

天虹商场 (002419.SZ)

业绩见底回升，转型效果显现

核心观点:

- **2016 年实现收入 172.73 亿，归母净利润 5.24 亿**

公司发布年报，2016 年实现收入 172.73 亿，同比下滑 0.71%；归母净利润 5.24 亿，同比下滑 56.63%，主要系 2015 年公司出售物业确认了 11.4 亿的投资收益；剔除非经常性损益，公司 2016 年实现扣非净利 4.4 亿，同比下滑 1.64%；可比店利润总额同比增长 9.73%。Q4 单季实现收入 49.16 亿，同比增长 4.58%，延续 Q3 收入端复苏态势。

- **毛利率稳步提升 0.59PP，新开门店营销等费用加大致使销售费率提升 0.78PP**

2016 年，公司累计综合毛利率 24.16%，同比提升 0.59 个百分点。其中，超市毛利率 23.86%，同比提升 0.61 个百分点；百货毛利率 22.77%，同比提升 0.62 个百分点。销售费率 18.08%，同比提升 0.78 个百分点，主要系新开门店培育期营销等费用投入较大；管理费率 1.84%，同比减少 0.21 个百分点。经营性现金流净额 16.3 亿，同比增长 31.1%。

- **卓外亏损店扭亏减亏，业态升级+全渠道融合+供应链升级提升经营效率**

报告期内，公司新开百货 5 家、特许经营百货 1 家、购物中心 1 家。虎门天虹、象湖天虹 2 家门店实现扭亏为盈，杭州购物中心、成都高新天虹等 13 家门店实现减亏。公司采取以下举措改善经营效率：(1) 业态升级：百货朝购物中心化、体验式业态升级，推出主题编辑门店及定位中高端客群的超市业态 Sp@ce。(2) 全渠道融合：线上端口会员稳步增长，门店实现互联网化，稳步推进天虹到家和跨境电商体验店服务；(3) 供应链升级：优化百货自营供应链，通过国内生鲜基地源头采购和直采深入超市供应链上游。

- **继续朝主题编辑、体验式零售和全渠道融合转型，受益行业复苏和中航系国改**

2017 年，公司继续朝主题编辑、体验式零售和全渠道融合转型。受益消费复苏和经营效率提升，业绩有望持续改善，预计 17-19 年归母净利润分别为 7.22、7.86 和 8.29 亿，当前股价对应 PE 分别为 17.1、15.7 和 14.9 倍。作为全国性的百货龙头，公司的经营能力、创新意识和转型变革领先行业，有望受益行业回暖和中航系国改，维持买入评级。

- **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:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万 元)	17,396.06	17,272.96	20,444.65	21,198.66	22,137.87
增长率(%)	2.34%	-0.71%	18.36%	3.69%	4.43%
EBITDA(百万 元)	1,005.07	1,007.63	1,369.89	1,366.53	1,367.49
净利润(百万元)	1,208.41	524.11	722.24	785.72	829.31
增长率(%)	124.44%	-56.63%	37.80%	8.79%	5.55%
EPS(元/股)	1.510	0.655	0.903	0.982	1.036
市盈率(P/E)	8.94	22.93	17.11	15.72	14.90
市净率(P/B)	1.96	2.15	1.96	1.74	1.56
EV/EBITDA	5.78	7.00	4.24	3.30	2.41

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

15.44 元

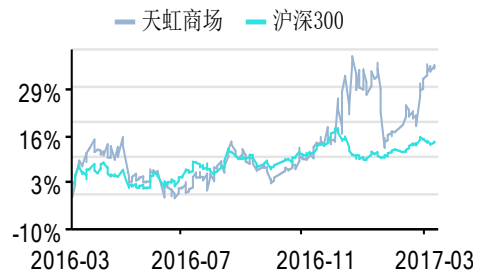
前次评级

买入

报告日期

2017-03-10

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:

天虹商场 (002419.SZ): 全 2017-02-20

面深化转型，新零售业态的先行者

【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 2016-08-26

年报点评: 收入略微下滑，业态调整带动利润增长 36%

业绩回顾：收入和扣非净利小幅下滑，4Q 延续复苏态势

2016年，公司实现营业收入172.73亿，同比下滑0.71%；实现归母净利润5.24亿，同比下滑56.63%，主要系2015年公司出售物业确认了11.4亿的投资收益；剔除非经常性损益，公司2016年实现扣非净利4.4亿，同比下滑1.64%；可比店利润总额同比增长9.73%。Q4单季实现收入和净利分别为49.16亿，同比增长4.58%，延续Q3收入端复苏态势。

分业务来看，百货业务实现收入104.05亿，同比下滑4.57%；超市业务实现收入55.52亿，同比增长3.58%；配套地产项目实现收入1.56亿；X-电器、家居、银行、餐饮等其他配套品类实现收入7.64亿，同比下滑6.83%。

公司毛利率稳步提升，2016年累计综合毛利率为24.16%，同比提升0.59PP。其中，超市业务的毛利率为23.86%，同比提升0.61PP；百货业务的毛利率为22.77%，同比提升0.62PP。

公司的销售费率为18.08%，同比提升0.78PP，主要系新开门店培育期营销等费用投入较大；管理费率为1.84%，同比减少0.21PP。从费用结构来看，人工和促销费用增长最快，其中职工薪酬合计13.67亿，同比增长7.47%；促销费用合计1.41亿，同比增长25.9%。由于2015、2016年合计关闭了6家亏损门店，租金费用同比下滑3.4%。经营性现金流净额16.3亿，同比增长31.1%。

图 1：累计营业收入及增速

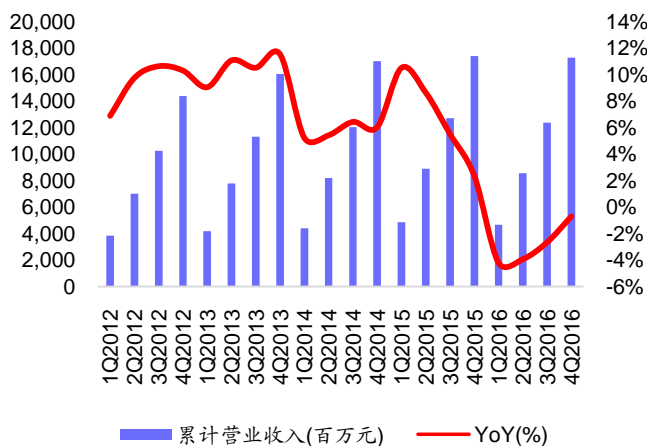
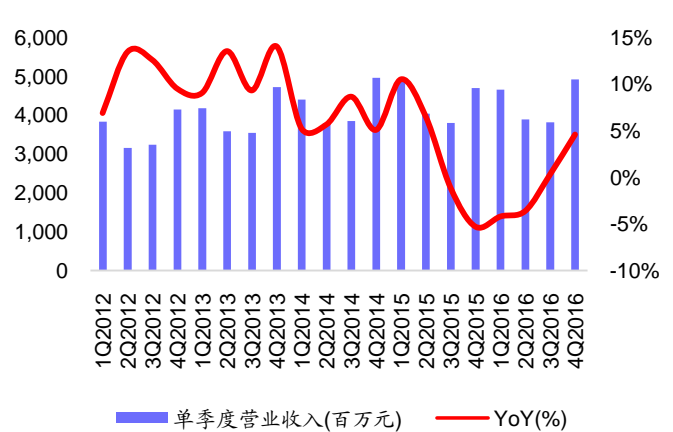


图 2：单季营业收入及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 累计毛利率

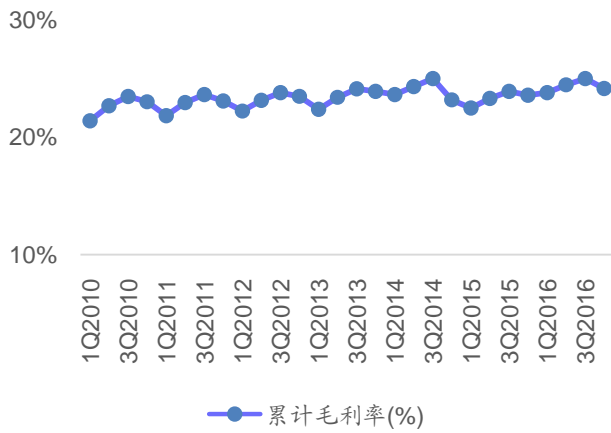
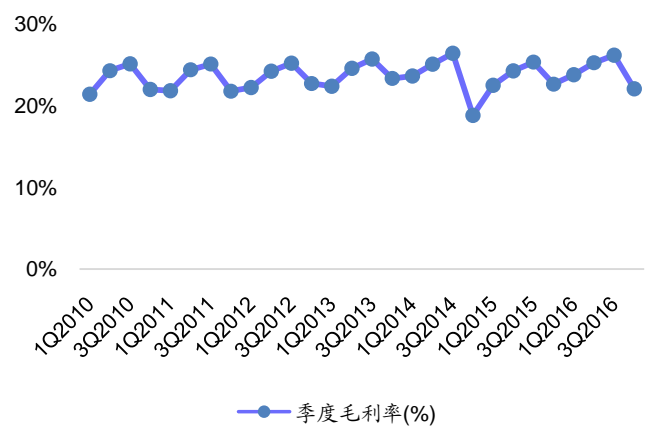


图 2: 单季毛利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 累计销售管理费率

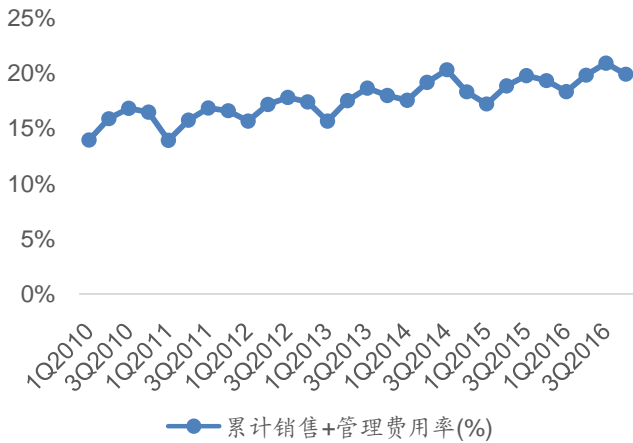
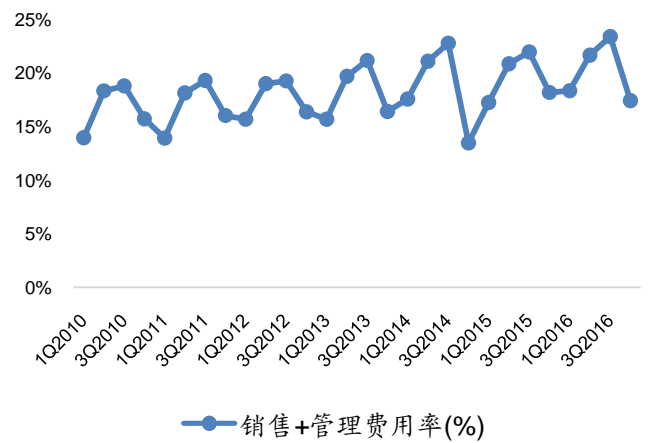


图 2: 单季销售管理费率

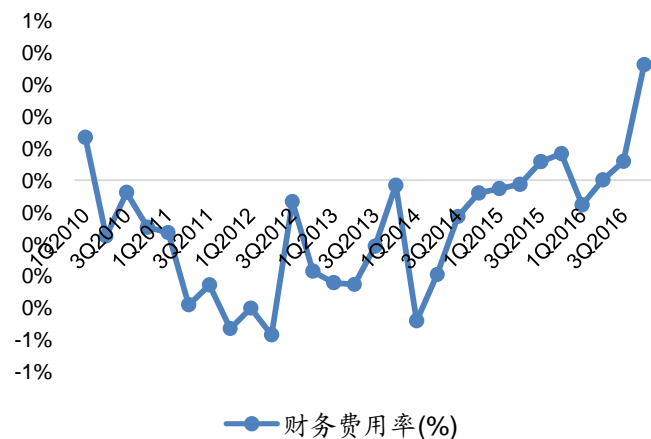


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 累计财务费率



图 2: 单季财务费率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 公司累计归母净利润

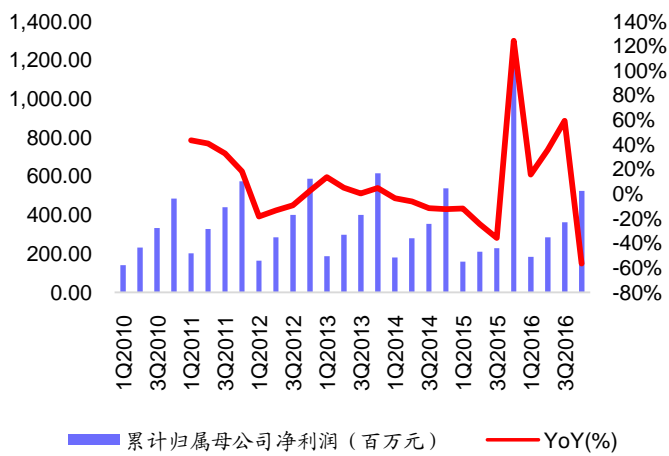
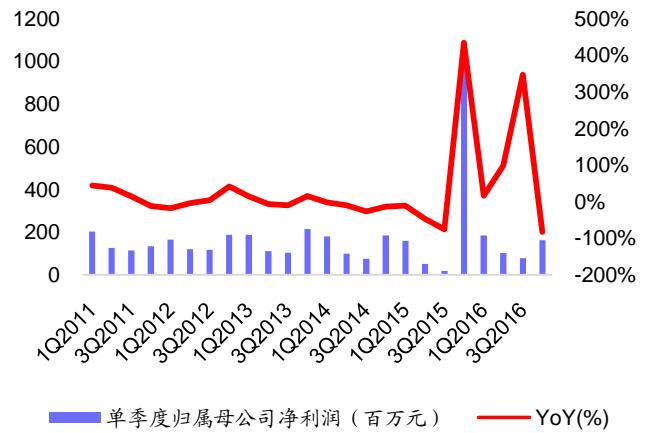


图 2: 公司单季归母净利润



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

阜外亏损店扭亏减亏，多项举措提升经营效率

报告期内，公司新开百货5家、特许经营百货1家、购物中心1家，关闭亏损门店1家。截至2016年底，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21个城市，拥有67家综合百货（含4家君尚门店及2家天虹特许经营门店）和4家购物中心，合计营业面积约232万平方米；拥有便利店157家。公司阜外亏损店扭亏减亏，虎门天虹、象湖天虹2家门店实现扭亏为盈，杭州购物中心、成都高新天虹、深圳松柏天虹、惠州三环天虹等13家门店实现减亏。

报告期内，公司采取了以下举措改善经营效率：

(1) 业态升级：百货朝购物中心化、体验式业态升级，推出主题编辑门店“南昌cool+”、“君尚3019”、“珠海天虹”、“民治天虹”；推出定位中高端客群，满足顾客都会生活节奏需要的全新超市业态Sp@ce。

(2) 全渠道融合加速：线上端口会员稳步增长，门店实现互联网化，稳步推进天虹到家和跨境电商体验店服务。截至2016年底，虹领中下载注册用户累计逾300万；天虹微信累计会员逾500万，活跃用户数逾200万；微店店主逾25万；天虹到家上线门店约57家，占比80.28%；全国门店均已支持手机自助买单；68家门店上线专柜PAD收银；拥有跨境电商体验店42家；达成全渠道合作品牌60个。

(3) 供应链升级：优化百货自营供应链，拥有5个品牌代理，搭建Rain系列买手制平台；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，全球直采销售同比上升392%，生鲜直采销售同比上升50%，拥有4个自有品牌，销售额同比上升22%。

2017 年战略：朝主题编辑、体验式和全渠道零售商转型

2017年，沿着全渠道融合、深化供应链和体验式消费升级三条主线，天虹业务主体将继续朝以主题编辑为价值提升的线上线下融合零售和以购物中心为代表的体验零售发展。公司的大店业务发展由标准规范主导的连锁复制阶段进入到由理念主导的单店创造阶段，各门店将更加精准定位，打造极致体验。具体表现为：

(1) 新门店和老店改造：新门店以精准定位+极致体验为目标，实现由主题场景构成的体验式消费商场；老店在试点门店转型实践的基础上，进行升级改造。

(2) 好商品：顺应现代都市生活，补充调整小类结构，形成主题编辑；增加引进差异化、表现自我、提升生活品质和情趣的商品，提高商品的性价比；适当改变与供应商合作方式，降低虚高价格，实现线上线下商品同价，门店营销更多围绕商品价值和生活主题。

(3) 全渠道专柜：拓展专柜可售品种数量、消灭断缺货、发展和辐射更多会员，实现精准营销和导流，更好地服务顾客；专柜为品牌商的线上销售提供服务，延展专柜价值，分享增值收益；与供应商分享数据，共享合作走向门店精准供应。

盈利预测与投资建议

考虑2017、2018年地产业务结算，预计公司17-19年收入分别为204.5、212和221.4亿，归母净利润分别为7.22、7.86和8.29亿，eps分别为0.9、0.98和1.04元，当前股价对应PE分别为17.1、15.7和14.9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），维持买入评级。

风险提示

- 1、 宏观经济下行；
- 2、 消费复苏和国改进程低于预期；
- 3、 新店培育期拉长。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	8720	9567	10017	11445	12828
货币资金	5158	4968	6652	8039	9358
应收及预付	424	396	524	485	446
存货	1035	1429	1041	1121	1224
其他流动资产	2103	2774	1800	1800	1800
非流动资产	5165	5191	4224	4189	4140
长期股权投资	24	15	15	15	15
固定资产	1492	2109	2127	2136	2150
在建工程	1610	1142	722	702	662
无形资产	1337	1327	682	658	635
其他长期资产	702	597	677	677	677
资产总计	13884	14758	14242	15634	16968
流动负债	8147	9081	7823	8331	8737
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	8147	9081	7773	8281	8687
其他流动负债	0	0	50	50	50
非流动负债	224	78	100	200	300
长期借款	163	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	78	0	0	0
负债合计	8371	9160	7923	8531	9037
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1712	1709	1709	1709	1709
留存收益	3000	3084	3806	4592	5421
归属母公司股东权	5511	5593	6315	7101	7930
少数股东权益	2	5	4	2	0
负债和股东权益	13884	14758	14242	15634	16968

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17396	17273	20445	21199	22138
营业成本	13296	13100	15184	15692	16478
营业税金及附加	151	98	245	254	199
销售费用	3009	3123	3671	3828	3970
管理费用	356	318	432	453	473
财务费用	4	17	-34	-59	-73
资产减值损失	7	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1188	59	30	30	30
营业利润	1759	673	978	1061	1121
营业外收入	43	55	35	35	35
营业外支出	131	13	15	15	15
利润总额	1671	715	998	1081	1141
所得税	464	192	277	297	313
净利润	1207	523	721	784	828
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	1208	524	722	786	829
EBITDA	1005	1008	1370	1367	1367
EPS (元)	1.51	0.65	0.90	0.98	1.04

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1243	1632	1116	1604	1480
净利润	1207	523	721	784	828
折旧摊销	422	374	457	395	350
营运资金变动	749	796	-25	468	342
其它	-1134	-61	-36	-43	-38
投资活动现金流	665	-1270	537	-310	-250
资本支出	809	-744	507	-340	-280
投资变动	8	64	30	30	30
其他	-152	-590	0	0	0
筹资活动现金流	-155	-611	30	93	88
银行借款	163	23	100	100	100
债券融资	-27	-186	-67	0	0
股权融资	5	1	0	0	0
其他	-296	-448	-2	-7	-12
现金净增加额	1752	-248	1684	1387	1319
期初现金余额	3365	5158	4968	6652	8039
期末现金余额	5118	4910	6652	8039	9358

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	2.3	-0.7	18.4	3.7	4.4
营业利润增长	132.3	-61.8	45.4	8.5	5.7
归属母公司净利润增长	124.4	-56.6	37.8	8.8	5.5
获利能力(%)					
毛利率	23.6	24.2	25.7	26.0	25.6
净利率	6.9	3.0	3.5	3.7	3.7
ROE	21.9	9.4	11.4	11.1	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	60.3	62.1	55.6	54.6	53.3
净负债比率	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1	-1.1
流动比率	1.07	1.05	1.28	1.37	1.47
速动比率	0.93	0.89	1.14	1.23	1.32
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.21	1.41	1.42	1.36
应收账款周转率	387.97	302.81	365.00	365.00	365.00
存货周转率	10.94	10.63	14.60	14.04	13.52
每股指标(元)					
每股收益	1.51	0.65	0.90	0.98	1.04
每股经营现金流	1.55	2.04	1.40	2.00	1.85
每股净资产	6.89	6.99	7.89	8.87	9.91
估值比率					
P/E	8.9	22.9	17.1	15.7	14.9
P/B	2.0	2.1	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.8	7.0	4.2	3.3	2.4

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	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31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。