</b>	11506	13884	13170	15164	16384

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	16998	17396	17847	20445	21199
营业成本	13057	13296	13534	15149	15698
营业税金及附加	144	151	155	245	233
销售费用	2786	3009	3154	3648	3781
管理费用	329	356	367	424	441
财务费用	-37	4	-30	-38	-58
资产减值损失	0	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	38	1188	30	30	30
<b>营业利润</b>	757	1759	697	1047	1134
营业外收入	37	43	35	35	35
营业外支出	22	131	15	15	15
<b>利润总额</b>	773	1671	717	1067	1154
所得税	235	464	215	320	346
<b>净利润</b>	537	1207	502	747	808
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	538	1208	503	748	809
EBITDA	1027	1005	980	1291	1331
EPS (元)	0.67	1.51	0.63	0.94	1.01

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	748	1243	-80	2007	1331
净利润	537	1207	502	747	808
折旧摊销	344	422	343	312	285
营运资金变动	-67	749	-884	984	269
其它	-66	-1134	-41	-36	-31
<b>投资活动现金流</b>	-1579	665	645	-310	-250
资本支出	-803	809	615	-340	-280
投资变动	24	8	30	30	30
其他	-800	-152	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-252	-155	39	86	81
银行借款	0	163	100	100	100
债券融资	-4	-27	-51	0	0
股权融资	31	5	0	0	0
其他	-279	-296	-10	-14	-19
<b>现金净增加额</b>	-1083	1752	605	1783	1162
<b>期初现金余额</b>	4749	3365	5158	5763	7546
<b>期末现金余额</b>	3666	5118	5763	7546	8708

### 主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	6.0	2.3	2.6	14.6	3.7
营业利润增长	-11.1	132.3	-60.4	50.2	8.3
归属母公司净利润增长	-12.5	124.4	-58.4	48.8	8.1
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	23.2	23.6	24.2	25.9	25.9
净利率	3.2	6.9	2.8	3.7	3.8
ROE	11.8	21.9	8.4	11.1	10.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.2	60.3	54.3	55.4	53.8
净负债比率	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1
流动比率	1.04	1.07	1.30	1.36	1.45
速动比率	0.82	0.93	1.15	1.21	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.55	1.37	1.32	1.44	1.34
应收账款周转率	471.46	387.97	365.00	365.00	365.00
存货周转率	11.30	10.94	14.60	14.04	13.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.67	1.51	0.63	0.94	1.01
每股经营现金流	0.93	1.55	-0.10	2.51	1.66
每股净资产	5.67	6.89	7.52	8.45	9.46
<b>估值比率</b>					
P/E	20.4	8.9	19.8	13.3	12.3
P/B	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.4	5.8	4.6	2.2	1.3



## 广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队); 2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。