

证券研究报告

商贸零售

推荐(维持)

证券分析师

徐问

投资咨询资格编号:S1060513050003
电话 0755-22622625
邮箱 XUWEN007@pingan.com.cn

研究助理

王晴

一般证券从业资格编号:S1060114080032
电话 021-20667498
邮箱 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。

天虹商场(002419)

投资小贷公司，苏州自有项目规划出台

事项：

公司 23 号公告将投资近 3 亿元成立小贷公司，其管理层（自然人股东与公司不存在关联关系）持股不超过 3%；此外，公司自有的苏州相城项目继续推进，将开发成为集购物中心、写字楼、公寓于一体的城市综合体，与区域已有门店发挥协同效应，巩固苏州市场。

平安观点：

- **基于实体零售成立小贷公司，风险可控：**贷款客户主要针对供应商，多年的合作使得公司能够对贷款企业进行科学合理的信用风险评估，区别联营与自营模式设置不同贷款成数，对自营合作商会综合考虑存货周转等经营性指标。加之公司有经营过程中产生的应付账款作为保障，同时实行保证金或担保制度，我们认为贷款风险可控。小贷业务一方面提升公司资金使用效率，另一方面助力中小供应商满足日常经营中的现金需求，增加合作深度。股权构架上设置不高于 3% 的管理层持股保证运营效率。我们按照小贷公司保守息差 15% 测算，假设 0.5 倍的杠杆率，小贷业务 15 年将贡献净利润 4500 万元。
- **相城项目重资产扩张，打造城市综合体：**相城项目规划为 4.01 万平米写字楼+11.53 万平米购物中心+8.73 万平米精装公寓，总投资 16.17 亿元（不包括土地款 2.73 亿元），预计 2018 年建成投入使用。其中，写字楼与公寓部分将对外出售，购物中心由公司运营。目前苏州区域已经拥有金鸡湖天虹与木渎天虹两项目，合计 9 万平米，14 年实现收入 7.57 亿元，净利润 3656 万元，属于公司优势区域。相城购物中心建成将利用原有的供应商资源，品牌价值得到延展，发挥协同效应以巩固苏州市场。我们预计项目培育期在 3 年左右，培育期过后每年将贡献收入 5.51 亿元，测算地产部分的销售收入累计达到 11 亿元。
- **调高 15-16 年 EPS 至 0.78、0.83，维持“推荐”评级：**考虑到公司深圳地区的稳健增长和新店储备丰富，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，15 年公司小贷业务落地将直接贡献净利润 4500 万元，维持“推荐”评级。调整公司 15-16 年 EPS 由 0.73、0.77、至 0.78、0.83 元，对应当前股价 PE=19.1/17.9X。
- **风险提示：**租金成本上升、新店培育期拉长、O2O 用户培育成本过高。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	6807	6780	7502	8833
现金	4938	3050	3573	4749
应收账款	41	31	54	39
其他应收款	216	252	261	299
预付账款	45	85	114	103
存货	917	1395	1534	1678
其他流动资产	650	1966	1966	1966
非流动资产	3794	4299	4255	4009
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1939	2489	2786	2881
无形资产	824	883	861	839
其他非流动资产	1031	927	608	289
资产总计	10601	11078	11757	12842
流动负债	6282	6510	6857	7589
短期借款	4	27	0	0
应付账款	2192	2359	2384	2789
其他流动负债	4086	4124	4473	4800
非流动负债	51	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	0	0	0
负债合计	6282	6510	6857	7589
少数股东权益	0	-1	-3	-4
股本	800	807	807	807
资本公积	1712	1705	1705	1705
留存收益	1807	2057	2391	2746
归属母公司股东权益	4319	4569	4902	5257
负债和股东权益	10601	11078	11757	12842

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	492	748	1272	1712
净利润	614	537	613	654
折旧摊销	133	120	496	496
财务费用	-13	-9	-11	-15
投资损失	-33	-38	0	0
营运资金变动	-1852	-513	174	577
其他经营现金流	1643	651	0	0
投资活动现金流	-1384	-1579	-437	-235
资本支出	-767	-803	452	250
长期投资	0	0	-1	-1
其他投资现金流	-617	-776	-888	-484
筹资活动现金流	-249	-252	-313	-302
短期借款	2	23	-27	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-251	-281	-286	-302
现金净增加额	-1141	-1083	522	1176

利润表

单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	16032	16998	18631	20323
营业成本	12201	13057	14186	15470
营业税金及附加	162	144	164	178
营业费用	2600	2786	3046	3337
管理费用	284	329	363	396
财务费用	-33	-37	66	69
资产减值损失	0	-0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	33	38	0	0
营业利润	852	757	807	872
营业外收入	38	37	0	0
营业外支出	14	22	0	0
利润总额	877	773	807	872
所得税	262	235	199	223
净利润	614	537	608	649
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	615	538	630	671
EBITDA	1115	1010	1312	1374
EPS (元)	0.76	0.67	0.78	0.83

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	11.5	6.0	9.6	9.1
营业利润(%)	1.5	-12.1	12.1	8.1
归属于母公司净利润(%)	4.8	-12.5	17.0	6.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	23.9	23.2	23.9	23.9
净利率(%)	3.8	3.2	3.4	3.3
ROE(%)	14.3	11.8	12.9	12.8
ROIC(%)	45.8	24.9	14.8	15.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	59.3	58.8	58.3	59.1
净负债比率(%)	0.1	0.6	0.0	0.0
流动比率	1.08	1.04	1.09	1.16
速动比率	0.83	0.53	0.58	0.68
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.51	1.53	1.58	1.58
应收账款周转率	389.7	548.8	347.5	525.8
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.67	0.78	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.01	1.58	2.12
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.66	6.08	6.52
估值比率	-	-	-	-
P/E	19.5	22.3	19.1	17.9
P/B	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	8.4	11.4	8.6	7.5

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±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±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

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

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

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