

# 天虹股份 (002419.SZ)

## 低估值的新零售龙头，步入新一轮景气期

### 核心观点：

- **新一轮扩张周期，战略布局线下一大一小红利业态**

公司步入新一轮扩张周期，战略布局仍享受线下红利的“购物中心”和“便利店”业态，具备广阔的成长空间。天虹近两年在购物中心运营和百货转型方面，取得了显著成果，包括：(1) 购物中心平均培育期缩短为 2 年，低于行业平均 3 年；(2) 门店改造后，外埠区域同店收入和利润均有不同程度改善。便利店业务稳步推进，公司便利店系统的后台管理和单店盈利能力显著提升，上半年新开门店均实现了单店盈利。公司 6 月 30 日公告，计划未来五年购物中心和便利店总数分别不低于 20 家和 1000 家，未来三年开设天虹和 sp@ce 超市 100-150 家（含现有门店改造），主要集中在优势区域加密发展。

- **积极践行新零售，业态创新、数字化转型和全渠道融合领跑行业**

公司积极践行新零售，树立了行业标杆：(1) 构建了线下门店+线上立体电商+O2O 的全渠道模式；(2) 业态创新领先业内，不断加强百货和购物中心体验式、场景化消费，推出国内首创都会生活超市 sp@ce 等；(3) 全面推进数字化转型。公司转型成效显著，多项经营指标，如同店、收入增长、毛利率等高于行业可比公司，反映了公司的强运营能力，经营效率有望持续提升。公司从 2016 年 Q3 开始迎来业绩拐点，1Q17 收入和净利润增速分别为 2.08% 和 21.33%，恢复增长。年度经营性现金流连续三年放大，随着资本支出压力逐渐消化，有望步入新一轮业绩红利期。

- **盈利预测及投资建议**

考虑 2017、2018 年地产业务结算，预计公司 17-19 年收入分别为 204.4、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，当前股价对应动态 PE 分别为 15.2、14 和 13.2 倍。公司作为全国性的百货龙头，其治理结构、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，维持买入评级。

- **风险提示：**消费复苏低于预期，同店增长放缓，门店扩张及新店培育不及预期。

### 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	15.19	13.96	13.23
市净率(P/B)	1.96	2.15	1.74	1.54	1.38
EV/EBITDA	5.78	7.00	3.23	2.29	1.40

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	13.71 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-18

### 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)	11,603
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	62.07
一年内最高/最低(元)	16.59/11.88

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：

天虹股份(002419.SZ)：	2017-05-02
净利润增长 21.3%，外埠门店经营改善	
天虹商场(002419.SZ)：	2017-03-10
业绩见底回升，转型效果显现	
天虹商场(002419.SZ)：	2017-02-20
全面深化转型，新零售业态的先行者	

## 目录索引

天虹股份：低估值的新零售龙头，步入新一轮景气期.....	5
新一轮扩张周期，战略布局线下“一大一小”红利业态，市场空间广阔.....	6
积极践行新零售，业态创新、数字化转型和全渠道融合领跑行业.....	10
受益行业持续回暖和经营效率提升，业绩有望加速改善.....	14
盈利预测及投资建议.....	19
风险提示.....	21

## 图表索引

图 1: 分区域百货及购物中心门店数量占比 .....	5
图 2: 分区域百货及购物中心门店经营面积占比 .....	5
图 3: 门店店龄结构占比 .....	6
图 4: 门店店龄结构 (经营面积占比) .....	6
图 5: 购物中心数量及增速 .....	7
图 6: 购物中心是线下销售额增长相对较快的业态 .....	7
图 7: 各区域累计同店收入增速 .....	7
图 8: 各区域累计同店利润增速 .....	7
图 9: 购物中心和君尚累计同店收入增速 .....	8
图 10: 购物中心和君尚累计同店利润增速 .....	8
表 11: 已开业购物中心项目 .....	8
图 12: 中国便利店零售额及其增速 .....	10
图 13: 中国便利店占实体零售比重从 2013 年起加速上升 .....	10
图 15: 社零及百家增速 16 年下半年以来温和复苏 .....	15
图 16: 化妆品、黄金珠宝等可选消费品类复苏明显 .....	15
图 17: 2016 年中国内地奢侈品消费额回升 .....	15
图 18: 瑞士钟表出口中国金额同比增速加速回暖 .....	15
图 19: 主要奢侈品品牌收入增长 .....	16
图 20: 国内化妆品零售额增速自 3Q2016 以来持续增长 .....	16
图 21: 周大福内地销售额及增速 .....	16
图 22: 天虹、百联、王府井、鄂武商收入增速和百货行业平均对比 .....	16
图 23: 永辉、步步高、中百、红旗收入增速和超市行业平均对比 .....	16
图 24: 天虹、百联、王府井、鄂武商扣非净利润增速和百货行业平均对比 .....	17
图 25: 永辉、步步高、中百、红旗扣非净利润增速和超市行业平均对比 .....	17
图 26: 天虹股份收入增速高于行业平均 .....	18
图 27: 近三年天虹股份的扣非 ROE 高于行业平均 .....	18
图 28: 天虹扣非净利润增速高于行业平均 .....	18
图 29: 经营性现金流和资本开支回升趋势明显 .....	18
图 30: 天虹股份的综合毛利率高于行业平均 .....	18
图 31: 天虹股份管理+销售费率高于行业平均 .....	18
图 32: 天虹股份职工薪酬、租赁费和折旧摊销费增速 .....	19
图 33: 天虹股份的费用结构 .....	19
图 34: 天虹股份组织架构 .....	19
图 35: 天虹股份季度营业收入及增速 .....	20
图 36: 天虹股份季度扣非净利润及增速 .....	20
图 37: 天虹股份季度净利润及增速 .....	20
图 38: 天虹股份季度经营性现金流净额及增速 .....	20
表 1: 2017 年下半年将开业的购物中心项目情况 .....	9

表 2: 天虹股份主要储备项目 .....	9
表 3: 2016 年至今国内新零售业态案例 .....	11
表 4: 2015 年至今商贸企业线上线下融合案例 .....	11
表 4: 深南天虹 sp@ce 超市概况 .....	13
表 5: 天虹股份近两年的业态创新层出不穷 .....	13

## 天虹股份：低估值的新零售龙头，步入新一轮景气期

天虹股份成立于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。

截止目前，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72家大型商场和160多家便利店，包括62家天虹百货，4家购物中心，4家君尚和2家特许经营门店，经营面积超过230万平米，其中自有物业经营面积为30万平米。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，分别开设了30/11/16家百货及购物中心，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%。

经历2012-2015年的集中关店，公司调整基本到位，步入新一轮扩张周期。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。公司6月30日公告，计划未来五年购物中心和便利店总数分别不低于20家和1000家，未来三年开设天虹和sp@ce超市100-150家（含现有门店改造），主要集中在优势区域加密发展。

图 1：分区域百货及购物中心门店数量占比

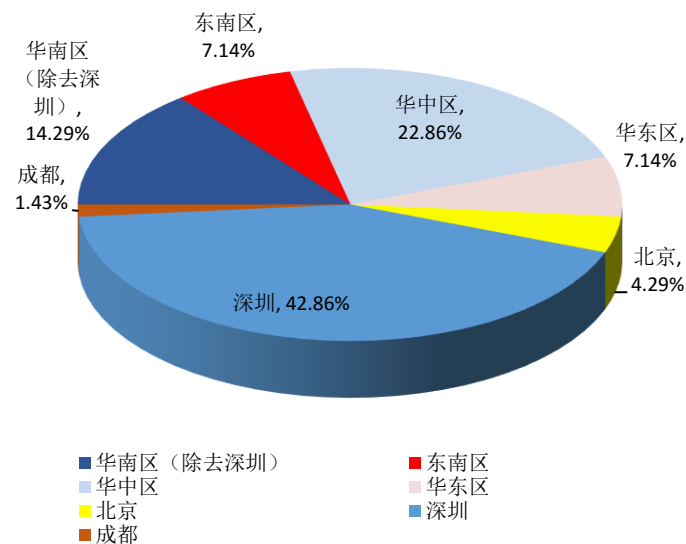
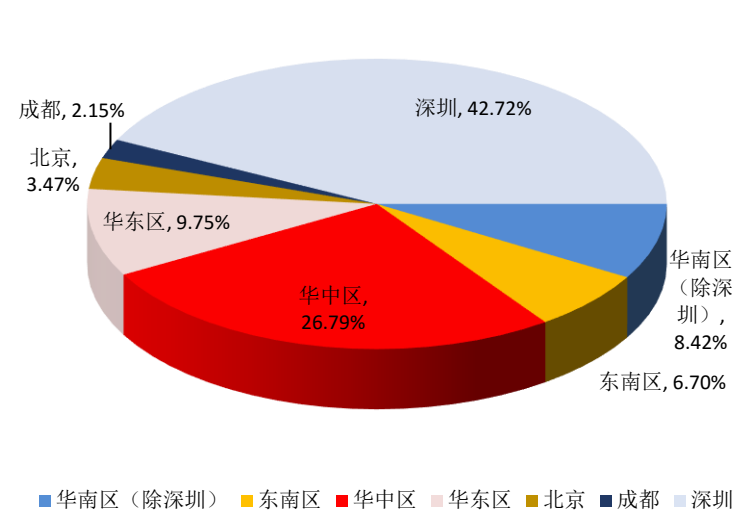


图 2：分区域百货及购物中心门店经营面积占比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 3：门店店龄结构占比

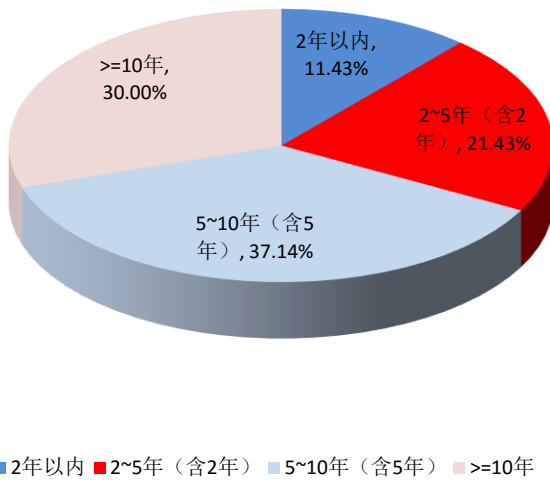
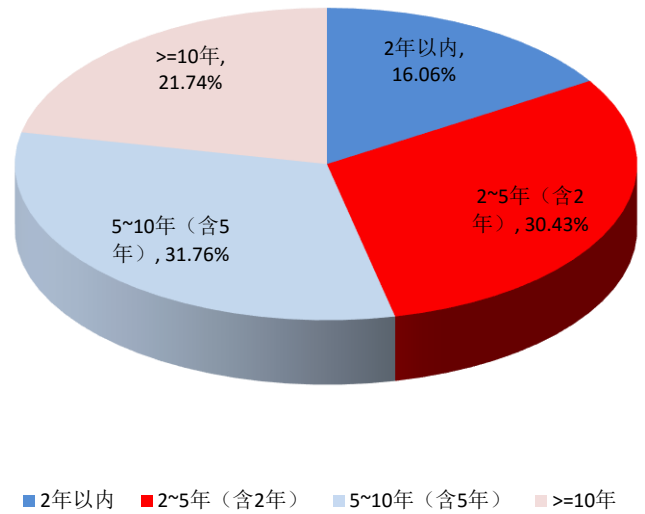


图 4：门店店龄结构（经营面积占比）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 新一轮扩张周期，战略布局线下“一大一小”红利业态，市场空间广阔

在终端消费不景气的大环境下，传统百货受“千店一面”的严重同质化竞争、电商冲击、消费需求深刻变化、反腐等不利因素影响，业绩下滑显著。与此同时，实体零售转型升级也在加快步伐，不同业态增速明显分化，据商务部重点流通企业监测数据，2016年便利店、购物中心、超市销售额增长较快，增速分别为7.7%、7.4%和6.7%；专业店、百货店销售额增长较慢，增速分别为3.1%和1.3%，百货店增速较上年下降2.1个百分点。

公司较早意识到传统百货面临的经营困境，率先优化业态结构，分别于2013和2014年开始战略布局享受线下红利的“购物中心”和“便利店”业态。

购物中心步入精细化、品质化运营时代，三四线城市下沉空间大。根据仲量联行发布的数据，从2011年至今，国内购物中心总量（面积）以每年21%的速度增长，截至2015年底国内购物中心数量达到4300个，面积超过2.3亿平米，其中一二线城市占比接近83.5%，平均空置率约为10%-15%，趋于饱和。相比而言，占全国城市人口53%的三四线城市，购物中心占比仅16.5%，再加上城镇化加速、三四线人口再聚集及收入的S曲线拐点效应（人均GDP达到3000-5000美元区间会触发消费的S曲线效应）。无论从供给还是需求来看，三四线城市的购物中心发展具备较大的成长空间。购物中心相比传统百货，集购物、餐饮、娱乐于一体，赋予消费者更强的场景体验，难以被电商彻底取代，符合零售业态的发展方向。当前购物中心总量正趋于饱和（一二线城市和少部分三线城市），并且面临优质项目占比不高和同质化严重等问题，行业已经告别粗放式增长，转而步入精细化、品质化运营时代，未来擅长打造社交化消费、场景式和智能化体验的购物中心将脱颖而出，天虹在这方面无疑走在前列。

图 5：购物中心数量及增速

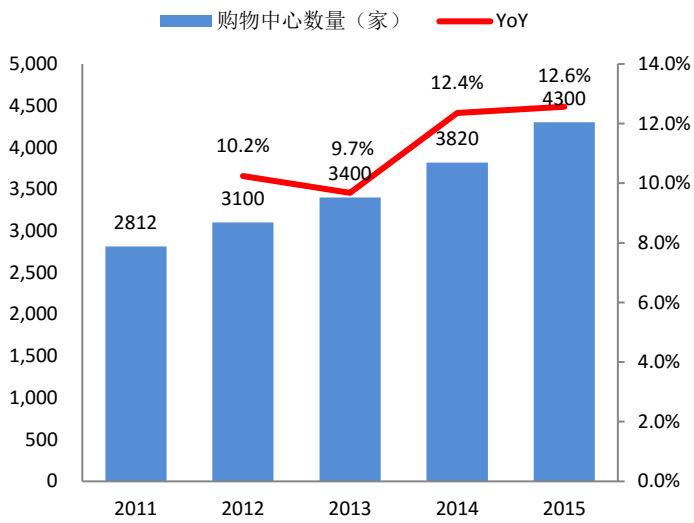
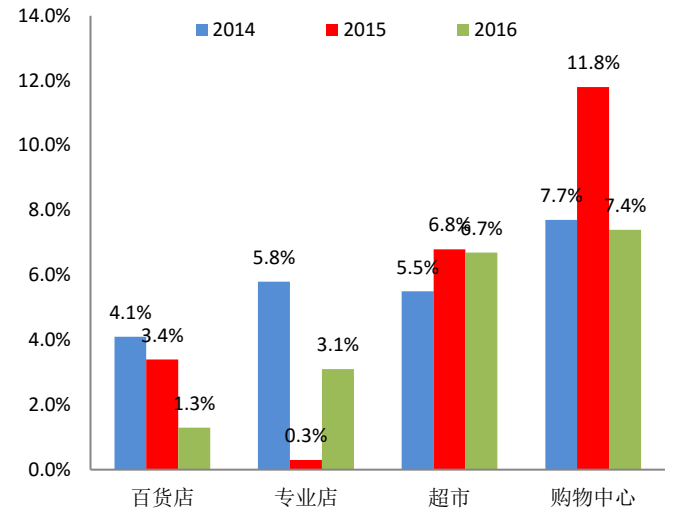


图 6：购物中心是线下销售额增长相对较快的业态



数据来源：商务部、赢商网、广发证券发展研究中心

天虹近两年着重提升购物中心和体验式业态占比，积极推进百货朝购物中心化、主题编辑化和门店数字化转型，积累了丰富经验，显著成果包括：（1）购物中心平均培育期缩短为两年，低于行业平均3年的水平。目前已有的4家购物中心中，宝安购物中心开业首年即实现盈利，吉安购物中心已实现盈利，杭州购物中心有望实现扭亏，新沙购物中心于2016年12月开业，开业期间单日客流突破10万，17年有望盈亏平衡；（2）“一店一策、千店千面”的门店改造取得显著成果，外埠区域同店收入和利润均有不同程度改善。2017年Q1，外埠区域同店收入和利润均出现明显改善，其中，华中区域同店收入和利润总额分别增长4.13%和31.22%，其他外埠区域同店收入下滑幅度均同比收窄，并且同店利润总额大幅增长，北京、华东、成都同店利润增速分别为47.32%、10.33%和34.26%，购物中心和君尚同店利润增速分别高达83.57%和29.46%。

图 7：各区域累计同店收入增速

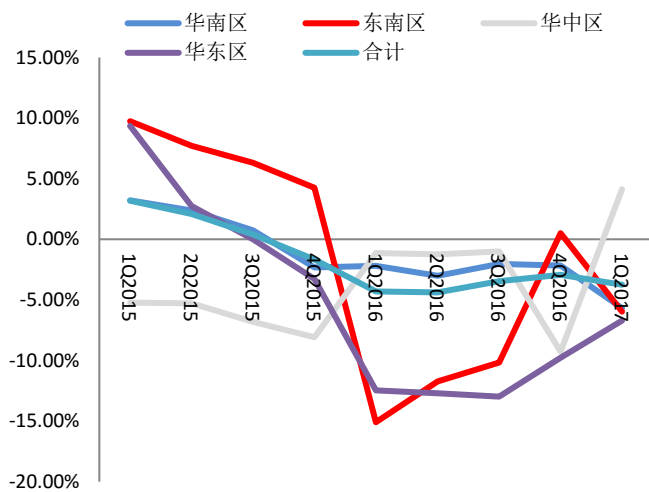
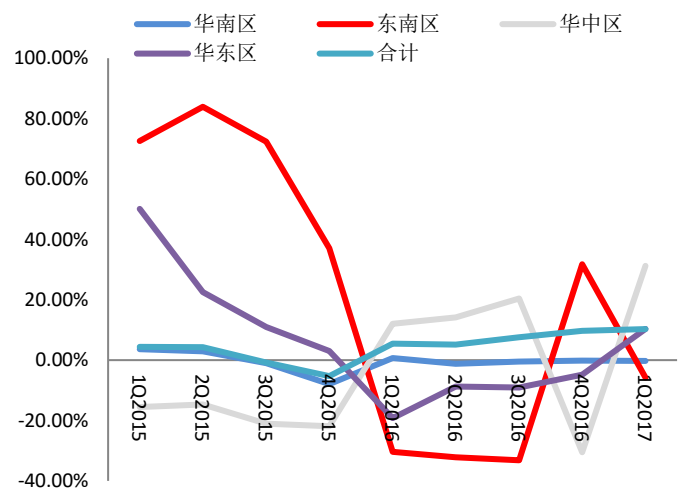


图 8：各区域累计同店利润增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心



图 9: 购物中心和君尚累计同店收入增速

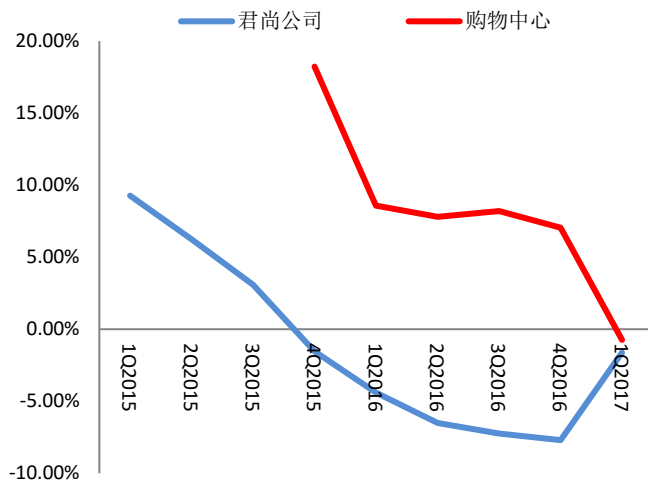
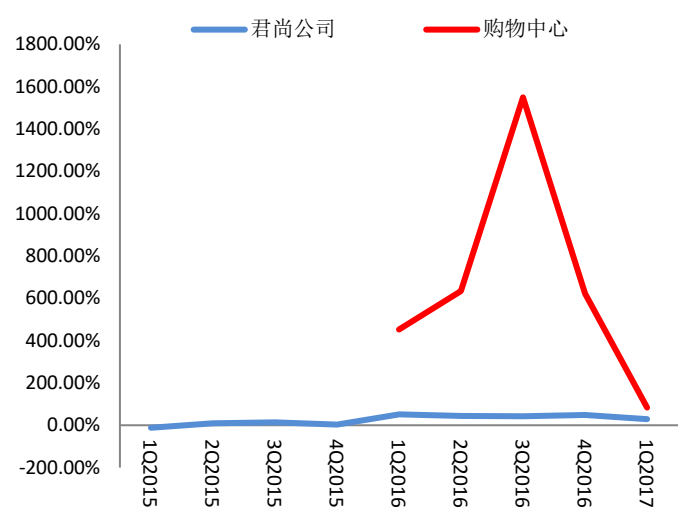


图 10: 购物中心和君尚累计同店利润增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

项目储备聚焦购物中心业态, 向优势区域的三四线城市延伸。目前, 公司拥有 14 个储备项目, 合计建筑面积 112.9 万平方米, 均按购物中心业态设计规划 (6 万平方米以下打造类似 cool+、CCmall 的小型购物中心), 并向佛山、宜春、鹰潭等三四线城市延伸。2017 年天虹购物中心在筹备项目为 6 个, 分别位于佛山、宜春、相城、鹰潭、南昌、厦门, 其中佛山、宜春和相城 3 个购物中心将于 2017 年下半年开业。

表 11: 已开业购物中心项目

省份/直辖市	名称	成立时间	店龄	营业面积	定位	2016 年盈利状况
深圳	宝安中心区天虹购物中心	2013.10.26	3.71 年	7.2 万平米	轻松、舒适、自然、满足家庭愉悦感的一站式购物乐园	盈利
浙江	杭州购物中心	2014.6.27	3.04 年	7.3 万平米	立足中档, 面向年轻时尚人士和家庭消费的购物中心	减亏
江西	吉安购物中心	2014.7.16	2.99 年	10.1 万平米	一站式家庭购物休闲首选之地	扭亏
深圳	深圳新沙购物中心	2016.12.16	0.57 年	10.6 万平米	畅享欢乐时光的生活重心	开业期单日客流突破 10 万

资料来源: 公司公告、赢商网、广发证券发展研究中心



表 1: 2017 年下半年将开业的购物中心项目情况

省份	名称	预计开业时间	商业面积	定位	特色项目
江苏	苏州相城天虹购物中心	2017 年底	11.5 万平方米	欢乐体验型购物中心	影视主题融入商业设计，打造了天虹品牌的“YES! 街”，“KIDS REPUBLIC”等主题街区
江西	宜春天虹购物中心	2019 年底	10 万平方米	城市级家庭欢乐体验型购物中心	户外电子烟花、灯光跷跷板、水幕秋千等组成的灯光互动广场
广东	佛山天虹购物中心	2017 年底	10 万平方米	时尚欢乐商业新标杆	首家室内摩天轮，配合主题餐厅；佛山首个室内跨三层双轨大滑梯；24 小时不打烊的港澳风情 Yes! 街；10000 m <sup>2</sup> 跨层儿童主题街区“Kidsrepublic”，；天虹独有的“生活+”概念馆

数据来源：公司公告、赢商网、广发证券发展研究中心

表 2: 天虹股份主要储备项目

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
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

便利店步入高速增长时代，未来趋势是全渠道融合、自有品牌扩张和服务升级。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。2014年，我国人均GDP已经达到7485美元，其中有7个省市进入“1万美元”，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。国内便利店销售额从2008年的617.9亿元增长至2016年的1887.1亿元，年均复合增速达到11.64%，但目前渗透率仅为0.65%，和日本、台湾相比还很低，发展空间广阔。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，将带动便利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。便利店的核心竞争力在于优质的供应链管理、信息系统、自有品牌开发和门店精细化运营能力，未来发展趋势是全渠道融合、自由品扩张和服务升级。

图 12：中国便利店零售额及其增速

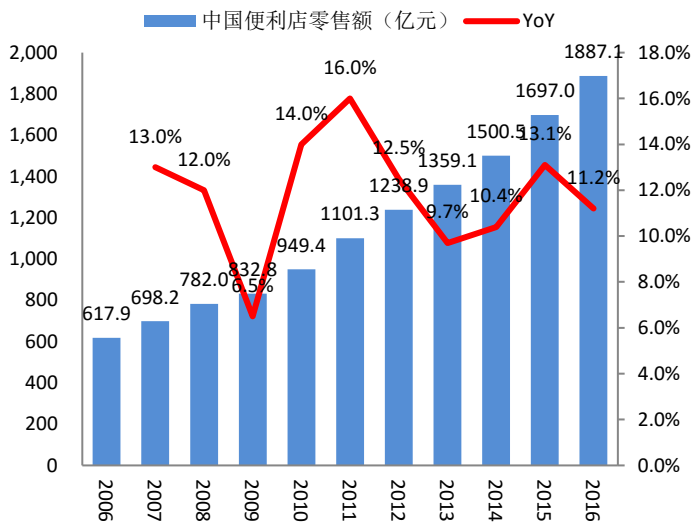
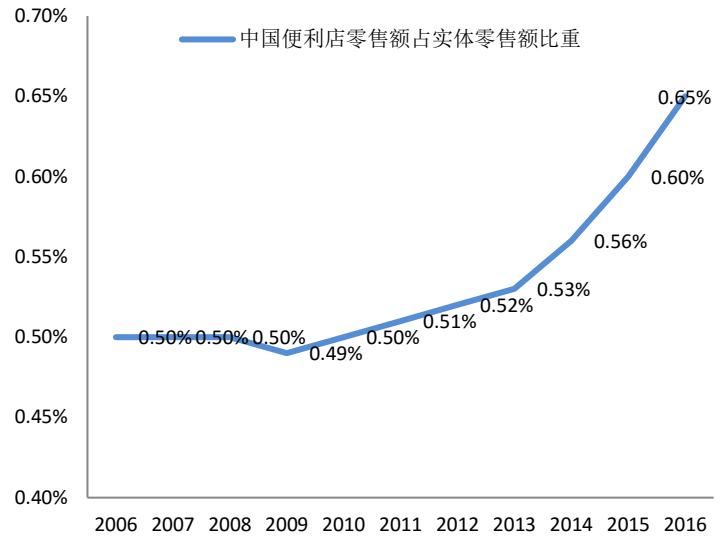


图 13：中国便利店占实体零售比重从 2013 年起加速上升



数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

**天虹精耕便利店业态，后台管理和新开门店效益显著提升，有望迎来加速发展。**公司2014年收购万店通并创立“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）和社区零售运营经验，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1Q2017，公司开设便利店160余家，主要分布在深圳、东莞和厦门。上半年公司调整便利店业务布局，退出经营不及预期的南昌市场，并将业务拓展重心转为注重门店质量的提升及后台运营能力的建设，在供应链选品、运营管控、物流配送、与百货和购物中心门店链接服务方面做到精准和有效率。经过业务调整，公司便利店系统的后台管理（运营能力、商品研发和物流等）和单店盈利能力得到了显著提升，上半年新开门店均实现了单店盈利，预计下半年便利店业务有望迎来加速发展。

### 积极践行新零售，业态创新、数字化转型和全渠道融合领跑行业

**2016年马云提出的“新零售”概念开启了消费变革浪潮。**一方面，零售新业态层出不穷，从盒马鲜生、永辉的超级物种、百联的riso再到阿里的无人超市、缤果盒子。另一方面，全渠道融合进一步升级，由阿里、京东等线上零售企业主导的全渠道融合不只停留在过去O2O简单的引流环节，在业态创新、支付、物流、供应链管理 and 大数据应用方面都展开了更为深度合作。我们认为，新零售以互联网、大数据等新技术为支撑，满足新消费群体需求，沿着消费升级的方向，将带来渠道、业态、品牌、营销、理念、支付手段等多维度的消费变革，势必对传统零售造成更剧烈的冲击。未来具备创新意识、勇于变革、机制灵活、及时变革转型的零售企业将率先突出重围。

表 3：2016 年至今国内新零售业态案例

公司	时间	主要尝试
阿里巴巴	2016 年 1 月	推出盒马鲜生，生鲜和餐饮品类占比很高。由线下实体门店和线上 APP 结合而成，门店附近 5 公里范围内最快 30 分钟送达。该店消费必须成为会员，必须通过 APP 或支付宝支付是其重要特色。
	2017 年 7 月	推出无人超市，24 小时营业，无需收银员，打开手机淘宝扫码即可进入，确认用户服务协议完成身份验证后获得入场码可以进入取单拿货。
国美	2016 年 12 月	正式发布“6+1”新零售战略，并推出战略级产品国美 Plus，并以此为主平台，线下 1600 多家国美门店同步配合，开展“线下体验 线上下单”的场景式购物体验，打造社交+商务+利益分享的平台。
银泰	2017 年 1 月	与阿里巴巴联手推出“首家新零售线下体验馆”House Selection 家居集合店，入驻了 35 个淘品牌，整个空间被分为顾客体验、场景展示和商品精选三个区域，通过“阿里零售+系统管理”的方式打通了线上线下的信息数据。
永辉	2017 年 1 月	推出超级物种，结合线上永辉生活 APP，偏重于餐饮的餐饮+零售设计业态，支持门店三公里的配送自建专业配送团队，一键下单，最快 30min 送达，还有桌边点餐功能。
物美	2017 年 4 月	联手多点推出“自由购”，该项目在门店成功运营——挑选商品、用多点 APP 扫描商品条形码、生成电子购物车、线上支付、工作人员校验代表支付成功的条形码，整个购物过程结束。
大润发	2017 年 5 月	推出飞牛优鲜，以生鲜食品为主。将改变大润发选址布局的格局，主要进驻市中心，购物中心。飞牛优鲜将在现有的飞牛网网站和 APP 上独立出一个飞牛优鲜频道，“1 小时极速达”和“不限定支付方式”是其两大特色。
百联	2017 年 6 月	推出 RISO，通过 APP 方式平衡线上线下购物，构建线下场景化+体验化+产业生态链+高效供应链的新型零售。店内经营的商品中以生鲜为主，进口商品达 60%。致力于打造全渠道未来店，提出了“轻食、有味”的生活理念和以人为本的生活空间。
美团	2017 年 6 月	推出掌鱼生鲜，将结合线下超市门店和线上 App，实现线上线下一体化，提供生鲜食品购买到配送的服务，实现 1 小时内配送到家。目前其 App 里提供熟食料理、水果蔬菜、乳品饮品、休闲零食和粮油副食几个品类。
欧尚、大润发	2016 年 8 月	推出缤果盒子，是一个全新社区智能化项目，目的是为高端社区居民提供高品质的生鲜及便利服务。在这个可移动的便利“盒子”里，消费者扫码开门后，可选购商品并放在收银台检测区，扫码付款并取走商品，全程无人值守。

数据来源：新浪网、广发证券发展研究中心

表 4：2015 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
	2016 年 6 月	与沃尔玛达成深度战略合作，并以约 14.9 亿美元获得后者旗下一号店
	2016 年 7 月	与联想集团共同签署全面战略合作协议，联想全线产品未来三年力争在京东实现 600 亿元的目标销售额

	2016年3月	宣布京东3年内建成1万家京东家电专卖店、5000家母婴体验店
	2017年4月	宣布京东5年内要在全大陆开百万家京东便利店，其中一半在农村
	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
阿里巴巴	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
	2017年2月	与阿里巴巴集团达成战略合作关系，在全业态融合创新、新零售技术研发、高效供应链整合、会员系统互通、支付金融互联、物流体系协同等六个领域合作
	2017年5月	向易果生鲜收购联华超市18%的内资股股权，成为联华超市第二大股东
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
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
	2017年6月	以约933亿元的价格收购全食超市开发线下零售市场
沃尔玛	2016年8月	以约33亿美元的价格收购美国新兴电商网站Jet.com
	2016年10月	增持京东股权至10.8%，成为其董事会观察员
	2017年1月	以7000万美元收购鞋履电商ShoeBuy
	2017年2月	以5100万美元收购在线户外用品零售商Moosejaw
	2017年4月	推广“线上下单线下取策略”，如果用户选择此项服务，将会获得折扣
	2017年6月	宣布将以3.1亿美元的价格收购互联网男装品牌Bonobos Inc
Target	2017年6月	以领投方式完成对床垫品牌CasperTarget的1.7亿美元新一轮融资

数据来源：新浪网、第三只看零售、广发证券发展研究中心

### 天虹从2013年开始加快转型升级，积极践行新零售，树立了行业标杆：

**第一，构建了线下门店+线上立体电商+O2O的全渠道模式。**2013年，公司制定并实施了“全渠道”战略，举措包括：（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一。（2）线下推出“天虹到家+跨境电商体验店+自提点”配套O2O服务，部分门店天虹到家业务占比提升至10%。（3）重塑全渠道供应链，增加生鲜和全球直采比例，加快发展自有品牌和品牌代理业务，持续推进柔性供应链和金融服务。此外，百货从去年开始推进全渠道专柜，已经和李宁、飞亚达等品牌达成合作。

**第二，业态创新领先业内，不断加强体验式、场景化消费。**从2013年转型以来，天虹一直致力于业态创新，打造精品商业。2016年，公司新开了3家以体验式、场景化消费为主，按主题编辑的创新百货和购物中心，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。2017年5月，深南天虹经改造后变身“天虹Discovery”全新业态店亮相，根据主题编辑与场景设计打造了11个主题馆。除此之外，超市业态创新也不甘落后，2017年1月，公司推出国内首创的“都会生活超市”Sp@ce，Sp@ce定位于都市追求品质生活的中高端客群，精选全球优质商品，以亲民的价格向消费者提供餐饮、生鲜、健康有机商品、餐桌厨房用品等，满足顾客都会生活节奏的需要。



表 5: 深南天虹 sp@ce 超市概况

名称	占地面积/ 经营面积	员工人数	坪效	装修改造费用	毛利	品类占比	开店计划	线上占比和 配送时间
天虹 sp@ce 超市	4000 平米 /2600 平米	100 人	目标 1 年 2 亿, 日 均销售额 40-50 万	不到华润 Ole 的一半	创利 率至 少 25% 以上	餐饮面积和收 入的占比均 50%左右, 其 中生鲜+餐饮 占比 30%; 商 品品类中, 进 口商品占比 50%	6-7 月开 第 2 家 店, 下半 年计划 2- 3 家, 具 体还要看 商圈和合 适物业	线上 10% 左右占比, 5 公里半径 内 2 小时 送达。每天 有近 100 单, 客单价 200 元左右

数据来源: 联商网、广发证券发展研究中心

表 6: 天虹股份近两年的业态创新层出不穷

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。
天虹 Discovery	2017 年 5 月 12 日	-	以“为 80 后力量女性定制时尚”为

目标，形成了美妆馆、鞋履馆、内衣馆、儿童馆、运动馆五大品类集合馆，旅行馆、女士精品馆、男士精品馆、OFFICE 女装集合馆、RELAX 女装集合馆、Beself 家居生活馆六个生活方式主题馆。

数据来源：新零售观察、广发证券发展研究中心

**第三，紧跟大数据经营趋势，全面推进数字化转型。**2016年，天虹提出了数字化转型的战略，首次将门店数字化与供应链变革、业态创新摆到同样重要的位置，上升到战略层面。2017年4月，公司将电商事业部更名为数字化经营中心，目标将相对低效的传统业务模式、运营流程、商业逻辑、经营数据都进行数字化、互联网化改造，建立大数据和生态运营体系来提高整体经营效率。公司的数字化转型包含商品的数字化、门店运营的数字化和供应链的数字化三方面。其中，在商品的数字化方面，目前天虹超市已经全部完成了商品的数字化；门店的数字化是指将门店所有的营运流程进行数字化管理，包括顾客通过app停车、买单、参加活动、对门店服务打分等。

### 受益行业持续回暖和经营效率提升，业绩有望加速改善

#### 1、行业延续结构性温和复苏态势，龙头公司经营优势和业绩弹性凸显

2017年上半年实体零售延续2016年Q4的弱复苏态势，6月社零总额同比增速为11%，同比提升0.4个百分点，5月百家重点零售销售额同比增长5.3%，增速同比提升11.4个百分点，创近两年单月新高。总结本轮实体零售呈现结构性温和复苏，呈现以下特征：

(1) 高端消费复苏尤为明显。瑞士出口中国名表加速回暖，3-5月增速维持高位，分别为37.7% (+51.5PP)、39.2% (+75.1PP) 和34.4% (+53.3PP)。LVMH、Tiffany、爱马仕、潘多拉等奢侈品及中高端品牌从去年四季度起在亚太地区销售增速明显抬头；

(2) “她经济”成为推动消费升级的主力，黄金珠宝、化妆品等品类复苏明显。限额以上黄金珠宝和化妆品销售额自2016年9月转正以来，已连续8个月保持正增长（2017年4月增速分别为9.6% (+11.6PP) 和12.9% (+7PP)）。龙头公司周大福1Q17内地销售额延续4Q16的增长，增幅扩大至17%；

(3) 从渠道来看，线上网购用户红利逐渐褪去，实物网购增速降至25%左右。线下渠道显示不同程度改善，2017年1-6月，专卖店、专业店、超市、大型超市、百货店销售额同比分别增长8.8%、5.7%、3.6%、3.4%、1.2%，小而美业态表现更强的复苏弹性；

(4) 弱复苏环境下，行业分化加剧，龙头公司经营优势凸显，业绩弹性更强。百货板块，天虹、王府井、鄂武商、百联等龙头公司2017年Q1收入和扣非净利润增速改善显著，除去百联，均略高于行业平均水平。超市板块，永辉超市、红旗连锁、步步高收入和扣非净利润增速显著高于超市行业平均水平。

图 14: 社零及百家增速 16 年下半年以来温和复苏

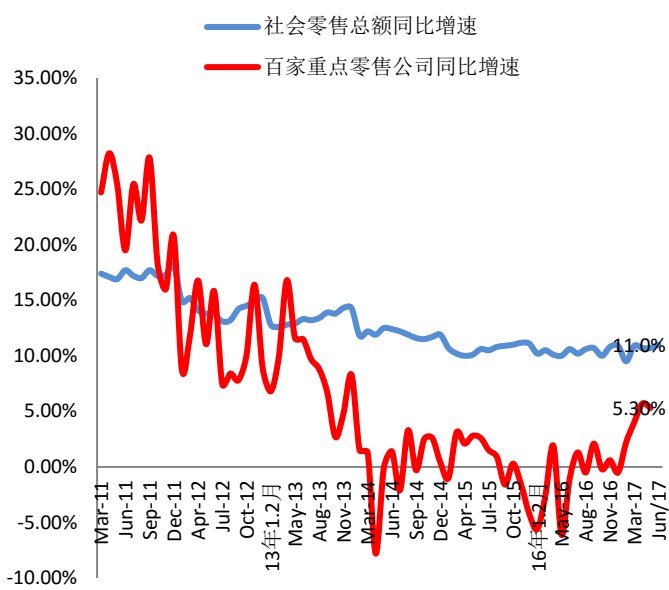
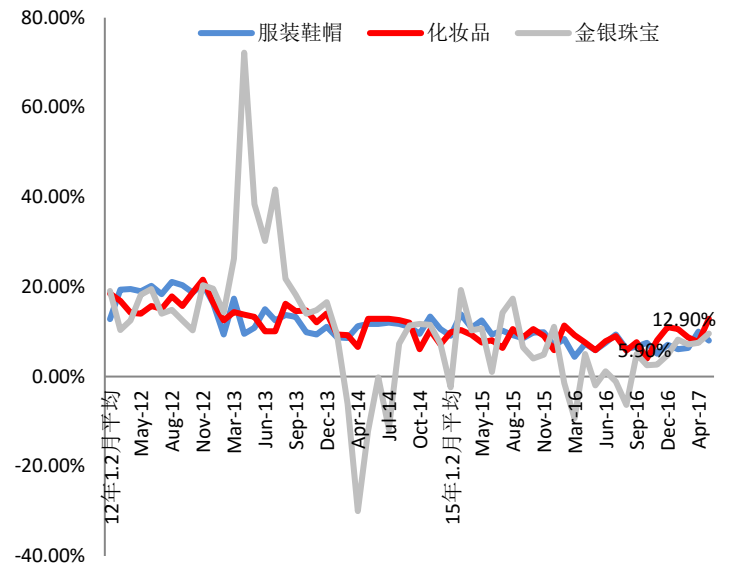


图 15: 化妆品、黄金珠宝等可选消费品类复苏明显



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 16: 2016 年中国内地奢侈品消费额回升

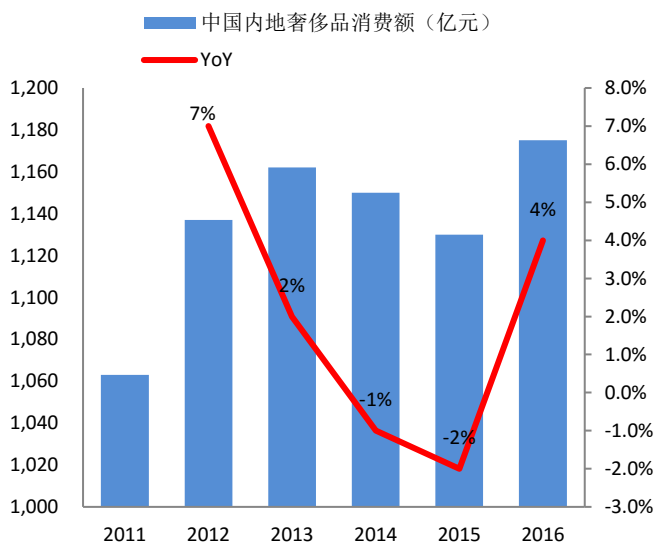
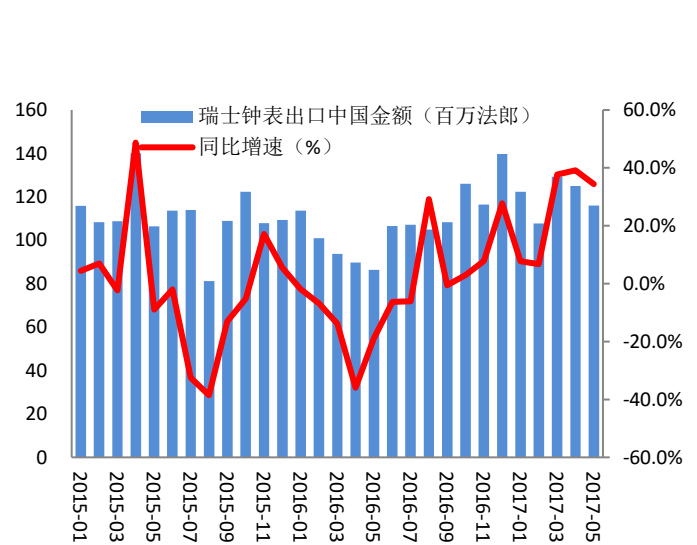


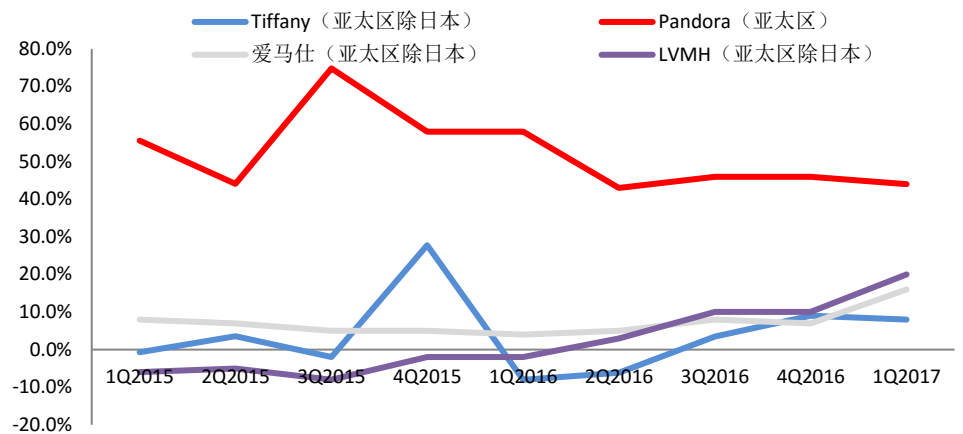
图 17: 瑞士钟表出口中国金额同比增速加速回暖



数据来源: Bain、瑞士钟表工业联合会、广发证券发展研究中心



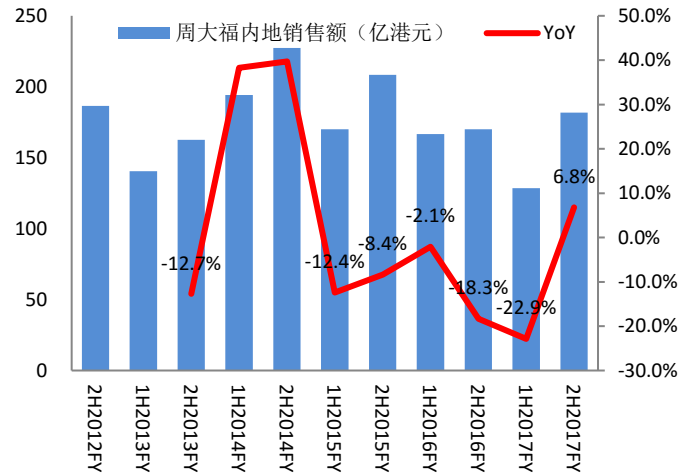
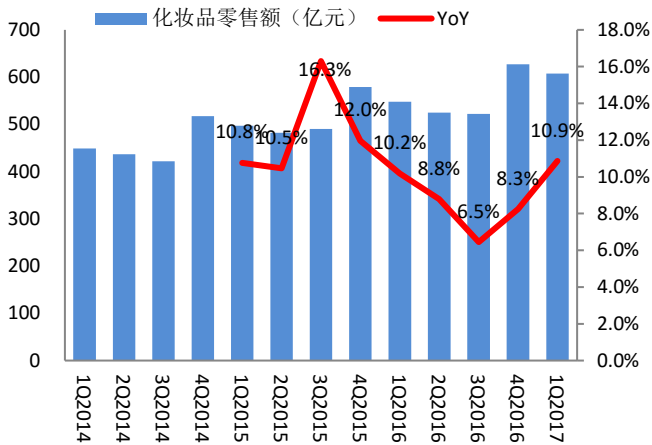
图18: 主要奢侈品品牌收入增长



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 19: 国内化妆品零售额增速自 3Q2016 以来持续增长

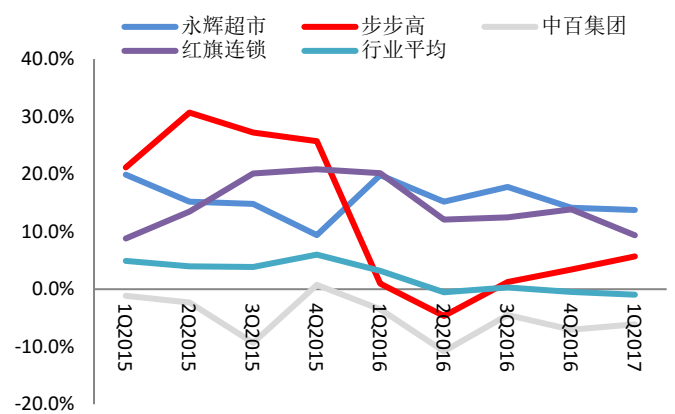
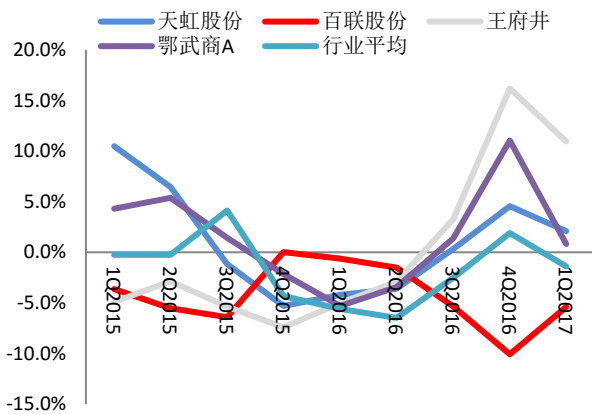
图 20: 周大福内地销售额及增速



数据来源: WIND、公司公告、广发证券发展研究中心

图 21: 天虹、百联、王府井、鄂武商收入增速和百货行业平均对比

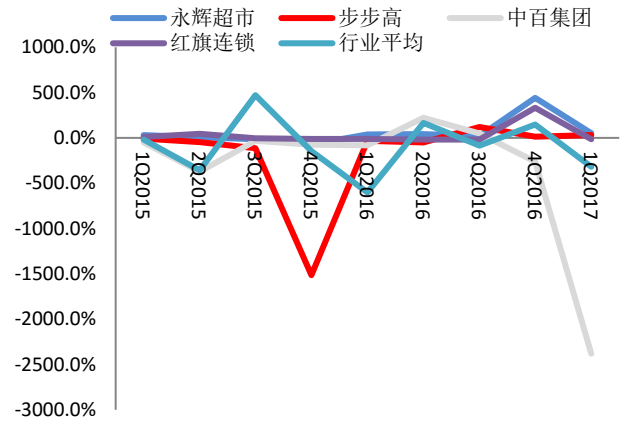
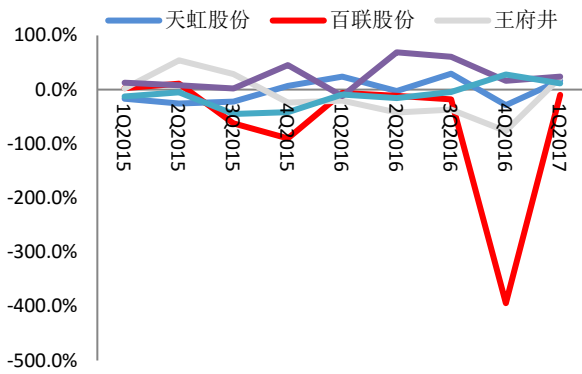
图 22: 永辉、步步高、中百、红旗收入增速和超市行业平均对比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (行业平均为24家百货或8家超市加权平均, 剔除异常值)

图 23: 天虹、百联、王府井、鄂武商扣非净利润增速和百货行业平均对比

图 24: 永辉、步步高、中百、红旗扣非净利润增速和超市行业平均对比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (百货行业平均为A股24家上市百货加权平均, 超市行业平均为A股8家上市超市加权平均, 剔除异常值)

## 2、转型效果显著，经营数据向好，优于行业平均水平

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。

公司近三年的收入、扣非净利增速和扣非ROE均高于行业平均水平。在行业下行趋势中，2014年公司收入增速仍能维持逆势增长，表现出更强的经营抗压能力；2016年Q4，行业开始步入弱复苏时，公司表现出更强的业绩弹性，2017年Q1收入和扣非净利增速分别为2.08% (+6.29PP) 和16.99%，均显著高于行业平均水平。公司的扣非ROE从2011年开始呈现下滑趋势，但整体仍高出行业平均。

2011-2016年，公司毛利率维持在23.09%-24.16%，高出行业平均3个百分点左右，近三年毛利率稳步回升，处于领先水平，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）。

公司的销售+管理费用率逐年增长，高于行业平均水平，主要系上市以来门店扩张较快并且以租赁物业居多。公司最主要的费用构成是租金、职工薪酬和折旧摊销，经历2012-2015年的门店集中调整，近两年租金和职工薪酬增速有所回落。折旧摊销费用预计随着门店动态扩张和调整，将维持平稳增长。

年度经营性现金流连续三年放大，进入新一轮景气周期。从年度现金流来看，公司从2011年起，经营性现金净流入大幅缩水，而2014年后迎来拐点，逐年增长，2016年全年经营性净现金流接近2011年的高位。与此同时，公司近几年资本开支维持在平稳水平，随着现金流的持续改善和资本支出压力逐渐消化，公司有望步入新一轮业绩红利期。

图 25: 天虹股份收入增速高于行业平均

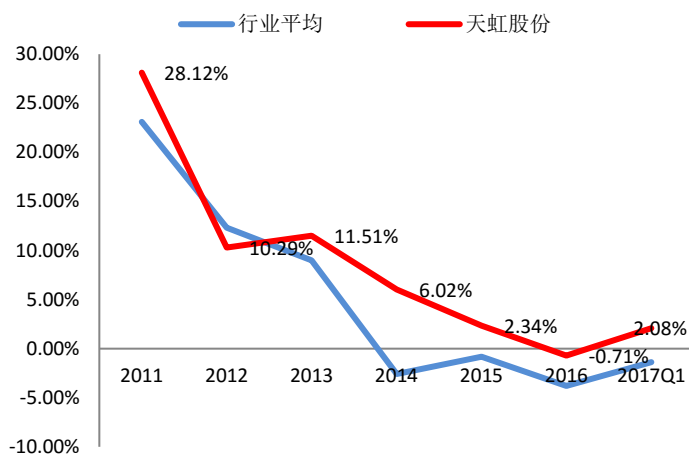
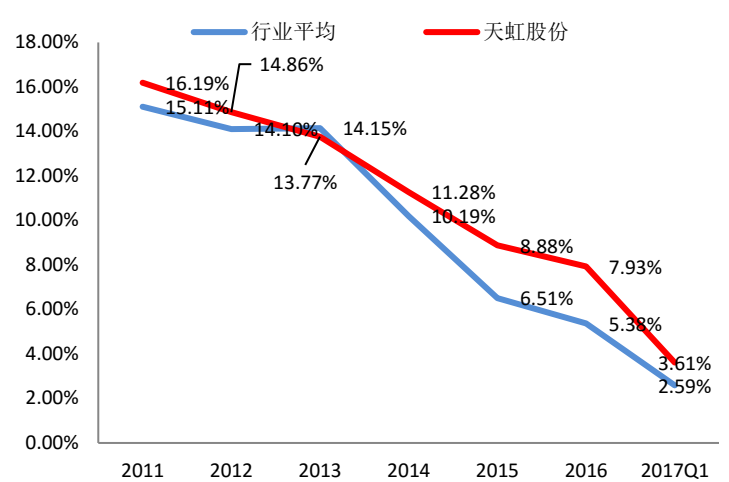


图 26: 近三年天虹股份的扣非 ROE 高于行业平均



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (行业平均为A股24家上市百货, 剔除异常值)

图 27: 天虹扣非净利润增速高于行业平均

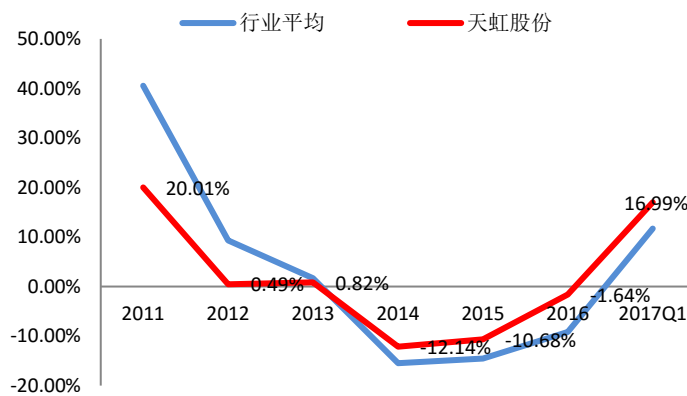
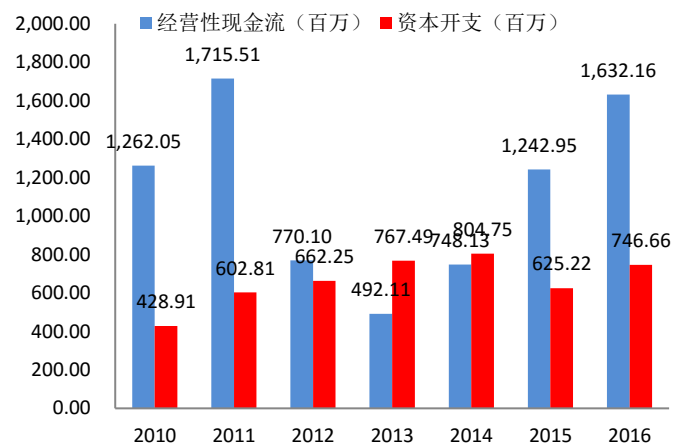


图 28: 经营性现金流和资本开支回升趋势明显



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (行业平均为A股24家上市百货, 剔除异常值)

图 29: 天虹股份的综合毛利率高于行业平均

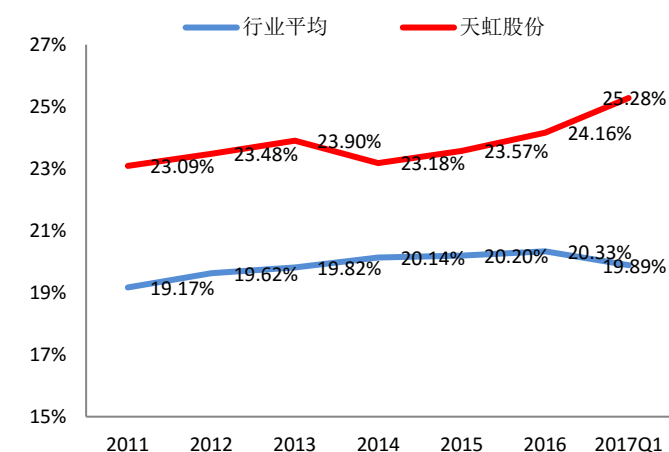
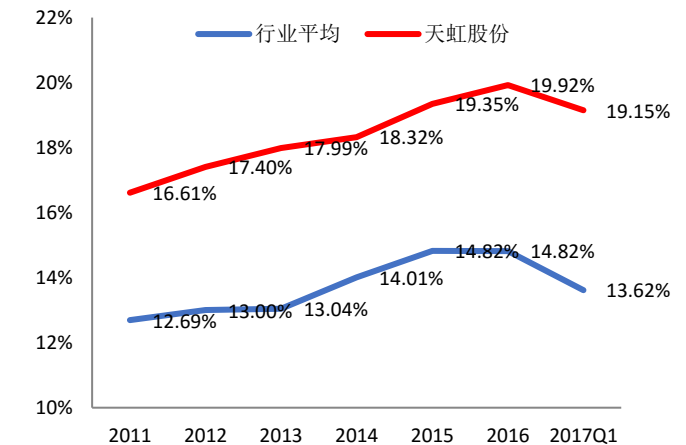


图 30: 天虹股份管理+销售费率高于行业平均



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心 (行业平均为A股24家上市百货, 剔除异常值)

图 31: 天虹股份职工薪酬、租赁费和折旧摊销费增速

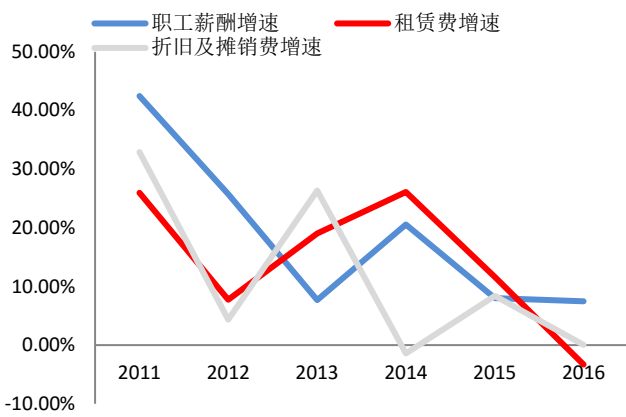
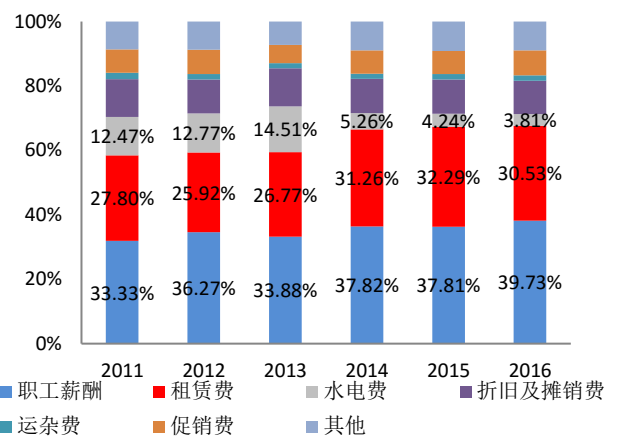


图 32: 天虹股份的费用结构



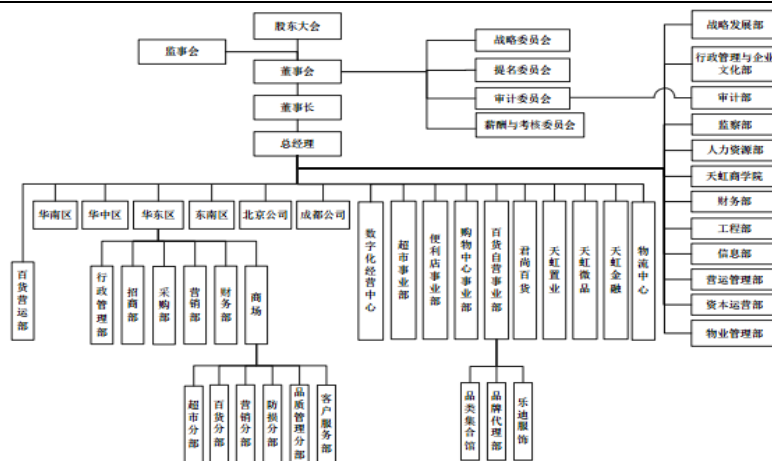
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 盈利预测及投资建议

我们认为, 2017年全年行业有望延续结构性温和复苏态势, 龙头公司凸显更强的经营优势和业绩弹性已经从1Q17的经营数据得到印证。未来随着新零售、新业态、新技术的大量涌现, 传统零售商生存空间将进一步受到挤压, 市场向有核心竞争力的龙头公司集中。天虹在传统百货企业中, 具备灵活的经营机制、较强的创新意识、转型变革和经营能力, 将率先受益行业弱复苏和新零售变革浪潮。

**(1) 调整组织架构, 全面推行超额利润分享, 探索合伙人机制, 建设优良治理结构。**公司是国内首家中外合资的商业连锁企业, 相较于行业大多数国企机制更为灵活。今年4月公司调整组织架构, 为推进专业化和扁平化经营管理, 公司增设了百货自营事业部、购物中心事业部、便利店事业部和超市事业部4个专业部门, 并将电商事业部改成数字化经营中心, 确立了购物中心、体验式超市和百货的转型升级、新型便利店和全渠道融合的发展重心。在提升绩效管理方面, 公司去年全面推行超额利润分享并积极探索合伙人制, 显著提高了员工积极性和经营效率, 去年超过50%的经营单位取得了超额利润。

图 33: 天虹股份组织架构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(2) 受益消费复苏和内生经营效率提升，公司业绩步入新一轮景气期。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，反映了公司的强运营能力。随着公司业态升级、全渠道和数字化战略、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。公司从2016年Q3开始迎来业绩拐点，从收入端来看，3Q16收入转正（同比增长0.3%），4Q16和1Q17收入增速分别为4.58%和2.08%，恢复增长且高于行业平均水平；从利润端来看，1Q17净利润和扣非净利润分别实现21.33%和16.99%，业绩企稳回升；年度经营性现金流连续三年放大，随着资本支出压力逐渐消化，有望步入新一轮业绩红利期。

图 34：天虹股份季度营业收入及增速

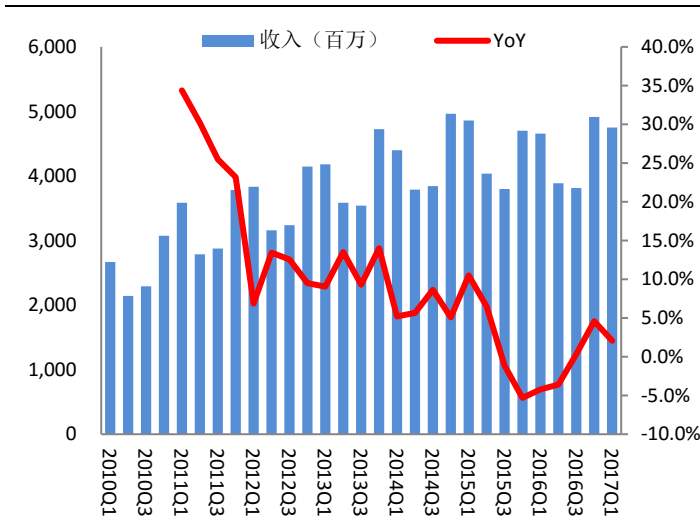
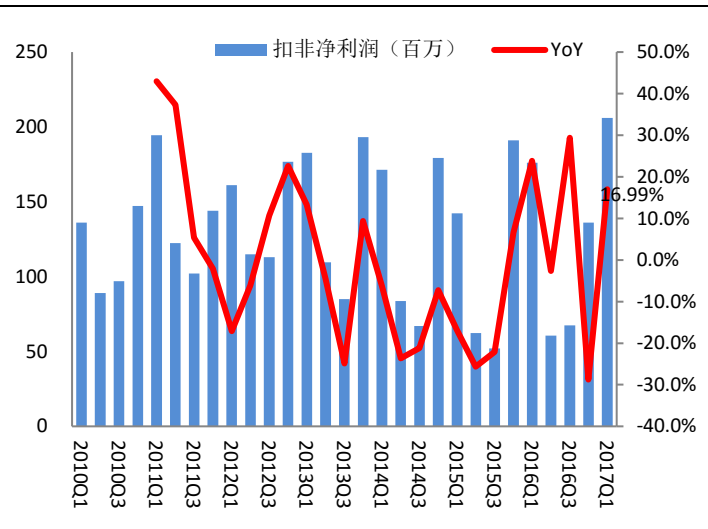


图 35：天虹股份季度扣非净利润及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 36：天虹股份季度净利润及增速

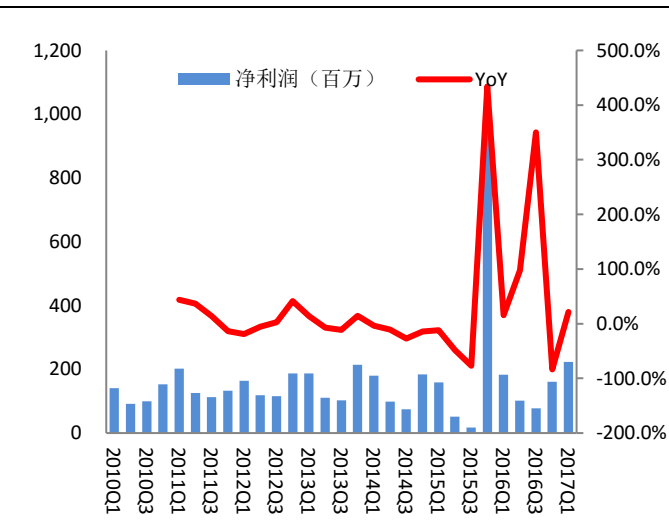
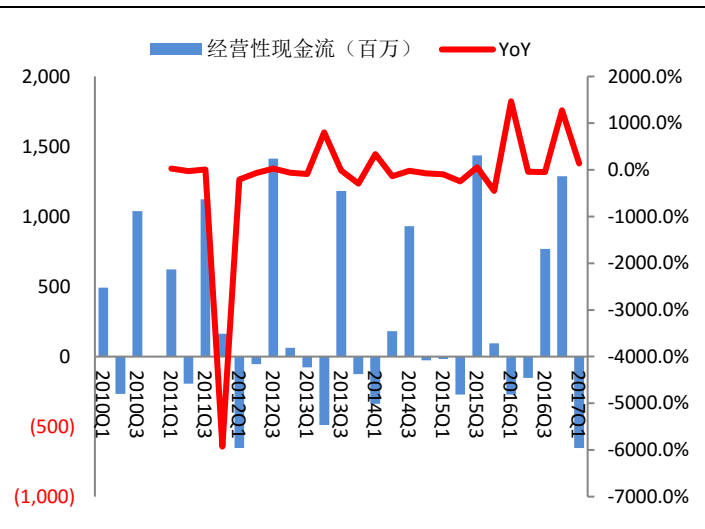


图 37：天虹股份季度经营性现金流净额及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(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。

盈利预测假设：（1）行业维持弱复苏；（2）未来三年新开门店和门店改造的折旧摊销平稳增长；（3）购物中心培育期缩短，经改造后的门店（含外埠门店）经营持续改善。

考虑地产业务结算，预计公司17-19年收入分别为181.9、194.9和221.4亿，归属母公司净利润分别为5.79、7.1和8.29亿，三年复合增速为19.65%。考虑2017、2018年地产业务结算，预计公司17-19年收入分别为204.4、212和221.4亿，归属净利润分别为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15.2、14和13.2倍。公司作为全国性的百货龙头，其治理结构、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，维持买入评级。

## 风险提示

- 1、宏观经济下行，消费复苏低于预期，同店增长放缓；
- 2、门店扩张、新业态及新店培育不及预期；
- 3、主力区域竞争加剧。



	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	13884	14758	14242	15634	16968
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
归属母公司股东权益	5511	5593	6315	7101	7930
少数股东权益	2	5	4	2	0
<b>负债和股东权益</b>	13884	14758	14242	15634	16968

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	1671	715	998	1081	1141
所得税	464	192	277	297	313
<b>净利润</b>	1207	523	721	784	828
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	1208	524	722	786	829
EBITDA	1005	1008	1370	1367	1367
EPS (元)	1.51	0.65	0.90	0.98	1.04

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	1752	-248	1684	1387	1319
<b>期初现金余额</b>	3365	5158	4968	6652	8039
<b>期末现金余额</b>	5118	4910	6652	8039	9358

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
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
<b>获利能力(%)</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	8.9	22.9	15.2	14.0	13.2
P/B	2.0	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.8	7.0	3.2	2.3	1.4



## 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。
- 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。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）。
- 黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015年进入证券行业，2017年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

## 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层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。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。