

天虹股份 (002419.SZ)

净利同比增长 31.36%，外埠门店持续改善

核心观点：

● 17H1 实现收入 89.83 亿，同比增长 5.14%，实现归母净利 3.75 亿，同比增长 31.36%

公司 17H1 实现收入 89.83 亿 (YoY+5.14%)；实现归母净利 3.75 亿 (YoY+31.36%)，实现扣非净利 3.45 亿 (YoY+45.81%)。2Q17 单季收入同比增长 8.85%，归属净利润增长 49%，同比、环比均改善显著，主要系行业回暖、超市贡献收入增长及门店经营改善所致。上半年可比店收入同比下滑 1.37%，可比店利润总额同比增长 14.04%。其中，华中/华东/北京/成都地区门店同店利润增速分别为 38.99%/21%/43.41%/39.21%，购物中心和君尚同店利润增速为 87.17%和 39.26%。经营性净现金流同比下滑 45.76%，主要系售房款减少和发放贷款增加所致。

分业态来看，百货收入略微下滑 0.21%，超市收入同比增长 2.53%。公司 17H1 毛利率同比提升 0.31 个百分点至 24.76%，其中百货毛利率同比提升 0.78 个百分点至 23.67%，超市毛利率同比提升 0.32 个百分点至 23.8%。销售+管理费率同比略微下降 0.11 个百分点至 19.73%。

● 持续推进业态升级、数字化运营和供应链变革升级，业绩有望持续改善

上半年公司新开业厦门君尚购物中心和苏州石路 CC Mall，以及 14 家便利店，合计经营 66 家百货门店、6 家购物中心和 162 家便利店。上半年公司持续推进业态升级、数字化运营和供应链变革升级，包括：(1) 改造深南天虹为“天虹 Discovery”，强化 80 后女性主题定制概念。苏州石路 CC Mall 定位年轻家庭的多彩超乐园。推出数字化、餐饮化、体验式全新超市业态 Sp@ce 以及英伦小镇主题街区；(2) 虹领中实现会员线上线下打通，会员数接近 500 万，已全面实现智慧停车、手机自助买单和 Ipad 收银服务。“天虹到家”销售额同比增长 872.6%；(3) 百货与供应商深度合作，提高商品丰富性和性价比，减少同质化。超市全球采购海外合作厂家增至近 50 个，销售同比增幅超 10 倍，生鲜源采占比达 40%。不考虑地产业务结算，预计公司 17-19 年收入分别为 181.9、194.9 和 221.4 亿，归母净利润分别为 5.79、7.1 和 8.29 亿。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，当前股价对应 PE 分别为 16.8、15.5 和 14.6 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：行业竞争加剧，消费复苏、经营效率提升不及预期，新开门店培育较长。

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	16.81	15.45	14.64
市净率 (P/B)	1.96	2.15	1.92	1.71	1.53
EV/EBITDA	5.78	7.00	4.08	3.15	2.25

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	14.48 元
上次评级	买入
报告日期	2017-08-18

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)：	2017-07-18
低估值的新零售龙头，步入新一轮景气期	
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	

业绩回顾：净利同比增长 31.36%，外埠门店持续改善

公司17H1实现收入89.83亿，同比增长5.14%；实现归母净利3.75亿，同比增长31.36%，实现扣非净利3.45亿，同比增长45.81%。2Q17单季实现收入42.32亿，同比增长8.85%，实现归属净利润1.52亿，同比增长49%，同比、环比均改善显著，主要系行业回暖、超市贡献收入增长及门店经营改善所致。

上半年可比店收入同比下滑1.37%，降幅收窄3.01个百分点；可比店利润总额同比增长14.04%，同比增长8.88个百分点。外埠门店经营持续向好，华中/华东/北京/成都地区门店同店利润增速分别为38.99%/21%/43.41%/39.21%，购物中心和君尚同店利润增速为87.17%和39.26%。经营性净现金流同比下滑45.76%，主要系售房款减少和发放贷款增加所致。

图 1：累计营业收入及增速

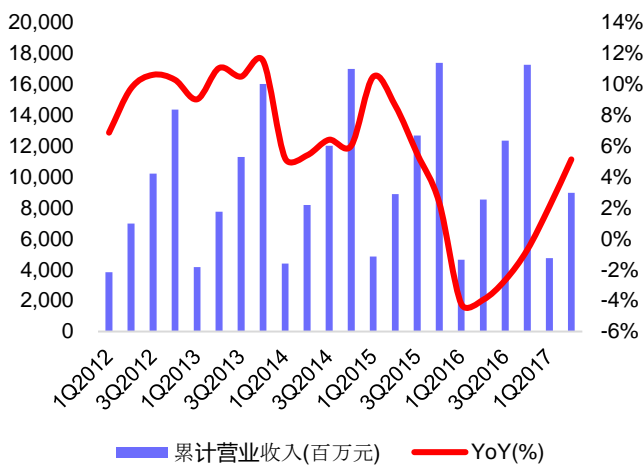
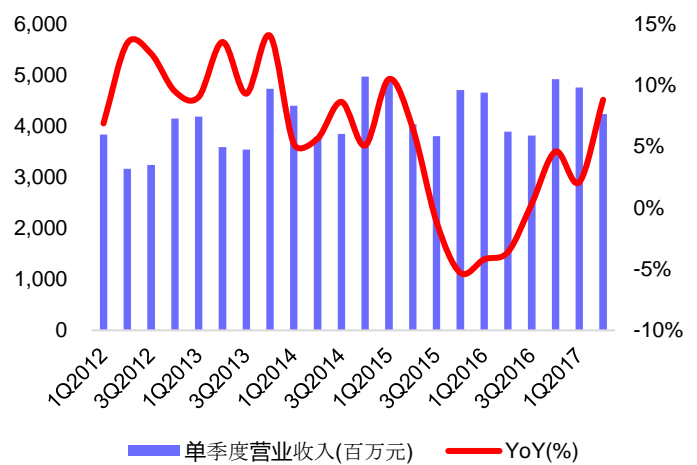


图 2：单季度营业收入及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：累计归母净利润及增速

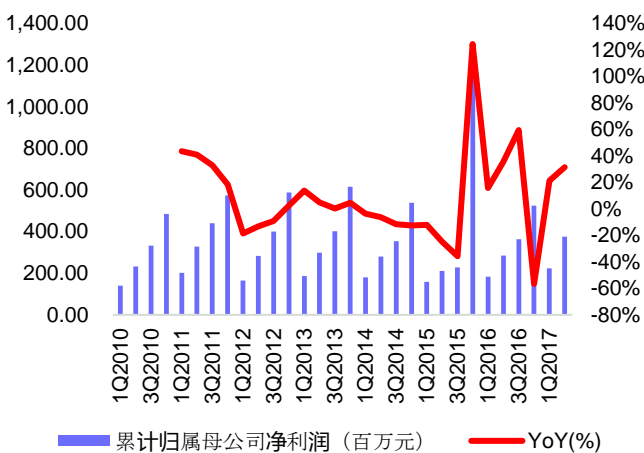
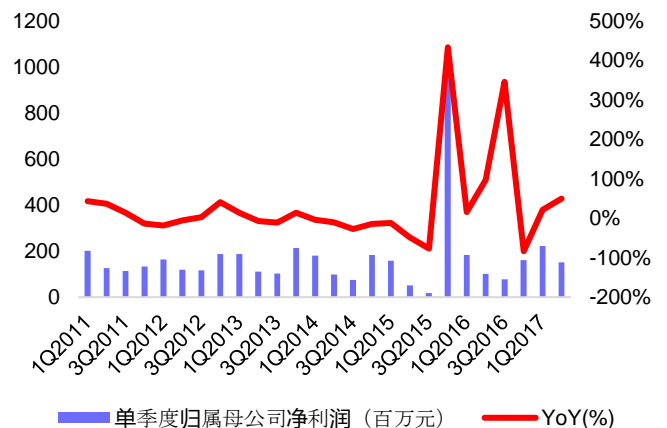


图 4：单季度净利润及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：同店营业收入增速（分地区）

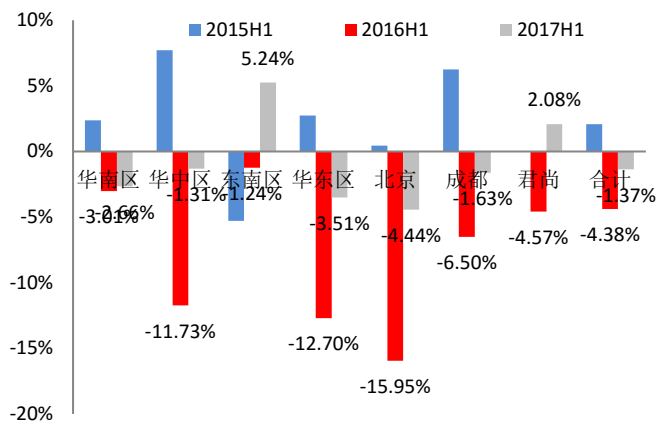
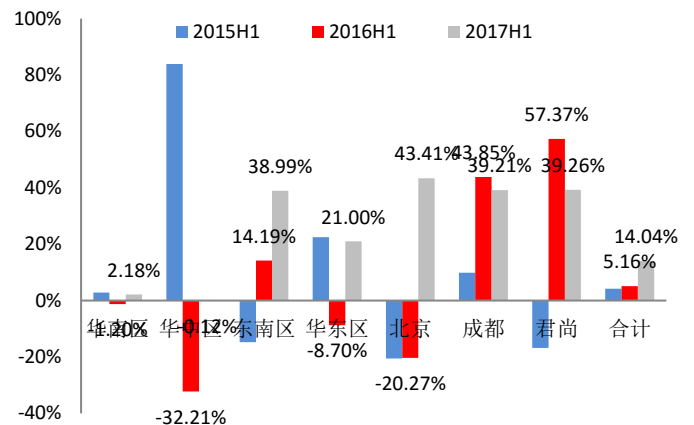


图 6：同店利润总额增速（分地区）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

分业态来看，百货、超市和其他业务（含地产、餐饮娱乐即时消费）收入占比分别为61.17%、34.1%和4.73%，收入结构保持平稳。百货实现收入52.36亿，略微下滑0.21%，超市实现收入29.19亿，同比增长7.23%。

图 7：分业态收入结构变化

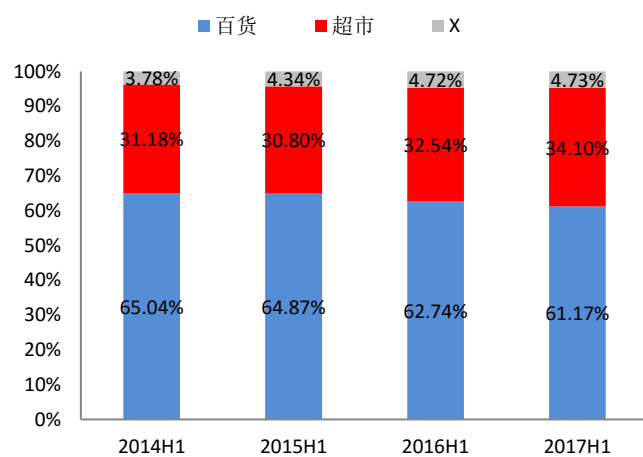
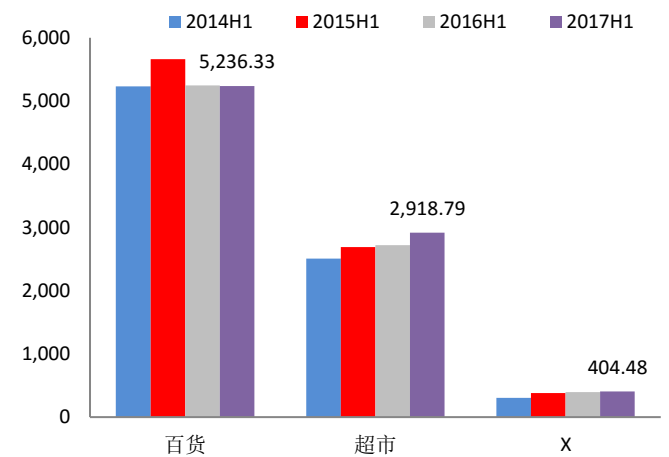


图 8：分业态收入情况（单位：百万元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

毛利率稳中有升，销售+管理费率基本保持稳定

公司17H1毛利率同比提升0.31个百分点至24.76%，其中百货毛利率同比提升0.78个百分点至23.67%，超市毛利率同比提升0.32个百分点至23.8%。分季度来看，Q1、Q2毛利率分别为25.28%、25.33%，期间费率基本保持稳定，上半年销售+管理费率同比略微下降0.11个百分点至19.73%。上半年费用率略有下降主要是因为租金和水电费较去年同期下降4.37%和2.83%。

图 9：上半年毛利率变化

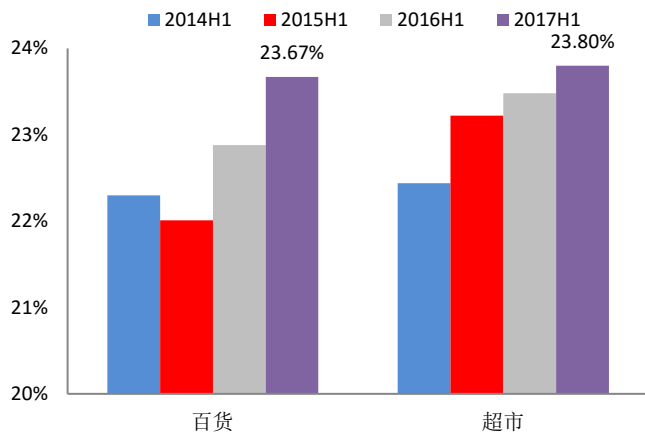
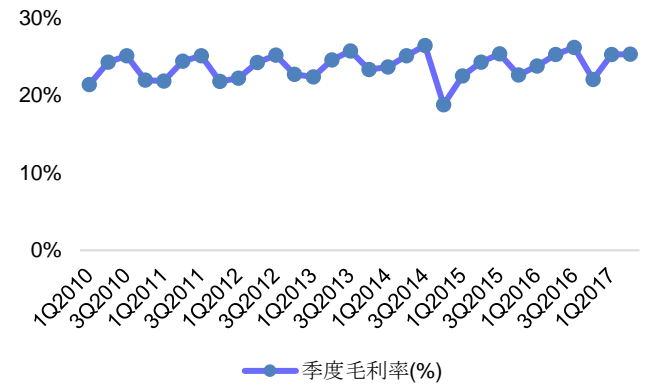


图 10：单季度毛利率变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 11：累计毛利率

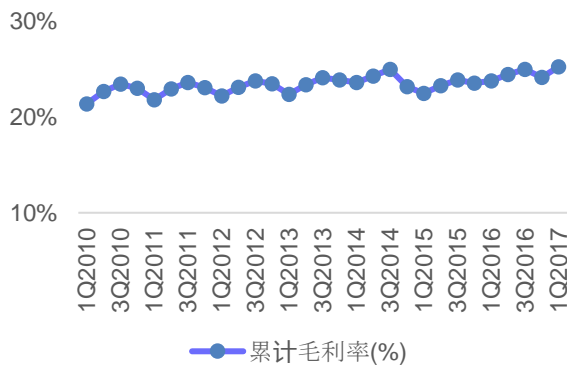
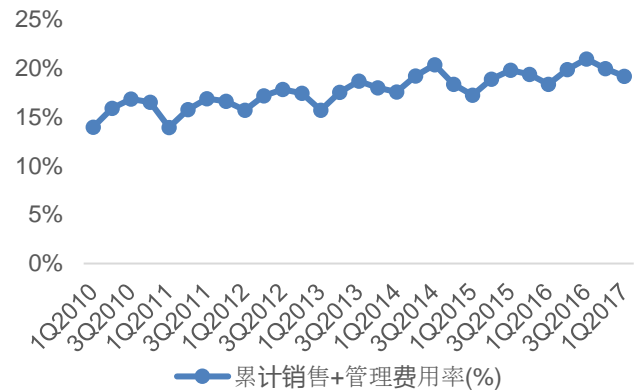


图 12：累计销售+管理费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13：单季销售+管理费用率

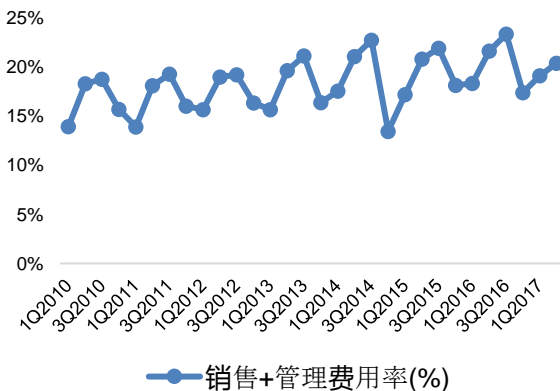
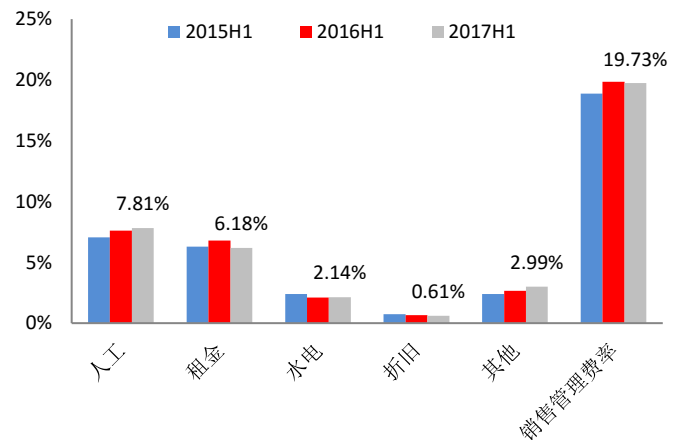


图 14：上半年销售管理费率详细拆分



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1：销售管理各项费用拆分

单位：百万元	2015H1	2016H1	2017H1	2017H1 费用占比	同比增速	
					2016H1	2017H1
职工薪酬	627.71	649.55	701.73	39.59%	3.48%	8.03%
营收占比	7.06%	7.60%	7.81%			
租赁费	558.90	580.62	555.26	31.33%	3.89%	-4.37%
营收占比	6.28%	6.80%	6.18%			
折旧摊销	212.69	180.72	191.97	10.83%	-15.03%	6.23%
营收占比	2.39%	2.12%	2.14%			
水电费	66.26	56.20	54.61	3.08%	-15.18%	-2.83%
营收占比	0.74%	0.66%	0.61%			
其他费用	211.97	228.01	268.97	15.17%	7.57%	17.96%
营收占比	2.38%	2.67%	2.99%			
销售管理费用	1677.52	1695.10	1772.55		1.05%	4.57%
营收占比	18.86%	19.84%	19.73%			

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

持续推进业态升级、数字化运营和供应链变革升级

上半年公司新开厦门君尚购物中心和苏州石路CC Mall，以及14家便利店。目前公司已进驻8个省，21个城市。截至6月底，公司合计经营66家百货门店（含2家天虹特许经营门店）、6家购物中心和162家便利店。预计下半年还将有三家购物中心开业。

上半年公司持续推进业态升级、数字化运营和供应链变革升级，包括：（1）改造深南天虹为“天虹Discovery”，强化80后女性主题定制概念。苏州石路CC Mall定位年轻人及年轻家庭的多彩超酷乐园。推出数字化、餐饮化、体验式全新超市业态Sp@ce以及英伦小镇主题街区；（2）虹领中实现会员线上线下打通，会员数接近500万，已全面实现智慧停车、手机自助买单和Ipad收银服务。“天虹到家”销售额同比增长872.6%；（3）百货与供应商深度合作，提高商品丰富性和性价比，减少同质化。超市全球采购海外合作厂家增至近50个，销售同比增幅超10倍，生鲜源采占比达40%。

盈利预测与投资建议

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。

不考虑地产业务结算，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16.8、15.4和14.6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、行业竞争加剧；
- 2、消费复苏、经营效率低于预期；
- 3、新开门店培育期较长。

至12月31日	单位：百万元				
	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
归属母公司股东权益	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

至12月31日	单位：百万元				
	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

	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	16.8	15.4	14.6
P/B	2.0	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.8	7.0	4.1	3.1	2.3

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。
- 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。