

天虹商场 (002419)

立足深圳、覆盖全国的百货龙头，全渠道转型领先同业

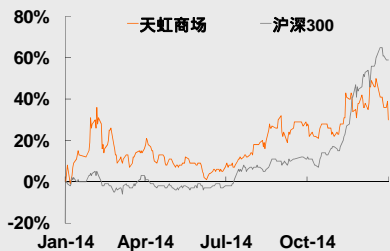
推荐 (首次)

现价：12.5 元

主要数据

行业	平安商贸零售
公司网址	www.rainbow.cn
大股东/持股	中国航空技术深圳有限公司/39.52%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/24.71%
总股本(百万股)	807
流通 A 股(百万股)	800
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	100.85
流通 A 股市值(亿元)	100.03
每股净资产(元)	5.48
资产负债率(%)	57.3

行情走势图



证券分析师

徐 问

投资咨询资格编号
S1060513050003
0755-22622625
xuwen007@pingan.com.cn

研究助理

王 晴

一般从业资格编号
S1060114080032
0755-22628888-101020
Wangqing944@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **立足深圳，覆盖全国的商业龙头**：天虹商场作为扎根深圳，网络覆盖全国的龙头零售企业，近三年收入复合增速 16.4%，13 年收入规模 160 亿元居全国连锁百货企业第 8 位。公司在传统百货+超市业态的基础上，灵活采用电器、餐饮、家居等 X 业态，以轻资产模式为主，重点向华南、华中、东南等区域扩张，截止 14 年末共拥有天虹商场 62 家，君尚（高端）百货 4 家。受益区域商业环境和品牌、规模效应，深圳地区贡献超 60% 营收，保持了稳定的同店增长、盈利能力和扩张效率。公司一方面向次级、新商圈（关外新区为主），依托社区购物中心模式扩张，另一方面改造城市核心商圈门店，升级为高端百货（君尚），并积极探索纯购物中心业态，适应深圳商业环境的变革、升级。

■ **深耕重点外埠区域三四线市场，提升扩张效率**：公司 02 年开启异地扩张，目前已进入江西、福建、浙江、北京、四川等省市，消费环境疲软、租金、人工费用压力等因素使得外埠门店培育期长于深圳。公司适时调整成都、杭州等区域亏损门店，重点加强华南、华中、福建等优势区域覆盖，采取同城多店、往三、四线城市下沉策略，提高外埠扩张效率。公司储备项目丰富，适当增加自有物业占比，培育区域购物中心，规避租金上行风险。我们认为江西、湖南、福建等区域营收将保持快速增长，新店培育符合预期，但北京、成都、浙江等区域亏损门店短期内仍难走出培育期。

■ **全渠道转型稳步推进，布局领先同业**：公司是最早开启全渠道转型的零售企业之一，门店+PC 端（网上天虹）+移动端（微信、APP、微店/微品）的多渠道布局、全天候接触客户有利于提高营销服务频率、精准性，增强客户体验和消费粘性。渠道拓展同时，公司在自营品牌、单品管理和业态布局调整方面均进行了稳步探索，符合百货业改革传统经营流程和联营模式的转型方向。作为全渠道的重要环节，公司通过自建+收购发展便利店业态，自营微喔便利店定位商品销售+社区综合服务，承接最后一公里配送功能，经营理念业内领先；斥资 3000 万收购万店通，获取深圳、东莞地区 153 家便利店网络，与该区域传统门店和线上业务形成协同，未来新业态整合、发展值得期待。

■ **预测 14-16 年 EPS=0.73、0.76、0.80 元，首次给予“推荐”评级**：考虑到深圳地区的稳健增长和新店储备丰富，我们预计公司 14-16 年收入复合增速 8.24%，EPS=0.73、0.76、0.80 元，对应当前股价的 PE=16.4/15.9/15.0X。公司较早开启全渠道转型，虽然短期内对规模、盈利提升有限，但我们看好其传统百货购物中心化、扩充直采比例与自营品牌，PC+移动端多层次线上布局的转型方向及新型便利店业态的有效扩张，首次给予公司“推荐”评级。

■ **风险提示**：全渠道转型、便利店整合不达预期，新开门店租金成本大幅上升，拖累利润增速；成都、北京等区域亏损门店培育期拉长。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	14377	16032	17192	18577	20330
YoY(%)	10.3	11.5	7.2	8.1	9.4
净利润(百万元)	588	615	586	605	642
YoY(%)	2.4	4.7	-4.8	3.3	6.1
毛利率(%)	23.5	23.9	24.3	24.3	24.1
净利率(%)	4.1	3.8	3.4	3.3	3.2
ROE(%)	14.8	14.3	12.7	12.2	12.1
EPS(摊薄/元)	0.73	0.77	0.73	0.76	0.80
P/E(倍)	16.4	15.6	16.4	15.9	15.0
P/B(倍)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8

正文目录

一、多业态组合、轻资产模式扩张的商业龙头	5
1.1 公司背景与股权结构.....	5
1.2 百货+超市+X 弹性组合，收入结构稳定.....	6
1.3 轻资产模式，立足深圳，逐步形成全国性门店布局.....	6
1.4 提升自营比例，毛利率逐年改善.....	7
二、巩固深圳本地优势，提升外延扩张成效	8
2.1 深圳经营优势明显，开启业态调整适应商业升级.....	8
2.2 外埠新店培育期拉长，将深耕重点区域三四线城市.....	12
2.3 重点扩张区域分析——江西&福建.....	13
三、全渠道转型稳步推进，布局领先同业	17
3.1 微信、微店、网上天虹全面打通，多渠道接触客户.....	17
3.2 自营+收购拓展便利店业态，定位生活服务、承接最后一公里.....	19
四、财务分析与盈利预测	20
五、风险提示	22

图表目录

图表 1	天虹商场股权结构图.....	5
图表 2	百货+超市+X 收入构成及增速情况（单位：百万）.....	6
图表 3	天虹门店分布情况.....	6
图表 4	近三年分区域新开门店数量汇总.....	6
图表 5	部分租赁物业源自于关联方，提升经营稳定性.....	7
图表 6	自有品牌集中在商超用品.....	8
图表 7	超市+X 业态自营占比较高.....	8
图表 8	自营商品收入增速高于专柜商品（单位：百万）.....	8
图表 9	公司综合毛利率呈上升趋势.....	8
图表 10	13 年广深区人均消费支出领先全国大中型城市（单位：元）.....	9
图表 11	13 年深圳门店成长和盈利能力好于公司整体水平.....	9
图表 12	深圳地区平效测算.....	10
图表 13	深圳区域天虹门店近年来扩张情况（2 家门店升级君尚百货）.....	11
图表 14	深圳门店明细（含 2 家君尚百货）.....	11
图表 15	宝安天虹购物中心.....	12
图表 16	宝安天虹购物中心中深圳最高的滑梯.....	12
图表 17	深圳外区域天虹门店扩张情况（2 家门店升级君尚百货）.....	12
图表 18	公司 14 年开业购物中心及储备项目.....	13
图表 19	江西人均零售面积仅占全国平均 61.91%（单位：平方米/人）.....	14
图表 20	江西连锁企业交易额增速较高.....	14
图表 21	南昌人均可支配收入增速超全国平均水平.....	14
图表 22	江西地区现有门店与储备门店布局.....	14
图表 23	江西地区门店盈利状况（单位：百万）.....	15
图表 24	福建省宏观经济数据（2013 年）.....	15

图表 25	公司在福建地区门店与储备门店布局	16
图表 26	福建地区门店分区域净利润情况（单位：百万）	16
图表 27	中航紫荆广场效果图.....	17
图表 28	中航紫荆广场项目地理位置优越.....	17
图表 29	网上天虹无线扩张实体百货面积.....	18
图表 30	国贸云店同步实体门店商品销售.....	18
图表 31	微喔提供 ATM+复印+自助缴费等服务	19
图表 32	微喔融合线上线下，解决最后一公里问题	19
图表 33	公司季度收入及增速（单位：百万）	20
图表 34	人力、租赁、促销费用率上升明显	21
图表 35	毛利率与净利率走势迥异	21
图表 30	可比上市公司估值表（截止 2015 年 1 月 16 日）	22

一、多业态组合、轻资产模式扩张的商业龙头

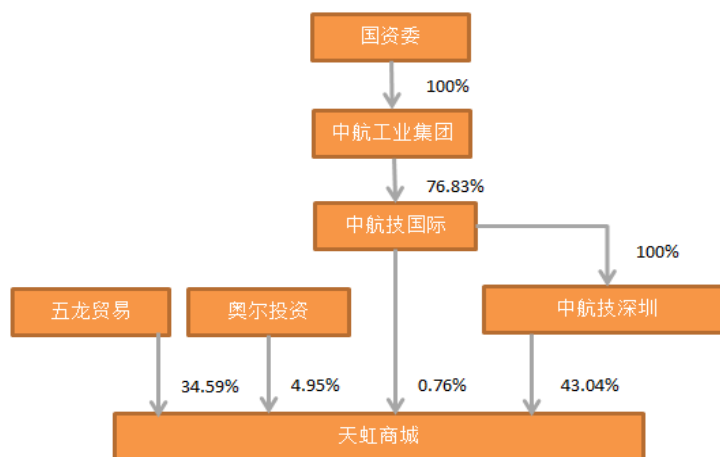
天虹商场作为扎根深圳、网络覆盖全国的龙头零售企业，经营稳健，近三年收入复合增速 16.4%，13 年收入规模 160.33 亿元居全国连锁百货企业第 8 位。公司在传统百货+超市业态的基础上，根据周边商业需求灵活采用电器、餐饮、家居等 X 业态，以轻资产模式为主，重点向华南、华中、东南等区域扩张，截止 14 年末共拥有天虹商场 62 家，君尚百货 4 家。储备项目丰富，扩张战略上聚焦优势区域，同城多店与向三四线城市下沉策略有利于降低扩张风险，缩短未来新门店的培育期。

公司是最早开启全渠道转型的零售企业之一，门店+PC 端（网上天虹）+移动端（微信、APP、微店/微品）的多渠道布局、全天候接触客户有利于提高营销服务频率、精准性，增强客户体验和消费粘性。公司在自营品牌、单品管理和业态布局调整方面均进行了稳步探索，符合百货业改革传统经营流程和联营模式的转型方向。作为全渠道的重要环节，公司通过自建+收购发展便利店业态，自营微喔便利店定位商品销售+社区综合服务，承接最后一公里配送功能，经营理念业内领先；斥资 3000 万收购万店通，获取深圳、东莞地区 153 家便利店网络，与该区域传统门店和线上业务形成协同，未来新业态整合、发展值得期待。

1.1 公司背景与股权结构

天虹商场成立于 1983 年，前身为深圳天虹商场，目前控股股东中国航空技术深圳有限公司（后文简称中航技深圳）持股比例为 43.04%，实际控制人为中航工业集团。中航技深圳和中航技国际同为中航地产的前两大股东，天虹商场多个门店与中航地产合作开发。公司第二大股东为五龙贸易，实际控制人为黄康俊，持股 34.59%。第三大股东奥尔投资为公司管理层委托持股公司，持股 4.95%，由天虹上市前对管理层进行的股权激励形成。

图表1 天虹商场股权结构图



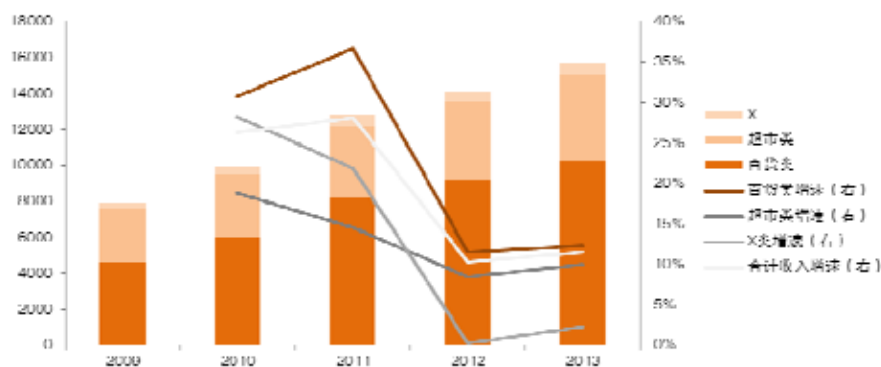
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 百货+超市+X 弹性组合，收入结构稳定

公司在传统百货+超市业态的基础上，根据周边商业需求灵活采用电器、餐饮、家居等 X 业态。其中百货业态精准定位目标客户群，区分社区购物中心和城市中心店两种模式，城市中心店立足核心商圈，目标顾客以中高收入居民为主；社区购物中心一般位于城市次级商圈或融入重要社区，目标顾客以周边社区中高收入居民为主。

从收入构成上来看，2013 年公司百货业务实现收入 102.71 亿元，占营业收入比重 64.07%；超市实现收入 47.90 亿元，占营业收入比重 29.87%；X 类实现收入 5.97 亿元，占比 3.72%。除百货+超市+X 业态以外，公司还涉及部分房地产和加工修理业务，收入占比仅有 1%左右。

图表2 百货+超市+X收入构成及增速情况（单位：百万）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 轻资产模式，立足深圳，逐步形成全国性门店布局

经过多年发展，公司在巩固深圳门店密度和经营优势基础上，逐步向华南、华中、东南等区域扩张，形成了全国性的门店布局。截止 2014 年末公司共拥有天虹商场 62 家，君尚百货（定位中高端）4 家。从区域分布上看，华南区域（广东省）33+4 家门店，华中区域（江西、湖南）12 家门店，东南区域 6 家门店（福建），华东区域（江苏、浙江）6 家门店，北京 3 家门店以及成都 2 家门店。深圳作为公司大本营拥有 28 门店（含 2 家君尚百货），13 年收入贡献超过 60%。

图表3 天虹门店分布情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 近三年分区域新开门店数量汇总

	2012	2013	2014
华南	3	2	2
华中	2	2	2
东南	1	-1	+1-1
华东	1	0	+1-1
北京	1	0	0
成都	1	1	0
君尚	1	0	2

资料来源：公司公告，平安证券研究所

轻资产模式扩张，操作空间灵活。除 1 家特许加盟店以外，公司自营门店中仅 5 家是自有物业门店，主要采取轻资产扩张模式。这一模式能根据当地市场灵活选址、开店效率高，一旦对当地市场特性有所把握便能在短期内迅速发力，扩大门店布点；且在市场不景气的大背景下能有效缩减培育期长度，试错成本低。

租赁费用承压，但总体可控。商业地产的迅猛发展，尤其是核心商圈的稀缺、升值也使得公司面临较大的租金上升风险，而且传统百货经营面积偏小、非自有物业性质使得业态调整困难。但公司租金压力整体可控，首先新开门店中社区购物中心占比高，选址相对避开核心商圈物业的争夺，租金水平合理；其次门店租赁期长达 15-20 年，由于涉入较早，租金被锁定后压力并不大；此外，部分租赁物业与其股东旗下的中航地产和莱蒙置业合作，公司与关联方的交易价格公允，能较好保证经营的稳定性。

未来将适当增加自有物业的比重。未来外埠扩张的重点放在三、四线城市，将视机会通过自建或购买增加自有物业比重，一方面三、四线城市物业成本较低，重资产模式规避了租金上升风险；另一方面，公司希望进驻三、四线城市核心商圈，培育当地商业龙头，自建物业可控性强，有利于购物中心的长远规划和经营。

图表5 部分租赁物业源自于关联方，提升经营稳定性

关联方	地区	门店	面积（平米）
中航地产	广东深圳	深南天虹	39407
	广东深圳	观澜天虹商场	39364
	江西赣州	赣州中航城天虹	40859
	湖南岳阳	湖南岳阳天虹	41097
	湖南长沙	长沙芙蓉天虹	39788
	江苏苏州	苏州金鸡湖天虹	39927
莱蒙置业	四川成都	成都红牌楼天虹	30000

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 提升自营比例，毛利率逐年改善

超市自营占比超过 80%，扩大直采品类范围。2013 年超市自营占比达到 80.63%，电器、家具、餐饮类达到 31.30%，4 个自有品牌涉及食品、日用品、生鲜类共 500 多个单品，价格比同类产品低 10%-20%。公司具有一定的直采销售经验，将生鲜产品作为直采中的重点对象，未来希望扩大直采品类的范围，巩固毛利的同时，提高产品差异化。从毛利率来看，自营类产品的毛利率较低，源于自营主要集中于超市商品、家电等商品，但呈上升趋势。

百货自营占比 1.72%，尝试买手制。公司目前的百货业态中自营收入贡献仅有 1.72%，处于缓慢提升区间。2013 年公司开设 3 个买手制的集合馆，1 个是悠乐生活（家居品），以及 2 个女性饰品。公司子公司乐迪独家代理 6 个品牌，未来会进一步发展品牌代理业务，实现商品差异化和盈利能力提升。公司逐步尝试建立买手制，买手的培养采用内外结合，通过内部对市场的研究确定相关制度，外部招聘引进有经验的优秀人才。

图表6 自有品牌集中在商超用品

自有品牌	产品	品牌特色
菲尔芙	日杂用品、厨房用品、纸巾、清洁用品等	超值、可靠、实用；
TEEMFUL(天优)	粮油、零食、冲饮品等	可靠、超值、健康、美味
奥百思	高端商超用品	健康、精致、时尚
天口味	食品	美味、健康

自有商品招商范围：粮油食品、零食、饮料酒水、冷冻冷藏食品、即食食品、保健品、冲饮品、婴幼儿用品、个人护理、家居清洁、针织品、家居杂品、厨房用品

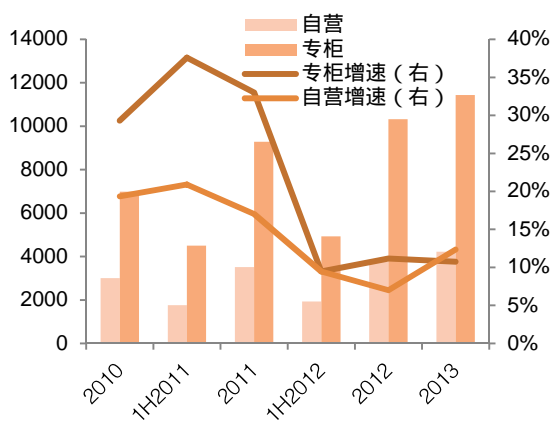
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表7 超市+X业态自营占比高

		2009	2010	2011	2012	2013
百货	专柜占比	100.00%	99.86%	98.80%	99.28%	98.28%
	自营占比	0.00%	0.14%	1.20%	0.72%	1.72%
超市	专柜占比	20.49%	20.21%	20.22%	19.49%	19.37%
	自营占比	79.51%	79.79%	79.78%	80.51%	80.63%
X	专柜占比	54.69%	58.75%	63.45%	67.65%	68.70%
	自营占比	45.31%	41.25%	36.55%	32.35%	31.30%

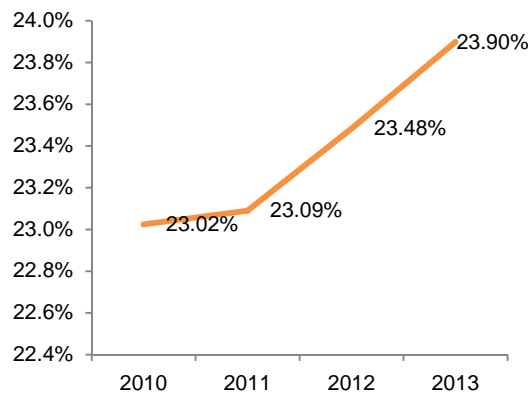
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 自营商品收入增速高于专柜商品(单位:百万)



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 公司综合毛利率呈上升趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

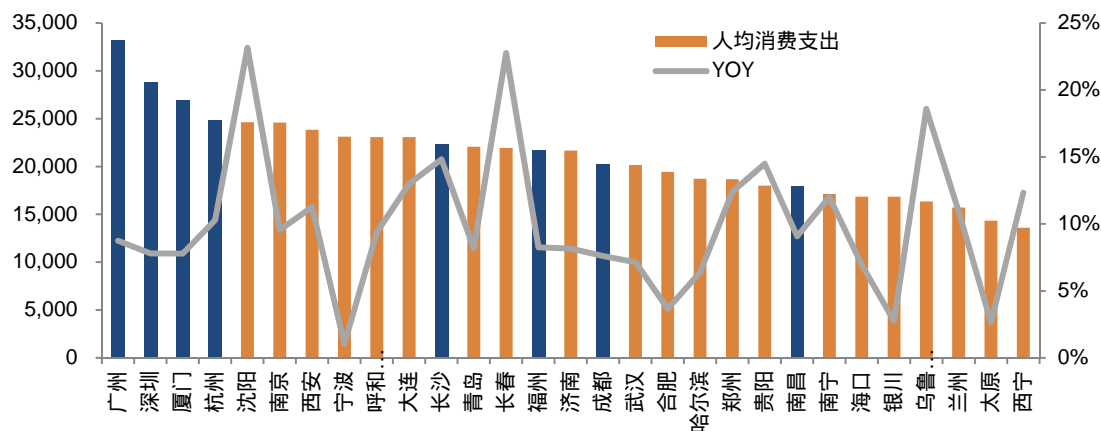
二、巩固深圳本地优势，提升外延扩张成效

2.1 深圳经营优势明显，开启业态调整适应商业升级

公司 40%的门店、60%的营收来自深圳，持续受益于常住人口规模扩大和收入、消费升级带来的市场红利。作为移民城市，深圳地区人口结构年轻，常驻人口中 18-60 岁之间的人口占比 80%

以上，劳动参与率 84.79%，人均消费支出达到 28812.44 元，居于全国主要城市前列，近三年复合增速达到 8.10%。13 年深圳社零复合增速 13.90%，高于全国平均水平 0.8 个百分点。

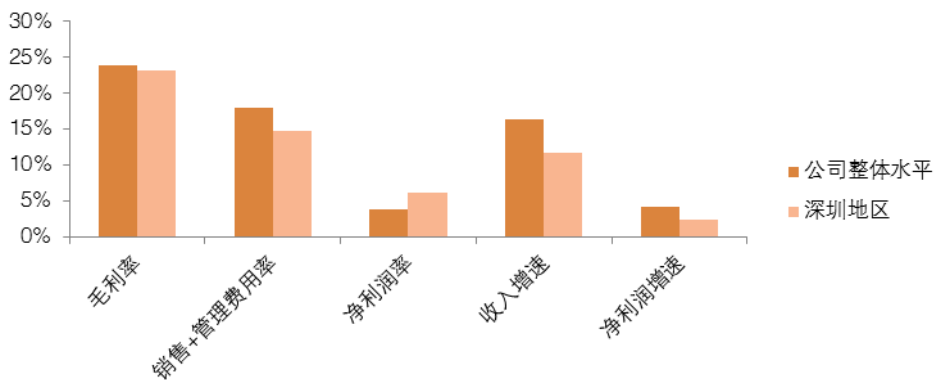
图表10 13年广深区人均消费支出领先全国大中型城市（单位：元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

目前公司在深圳共拥有 28 家门店，总经营面积近 70 万平米，占全国总面积的 36.84%。深圳地区营收占总收入比重 61.20%，会员超过 200 万，占全国会员数 50%。从经营成效上看，深圳区域营收情况稳定，规模效应明显，为公司整体业绩保驾护航。13 年深圳地区收入 89.26 亿元，共实现净利润 5.32 亿，净利润率达到 5.96%，高于公司平均水平 3.58%。近 3 年收入复合增速 11.65%，由于外省增长公司整体复合增速达到 16.36%。深圳门店平效达到 17288 元/平米，几乎是外埠平效的 3 倍。在整体零售行业景气度下滑触底的 14 年前三季度，深圳地区仍录得了 13% 的收入增长难能可贵。

图表11 13年深圳门店成长和盈利能力好于公司整体水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 深圳地区平效测算

		2009	2010	2011	2012	2013
深圳	收入 (百万)	5547	6413	7924	8341	8926
	YOY		15.62%	23.55%	5.27%	7.01%
	面积 (平米)	395102	395102	482883	457883	516283
	YOY		0.00%	22.22%	-5.18%	12.75%
	平效 (元/平米)	14040	16232	16409	18217	17288
	YOY		15.62%	1.09%	11.02%	-5.10%
深圳外	收入 (百万)	2369.78	3574	4879	5744	6733
	YOY		50.81%	36.51%	17.73%	17.22%
	面积 (平米)	290477	401189	522768	739488	997474
	YOY		38.11%	30.30%	41.46%	34.89%
	平效 (元/平米)	8158	8908	9332	7767	6750
	收入 (百万)		9.19%	4.76%	-16.77%	-13.10%
合计	收入 (百万)	7917	9987	12802	14085	15659
	YOY		26.15%	28.19%	10.02%	11.17%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

深圳商业地产供应充足，常住人口的快速增长、城市中心的外扩使得新的居住聚集区和次级商圈不断涌现，为本地零售企业的外延扩张和社区购物中心下沉提供了客观条件。另一方面，居民的消费升级和体验消费需求增长，使得大型购物中心成为核心商圈的主导业态，万象城、KKMALL、CocoPark、海岸城等购物中心的成熟对传统百货商场产生了挤出效应。此外，因深圳毗邻香港的特殊区位因素，对本地一线奢侈品消费形成较大冲击，限制了高端购物中心和高端百货总消费容量的增长。在这一背景下，公司一方面向次级、新商圈（关外新区为主），依托社区购物中心模式扩张，另一方面改造城市核心商圈门店，升级为高端百货（君尚），并积极探索纯购物中心业态，适应深圳商业环境的变革、升级。

新开门店多为社区购物中心。近年来公司深圳新开店多为关外区域的社区店，主要辐射周边社区居民，目前存量门店中社区店占比超过 80%。同时开启社区店购物中心化转型，增加餐饮、娱乐等即时性消费占比，契合周边居民的一站式购物需求，进一步树立区域龙头品牌地位。

核心商圈主力门店升级君尚，吸引中高端消费人群。深圳 2 家君尚百货由成熟的社区购物中心升级而来，面向中高端客户群体，产品定位避开一线奢侈品牌，侧重于二线名品。10 年位于购物公园商圈的天虹购物广场升级为君尚中心店，改造过程斥资 8732 万元，由亚洲顶级空间设计公司规划设计。经过 2 年多培育，13 年该店实现营收 5.95 亿，同比增长 3.89%，实现利润 2815 万元，同比大幅增长 36.25%。14 年 6 月由深南天虹升级而成的君尚百货深南店开始营业，经营面积约 1.9 万平米，由于门店所在的中航商业广场仍在招商阶段，商业氛围有待形成，我们预计该店仍需 1-2 年培育期。

图表13 深圳区域天虹门店近年来扩张情况（2家门店升级君尚百货）

		2009	2010	2011	2012	2013	2014
深圳	新开店	-	2	-	3	1	2
	其中城市中心	-	-	-	-	1	-
	社区店	-	2	-	3	-	2
	关闭	-	-	-	-	-	-
	升级改造（君	-	1	-	-	-	1
	年末门店数	20	22	22	25	26	28
	培育期门店占	30.00%	22.73%	13.64%	24.00%	15.38%	25.00

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 深圳门店明细（含2家君尚百货）

门店	开业时间	面积	物业形式	定位
福民天虹商场	2002-11-25	12,553	租赁	社区购物中心
创业天虹商场	2002-11-25	19,129	租赁	社区购物中心
龙华天虹商场	2002-11-25	19,006	租赁	社区购物中心
常兴天虹商场	2003-10-31	31,348	租赁	社区购物中心
龙新天虹商场	2003-12-29	14,810	租赁	社区购物中心
布吉天虹商场	2004-5-2	17,014	租赁	社区购物中心
沙井天虹商场	2004-5-9	31,888	租赁	社区购物中心
双龙天虹商场	2005-2-3	20,721	租赁	社区购物中心
东门天虹商场	2005-6-2	25,730	租赁	社区购物中心
前进天虹商场	2006-1-10	21,048	租赁	社区购物中心
西丽天虹商场	2006-1-11	17,521	租赁	社区购物中心
松岗天虹商场	2006-10-8	18,585	租赁	社区购物中心
梅林天虹商场	2006-12-13	21,837	特许加盟	社区购物中心
观澜天虹商场	2007-10-9	16,660	租赁	社区购物中心
民治天虹商场	2007-11-22	20,180	租赁	社区购物中心
后天虹商场	2007-11-23	15,374	租赁	城市中心店
沙河天虹商场	2008-6-12	16,456	租赁	社区购物中心
国贸天虹	2008-12-5	35,698	租赁	城市中心店
公明天虹商场	2010-4-30	25,000	租赁	社区购物中心
天虹购物广场	2010-11-25	37,781	租赁	君尚
横岗信义天虹	2010-12-25	25,000	租赁	社区购物中心
前海天虹商场	2012-6-16	19,000	租赁	社区购物中心
东环天虹	2012-11-3	22,400	租赁	社区购物中心
坪山天虹	2012-12-29	17,000	租赁	社区购物中心
宝安天虹购物中心	2013-10-26	80,000	租赁	社区购物中心
坂田天虹	2014-6-7	35,570	租赁	社区购物中心
深南天虹	2014-6-19	19,544	自有+租赁	君尚
松柏天虹	2014-8-21	34,000	租赁	社区购物中心

资料来源：公司公告，平安证券研究所

首家纯购物中心开业，培育情况符合预期。2013 年年末，公司首家购物中心——宝安中心区天虹购物中心开业，建面 80000 平米，为 15 年租赁物业，在业态设计上涵盖主力百货与次主力超市，设置特色餐饮、星级影院、金融服务中心、儿童游乐中心、快时尚、时尚杂品区等。目前该店周末平均日吸客 6 万，工作日人流量也在 3 万左右，处于业内较好水平，培育情况符合预期。

图表15 宝安天虹购物中心



资料来源：联商网，平安证券研究所

图表16 宝安天虹购物中心中深圳最高的滑梯



资料来源：联商网，平安证券研究所

我们认同公司在深圳区域的扩张和转型举措，利用核心区域门店积累品牌效应、维护市场地位，提升社区购物中心比重，作为收入和利润的主要贡献点，另外公司也在积极探索、培育纯购物中心，提升新业态竞争力。在整体消费环境不景气的情况下，深圳区域门店保持了良好的同店增长和扩张效率，新门店培育期多控制在 1-3 年之间，区域优势明显。考虑到合理的店龄结构（培育期门店占比 21%）及项目储备，我们预计未来三年深圳区域将维持良好营收增长，为公司整体业绩增长奠定扎实基础。

2.2 外埠新店培育期拉长，将深耕重点区域三四线城市

公司 02 年开始异地扩张，率先进入江西市场，于南昌开出外埠第一家门店，03 年进入福建厦门市场，目前已进入江西、福建、浙江、北京、四川等省市。10 年至 13 年间公司外埠扩张较快，培育期门店比例超过 50%，消费环境疲软、租金、人工费用压力上升及管理半径扩张等因素使得外埠培育期长于深圳，拖累整体业绩表现。目前亏损门店多集中于成都、北京、杭州等零售竞争激烈、费用压力最大的区域，且距离广东本部较远，在品牌、规模、供应链方面很难形成合力。

图表17 深圳外区域天虹门店扩张情况（2家门店升级君尚百货）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
深圳外	新开店	5	4	8	7	5
	关闭	-	-	1	1	3
	年末门店数	17	21	28	34	38
	培育期门店占	58.82%	57.89%	60.71%	55.88%	42.11%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

基于重点区域深耕三四线市场，缩短门店培育期。2013 年开始公司调整区域扩张策略，优先在广东、江西、福建等优势区域加密门店布局，在核心城市建立当地首屈一指的明星店，提升品牌

影响力，再通过同城多店布局、往三四线城市下沉形成区域规模效应。对于非优势区域则减少投入，公司 14 年关闭扭亏无望杭州萧山天虹店、终止了储备项目青岛诺得广场的租赁合同，15 年 2 月将关闭浙江湖州店，均显示公司聚焦核心区域的战略决心。

打造一体化购物中心，部分新店采用自有物业。自 13 年 10 月 26 日在深圳宝安开出第一家购物中心后，公司 14 年下半年分别在吉安（自有）和杭州（租赁）又开两家购物中心，合计面积 25 万平米，占比整体业态的 14.78%。目前公司的 13 个储备项目中 4 个为购物中心，其中厦门会展北项目、南昌九洲项目、鹰潭天虹购物广场均为公司的自有物业。一方面三、四线城市物业成本较低，重资产模式规避了租金上升风险；另一方面，公司希望进驻三、四线城市核心商圈，培育当地商业龙头，自建物业可控性强，有利于购物中心的长远规划和经营。

图表18 公司14年开业购物中心及储备项目

城市	项目	开业时间	面积	物业性质
杭州	五福新天地天虹购物中心	2014-6-27	73,049	租赁
吉安	吉安天虹购物中心	2014-7-16	101,206	自有
厦门	厦门会展北项目	预计 2015 年	55,000	自有
厦门	中航紫金广场	预计 2015 年	50,000	租赁
湘潭	福星国际金融中心	预计 2015 年	51,300	租赁
佛山	领君广场	预计 2015 年	34,617	租赁
九江	共青城	预计 2015 年	10,000	加盟
深圳	后海中心区	预计 2015 年	39,600	自有
珠海	成丰广场	预计 2016 年	39,000	租赁
深圳	沙井东塘购物广场	预计 2016 年	96,000	租赁
南昌	演武广场	预计 2015 年	17,000	租赁
上饶	王子大厦项目	预计 2016 年	54,400	租赁
南昌	南昌九州项目	预计 2017 年	118,000	自有
苏州	相城项目	预计 2017 年	38600 (地块)	自有
鹰潭	鹰潭天虹购物中心	预计 2017 年	16,492	自有

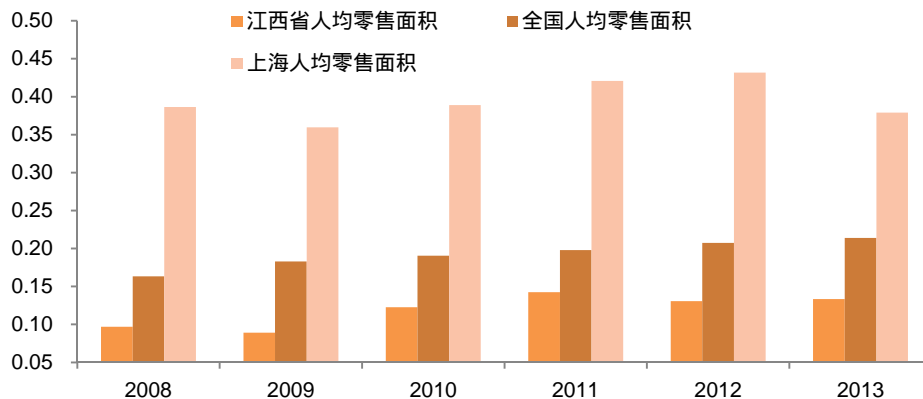
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 重点扩张区域分析——江西&福建

■ 江西：零售资产供给不足，先发优势助力渠道下沉

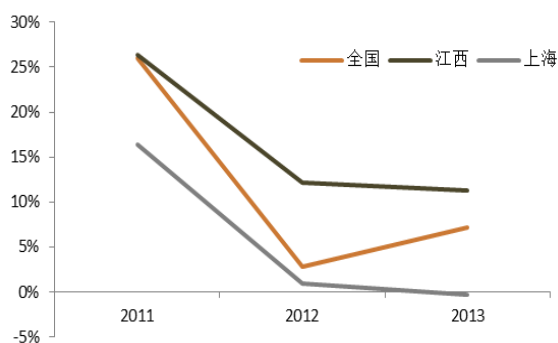
13 年，江西省常住人口 2209 万人，人均零售营业面积 0.13 平米，远低于全国平均水平 0.21 平米。从连锁企业交易额增速来看，江西高达 11.28%，高于全国整体增速 4.1 个百分点。近 3 年南昌市人均可支配收入的增速高于全国平均水平，购买力增长和消费升级潜力大。02 年公司便进入江西市场，具有一定先发优势，新店培育情况好于其他外埠区域。

图表19 江西人均零售面积仅占全国平均61.91% (单位：平方米/人)



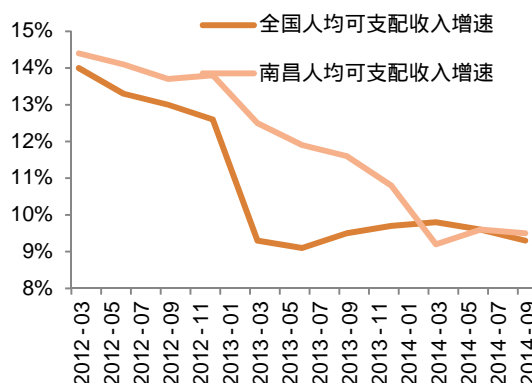
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表20 江西连锁企业交易额增速较高



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 南昌人均可支配收入增速超全国平均水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

江西省内共 8 家门店，合计营业面积达 30.42 万平米，其中南昌 6 家，南昌红谷中心天虹与吉安天虹为公司自有物业，南部市场布点初步成型。得益于区域密集布点战略，公司在品牌、招商上已经形成规模优势，门店培育期基本在 1-2 年内。13 年江西天虹贡献收入 13.04 亿元，其中南昌市占比 78.27%。南昌地区同店收入可比增速达到 17.60%，共录得利润 4579 万元，占全国销售利润的 7.46%。赣州中航城 11 年底开业，至 13 年上半年已经顺利扭亏实现盈利 74 万元，14 年同期实现盈利 330 万元，未来净利润贡献将进一步扩大。13 年 2 月开业的红谷中心天虹在 14 年上半年亏损幅度进一步缩小，我们预计明年将实现盈亏平衡。

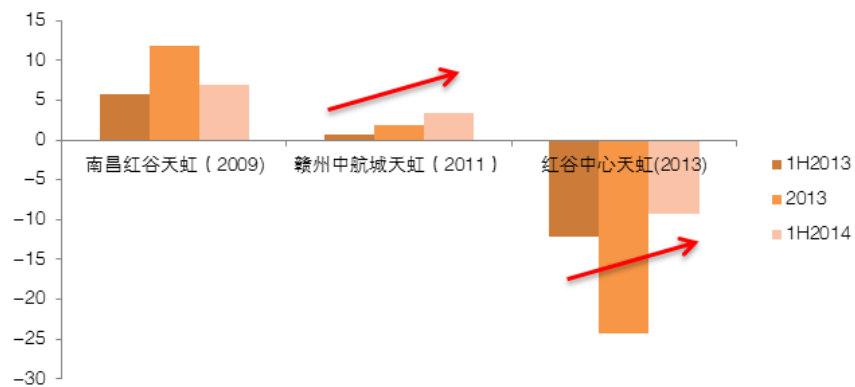
图表22 江西地区现有门店与储备门店布局

省	城市	门店	开业时间	面积 (平米)	物业性质
江西	南昌	南昌江大天虹	2002-6-14	13,000	租赁
江西	南昌	南昌中山路天虹	2007-4-19	54,379	租赁
江西	南昌	南昌红谷天虹	2009-9-4	20,000	租赁
江西	赣州	赣州中航城天虹	2011-11-12	25,000	租赁
江西	南昌	红谷中心天虹	2013-2-1	38,000	自有
江西	南昌	京东天虹	2013-8-30	25,659	租赁

江西	吉安	吉安天虹	2014-7-16	101,206	自有
江西	南昌	进贤县天虹	2014-11-28	27,000	租赁
江西	九江	共青城	预计 2015 年	10,000	加盟
江西	南昌	演武广场	预计 2015 年	17,000	租赁
江西	上饶	王子大厦项目	预计 2016 年	54,400	租赁
江西	南昌	南昌九州项目	预计 2017 年	118,000	自有
江西	鹰潭	鹰潭天虹购物中心	预计 2017 年	16,492	自有

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 江西地区门店盈利状况（单位：百万）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司在江西南昌、吉安、鹰潭共 5 个储备项目，其中南昌九州为自建项目，由公司下属南昌天虹置业开发，包括购物中心、沿街物业、写字楼、高档住宅等部分，项目分为两期开发，首期开发 4.7 万平米住宅与 0.79 万平米沿街商业，用于出售。第二期开发预计 2017 年开业 11.8 万平米的购物中心与 4.44 万平米甲级写字楼，写字楼除 2000 平米自用其余出售。我们测算九州项目建成后每年贡献 8 个亿左右的零售收入，出售住宅和沿街商业将累计贡献收入约 14 亿元。

■ 福建：海西区域成长可期，突破老门店面积制约

2013 年福建地区人均 GDP5.79 万元，社会零售总额 8150 亿元，其中福州与厦门两地社零售额占全省的 44.86%，当地暂未形成具有绝对优势的百货龙头企业。公司 03 年进入福建地区，目前有 6 家门店。13 年厦门门店收入 11.67 亿，同比增长 9.11%，实现利润 8543 万元，同比下降 3.04%，净利润率 7.32%。

图表24 福建省宏观经济数据（2013年）

	城镇人口 (万人)	人均 GDP (万元)	社零额 (亿元)	人均可支配收入	人均消费支出	消费倾向
福州	265.48	6.41	2681.71	32265	21695	67.24%
厦门	233.83	8.16	974.51	41360	26864	64.95%
福建	2293.46	5.79	8150	30816	20093	65.20%

资料来源：统计局，平安证券研究所

公司在福建地区拥有 6 家门店，其中福州 2 家、泉州 1 家、厦门 3 家。从经营情况上看，厦门区域 13 年收入 1.1 亿元，业绩贡献 8543 万元，同比略有下降；泉州区域门店从 11 年底开业至今

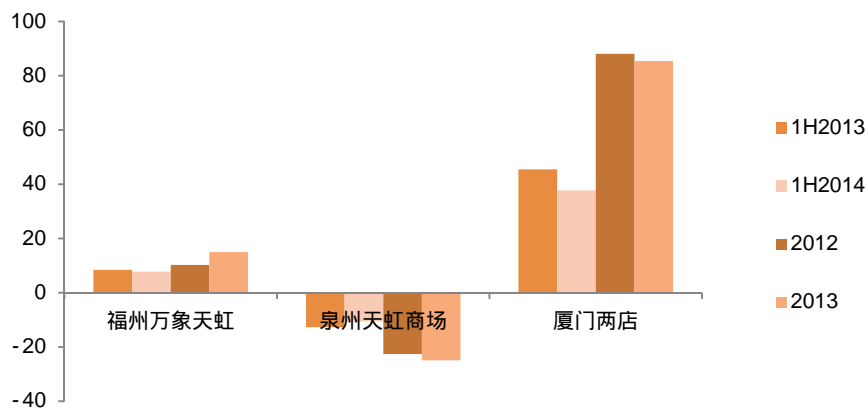
仍没有度过培育期，但 1H2014 亏损有缩小的趋势，预计 15 年下半年可以成功扭亏。除 14 年 12 月 31 日新开的王庄店以外，福州地区仅有万象天虹一个老店，年贡献利润 3000 万。

图表25 公司在福建地区门店与储备门店布局

省	城市	门店	开业时间	面积 (平方米)	物业性质
福建	厦门	厦门汇腾天虹	2003-4-22	19,778	租赁
福建	福州	福州万象天虹	2006-7-12	46,486	租赁
福建	厦门	厦门大西洋天虹	2007-1-8	19,488	自有
福建	泉州	泉州天虹商场	2011-12-24	24,500	租赁
福建	厦门	厦门海沧天虹	2012-4-29	27,886	租赁
福建	福州	王庄天虹店	2014-12-31	34,617	租赁
福建	厦门	中航紫金广场	预计 2015 年	55,000	租赁
福建	厦门	厦门会展北项目	预计 2015 年	50,000	自建

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 福建地区门店分区域净利润情况（单位：百万）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司在厦门区域十多年的运营积累了一批粘性高、消费能力强的客户群，但门店平均面积仅 2.3 万，无法支撑多业态协同发展的思路。公司在厦门的两个新储备项目海西君尚、厦门会展北项目经营面积均在 5 万平方米以上，其中厦门会展北项目为公司自有物业，预计将于 15 年开业。君尚海西旗舰店将作为厦门最高端购物中心进驻中航紫金广场，后者由关联方中航地产与紫荆矿业联合开发，将打造厦门东岸 CBD 首个集写字楼、酒店、购物中心、商业街于一体的高端商业综合体。

图表27 中航紫荆广场效果图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表28 中航紫荆广场项目地理位置优越



资料来源：公司网站，平安证券研究所

三、全渠道转型稳步推进，布局领先同业

公司是最早开启全渠道转型的零售企业之一，门店+PC 端（网上天虹）+移动端（微信、APP、微店/微品）的多渠道布局、全天候接触客户有利于提高营销服务频率、精准性，增强客户体验和消费粘性。渠道拓展同时，公司在自营品牌、单品管理和业态布局调整方面均进行了稳步探索，符合百货业改革传统经营流程和联营模式的转型方向。

3.1 微信、微店、网上天虹全面打通，多渠道接触客户

网上天虹 2010 年上线，补充实体渠道。公司全资的 B2C 平台——网上天虹于 2010 年上线。目前网上天虹商品品类以超市商品为主，SKU 达到 70000 多个，包含 70 多种水果直采，两大超市自有品牌天优和菲尔芙也同步销售。线上业务保持了远高于线下的收入增速，2013 年增 26.24%，1H2014 同比增 43%，但相比京东、天猫等主流 B2C 平台增长明显落后。一方面公司的线上业务处于探索期，在资本投入、IT 团队建设、客户体验等方面与龙头电商存在巨大差距；其次，网上天虹定位于深圳区域市场，作为线下渠道的补充，满足顾客线上消费需求，发挥营销、向线下引流的作用，业务重心依然是实体渠道。我们判断公司不会大举投入 B2C 建设，而是与线下融合发展。

电商物流配送方面，线上超市商品是从深圳的电商独立仓库发货，而其库存商品是由华南区总仓进行每日配送，深圳市内城区地区一日两配，中午 12 点以前下单的商品当日可以收到。目前公司在深圳设置自提点达到 500 多个，囊括百货门店、便利店、中航物业、长城物业、国大药房、天虹门店、速递易自提柜等多个渠道，基本覆盖深圳主要社区。目前自提订单占总订单的比例不足 10%，随着消费习惯逐渐培养成熟后，自提将大大减少最后一公里的物流成本。

图表29 网上天虹无线扩张实体百货面积



资料来源：公司网站，平安证券研究所

微信公众号+微店+微品+云店全方位接触客户。随着移动终端应用的普及、互联网流量向移动端快速转移，公司积极探索移动端的**服务应用**，**微信公众号+微店+微品+云店**共同打造了**实体渠道商品的移动端展示平台**，延伸了传统门店服务的**时间、空间**，提高营销服务**频率、精准性和客户体验**。公司微信公众号于2013年底开通，涵盖**门店新品上市、优惠活动、参与抢购秒杀**，**会员专属服务**等模块，顾客在微信上可直接**购买购物卡**，**锁定线上流量消费**。目前公司**微信会员数**超过180万，与线下会员重合度30%。

2014年10月移动端**天虹微店APP**上线，将**网上天虹和微信功能融合**进手机应用，用户通过移动端可以随时浏览**门店商品**，挖掘客户**移动化碎片化**的购物需求。目前**14家门店**的微店已经上线，将逐步实现**全国门店同步发展**。除**商品销售、智能化会员积分管理、个性定制**以外，未来还将加入**酒店和票务预定**等增值服务。

2014年12月，公司推出**天虹微品**，公司员工（导购）将**商品信息放至线上的电子货架**，通过**微信、微博**等社交圈分享进行推广，达到**低成本营销**的目的。

2014年，公司以**国贸店**作为**云店**的试点，与**100-200家**供应商合作推广**线上云店**，将**实体店搬至线上**，**库存共享、促销、价格均一致**。网上下单后客户可以选择**邮寄收货和门店自提**，各种渠道均可进行**售后退换货服务**，**导购业绩合计考核**提升营销积极性。

图表30 国贸云店同步实体门店商品销售



资料来源：公司网站，平安证券研究所

线下购物中心化+商品主题编辑化+移动支付提升客户体验。作为全渠道最重要的环节，线下门店也围绕提升客户体验和消费粘性，实施深入购物中心化转型，提高体验业态比例，商品主题编辑化、开设移动支付等转型举措。

商品主题编辑化针对顾客的生活习性或情景任务形成主题，进行关联陈列和提供相应的服务，提升集客能力和关联消费，目前已形成深圳坂田天虹、深圳南山常兴天虹、惠州三环天虹等样板门店。此外公司还将与新节奏智能科技合作，尝试引入 N-show3D 体感形象搭配系统，提供新颖的购物体验形式。

公司于 13 年底推出微信支付，作为传统柜台支付的补充，但目前微信支付占比较低。我们认为在 BAT 等巨头的推动、消费者习惯的积累下，移动支付已经成为难以逆转的消费趋势，零售企业在提供更优化的支付动线、流程，顾客培育、习惯引导等方面仍有较大改善空间。

3.2 自营+收购拓展便利店业态，定位生活服务、承接最后一公里

公司在深圳地区率先试水便利店业态，自 14 年 7 月海印长城店开业以来，目前已经开出 6 家微喔便利店。除提供商品销售以外，微喔定位于社区综合服务的提供商，集银行、缴费、理财、干洗、家政预约等服务于一体，承担最后一公里配送功能，对接线上天虹(网上天虹、微店、云店)，作为订货、取货、退换货的实体网点。微喔店内流量也可向线上共享，店内设置的 Ipad 连接网上天虹，消费者可对线上商品直接扫码支付，支持多种配送方式。

图表31 微喔提供ATM+复印+自助缴费等服务



资料来源：联商网，平安证券研究所

图表32 微喔融合线上线下，解决最后一公里问题



资料来源：联商网，平安证券研究所

我们重点调研了公司位于深圳福田区福源大厦的便利店，该店位于写字楼首层、临近周边住宅区，营业面积 100 平米左右。该店商品品类齐全，涵盖熟食区、食品区、日用品区、综合服务区(ATM、自助生活缴费机、线上下单工作台等)，并提供较为宽敞的餐饮区域。该店也承担各类生活服务(干洗、家电维修、快递收揽、家政服务、蛋糕鲜花预定、教育培训预定)的信息发布和集中代理业务，但沟通发现顾客对这类服务的知晓度和接受度不高，服务价格、流程和预约处理方式需要进一步标准化、深入培训才能被店员掌握，从而更顺畅地服务客户。

公司旗下便利店作为一开始就定位于社区生活服务的业态，在门店面积、功能设置、商品陈列、服务模式和初始投入上均与传统便利店存在较大差别，不失为国内便利店业态的领先、革命性尝试。由于门店数量有限难形成规模效应，且公司对便利店业态的品类、供应链管理、物流配送和人员培训等方面仍在探索、学习过程中，我们预计自建便利店业务将承担较长期亏损。

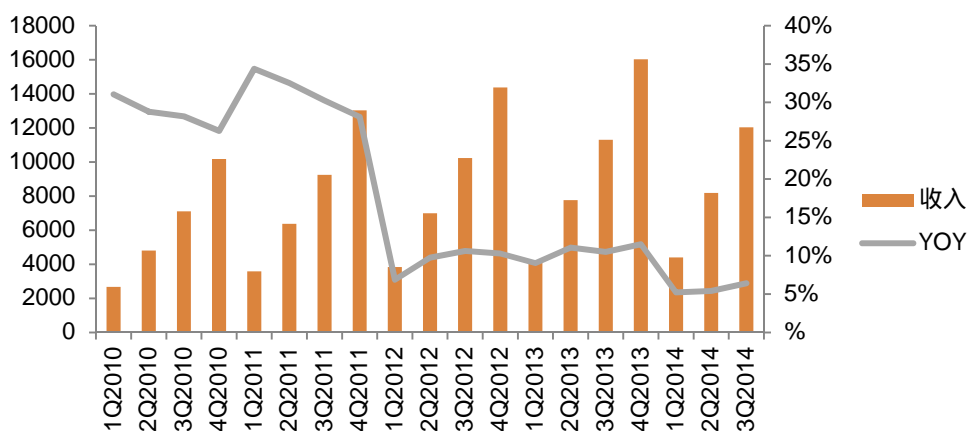
加速便利店网点扩张，并购万店通 153 家门店。14 年 11 月公司公告拟以 3000 万并购便利店企业万店通，后者在深圳和东莞地区开设 153 家直营及加盟便利店，2013 年实现收入 1.21 亿元，净利润为-1292 万元。收购完成后，公司将重点对万店通进行整合，在采购、配送方面实现资源共享，发挥双方优势。我们认为此次收购彰显了公司重点发展便利店业态、推进全渠道战略的决心，收购有利于快速获得覆盖深圳和东莞地区的密集门店网络，专业的人才团队，与公司在高区域的传统门店和线上业务形成协同。但万店通在门店布局、功能定位及经营思路上与公司自有微喔便利店存在较大区别，未来如何融合、调整有待观察。

四、财务分析与盈利预测

➤ 财务分析

14 年前三季度，公司实现营业总收入 120.33 亿元，同比增长 6.42%，低于前年同期 4.08 个百分点。实现扣非后归母净利润 3.22 亿元，增速下降至 14.64%。

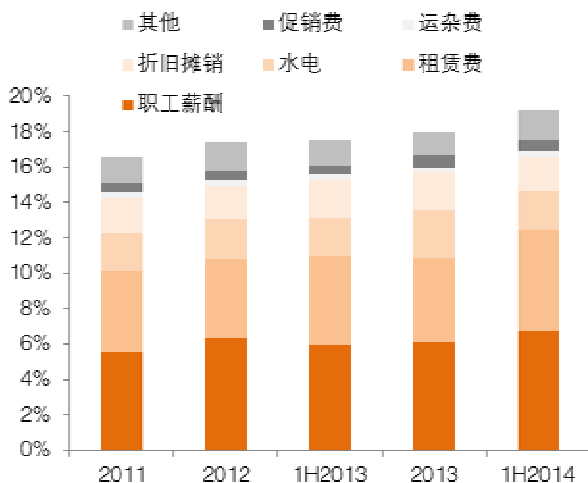
图表33 公司季度收入及增速（单位：百万）



资料来源：Wind，平安证券研究所

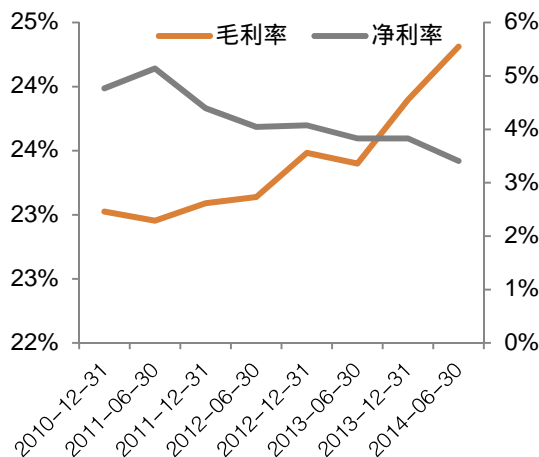
从 14 年上半年的成本费用来看，毛利率处于明显上升区间，达到 24.31%。但伴随销售+管理费用占比上升至 19.18%，挤压了利润率，人工成本、租赁费用和促销费同比分别上涨了 19.85/20.67/27.12%，费用率分别上升 0.8/0.73/0.11 个百分点，15 年门店扩张将使得这部分费用难以压缩。

图表34 人力、租赁、促销费用率上升明显



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 毛利率与净利率走势迥异



资料来源：Wind，平安证券研究所

➤ 盈利预测

14-16年，公司在巩固深圳区域优势基础上，重点在华南、华中和东南区域的渠道下沉、新店陆续开业将推动营收保持良好增长，我们对主要区域经营情况预测如下：

广东：深圳收入提升更多源自内生增长，成熟门店增速在2%以内，综合考虑15-16年将有3-5家门店开业，收入复合增速维持5%左右；东莞地区由于东纵天虹升级君尚店；惠州地区13年年底新开三环天虹，14年仍处于培育期，平效大约1800元。随着次新店逐步走出培育期，我们预计14-16年广东地区收入增速约5%-6%。

江西：主力区域培育期缩短至1-2年，13年南昌开出的两家门店将带动14年收入增速达到15%左右，14年7月吉安天虹与11月开业的天集商业广场项目开业，我们测算江西地区15-16年复合增速在25%以上。

湖南：长沙门店已步入成熟期，收入增速主要源自内生增长（我们预计在5%以内）；娄底店在15年大概率走出培育期，岳阳店和株洲店在16年有望实现盈利。

福建：福州14年末王庄店开业，预计15-16年贡献20%以上的收入增量，加上老门店的内生增长合计增速达到25%以上；15年厦门会展北项目和紫荆广场项目开业，将本区域收入增速提升至30%以上。

北京、成都、浙江：13年北京地区宣武门店经历了4年多的培育首度实现盈利，但北京国展店与新奥店扭亏的概率不大，预计北京地区14-16年的收入总额与现阶段持平；成都地区各零售业态竞争激烈，走出培育期尚待时日；浙江区域去年10月1日关闭经营不善的杭州萧山店，绍兴门店依然难以扭亏，公司计划15年2月关闭湖州店，拖累15浙江地区的收入将与14年持平。

随着公司控制打折促销力度，直采范围扩大，我们预计未来毛利率水平将维持在23%-25%之间。新店开办费用将提高期间费用率水平，租赁费用和人工成本等固定开支占比扩大挤压利润空间，我们测算未来三年销售+管理费用率在20%左右，净利率在3%-3.5%之间。

根据以上假设，我们预计公司14-16年收入复合增速8.24%，分别实现EPS=0.73、0.76、0.80元，对应当前股价的PE分别是16.4/15.9/15.0X，目前公司估值处于百货同业较低水平。公司深

圳主力区域经营稳健，广东、江西、福建等优势区域储备项目丰富，未来将通过聚焦三四线城市缩短门店培育期；公司较早开启全渠道转型，虽然短期内对规模、盈利提升有限，但我们看好其传统百货购物中心化、扩充直采比例与自营品牌，PC+移动端多层次线上布局及新型便利店业态的有效扩张举措，首次给予公司“推荐”评级。

图表30 可比上市公司估值表（截止2015年1月16日）

股票名称	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
鄂武商 A	0.79	0.92	1.04	1.23	17.29	14.85	13.13	11.11	强烈推荐
步步高	1.27	0.73	0.78	0.88	12.20	21.28	19.83	17.58	强烈推荐
大商股份	3.33	4.01	4.70	5.20	9.78	8.12	6.93	6.27	强烈推荐
中央商场	0.40	0.99	1.25	1.80	27.48	11.18	8.88	6.17	推荐
豫园商城	0.67	0.68	0.64	0.74	16.21	16.00	17.05	14.74	推荐
王府井	1.46	1.50	1.37	1.31	12.54	12.17	13.32	13.93	推荐
合肥百货	0.52	0.56	0.52	0.51	12.38	11.56	12.48	12.73	推荐
重庆百货	1.87	2.16	1.72	1.77	11.57	10.02	12.58	12.23	推荐
友阿股份	0.67	0.74	0.71	0.74	20.01	18.30	18.97	18.20	推荐
银座股份	0.67	0.51	0.68	0.78	11.90	15.48	11.66	10.17	推荐
天虹商场	0.73	0.77	0.73	0.76	15.21	14.42	15.21	14.61	推荐
文峰股份	0.85	0.52	0.56	0.61	9.59	15.67	14.55	13.36	中性
苏宁云商	0.37	0.05	-0.15	-0.20	20.92	154.80	-51.60	-38.70	中性
徐家汇	0.58	0.59	0.59	0.60	21.98	21.61	21.61	21.25	中性
新华百货	1.17	0.97	1.19	0.87	11.42	13.77	11.23	15.36	中性

资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、风险提示

- 1、全渠道转型、便利店整合不达预期。
- 2、新开门店租金成本大幅上升，拖累利润增速。
- 3、成都、北京等区域亏损门店培育期拉长。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	6650	6903	7425	8270	营业收入	16032	17192	18577	20330
现金	4749	5711	6136	7120	营业成本	12201	13020	14061	15433
应收账款	41	40	45	48	营业税金及附加	162	160	178	193
其他应收款	216	232	248	271	营业费用	2600	3077	3362	3680
预付账款	45	64	63	72	管理费用	284	339	360	386
存货	917	823	901	727	财务费用	-33	-216	-245	-274
其他流动资产	682	32	32	32	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3844	3719	4092	4205	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	33	20	0	0
固定资产	1339	1567	2095	2105	营业利润	852	832	860	913
无形资产	762	783	779	784	营业外收入	38	0	0	0
其他非流动资产	1743	1370	1218	1316	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	10494	10622	11517	12475	利润总额	877	832	860	913
流动负债	6174	6007	6568	7167	所得税	262	247	257	272
短期借款	4	0	0	0	净利润	614	585	604	641
应付账款	2185	2267	2471	2704	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	3985	3741	4097	4463	归属母公司净利润	615	586	605	642
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	1156	962	989	1024
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	0.73	0.76	0.80
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	6175	6007	6568	7167					
少数股东权益	0	-1	-3	-4	主要财务比率				
股本	800	800	800	800	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	1712	1712	1712	1712	成长能力(%)				
留存收益	1807	2105	2439	2801	营业收入(%)	11.5	7.2	8.1	9.4
归属母公司股东权益	4319	4617	4951	5313	营业利润(%)	4.7	-2.4	3.4	6.1
负债和股东权益	10494	10622	11517	12475	归属于母公司净利润(%)	4.7	-4.8	3.3	6.1
					获利能力				
					毛利率(%)	23.9	24.3	24.3	24.1
					净利率(%)	3.8	3.4	3.3	3.2
					ROE(%)	14.3	12.7	12.2	12.1
					ROIC(%)	-174.4	-81.8	-75.0	-37.0
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.8	56.6	57.0	57.4
					净负债比率(%)	0.1	0.0	0.0	0.0
					流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
					速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.6	1.6	1.7	1.7
					应收账款周转率	461.4	411.4	426.3	424.4
					应付账款周转率	6.1	5.9	5.9	6.0
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.77	0.73	0.76	0.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	2.15	1.44	1.87
					每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.77	6.19	6.64
					估值比率				
					P/E	15.6	16.4	15.9	15.0
					P/B	2.2	2.1	1.9	1.8
					EV/EBITDA	3.9	4.7	4.6	4.4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	492	1722	1151	1499
净利润	614	585	604	641
折旧摊销	338	346	374	385
财务费用	-33	-216	-245	-274
投资损失	-33	-20	0	0
营运资金变动	-411	546	417	745
其他经营现金流	18	482	2	3
投资活动现金流	-1384	-684	-701	-509
资本支出	767	452	463	266
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-617	-232	-238	-244
筹资活动现金流	-249	-76	-25	-6
短期借款	2	-4	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-251	-72	-25	-6
现金净增加额	-1141	962	425	984

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金 融街中心北楼 15 层 邮编：100033