

天虹商场

股价调整降低估值，上调评级至“买入”

6月2日收盘至今公司股价跌幅达41%

公司股价于6月2日达到历史最高水平23.02元，至今公司股价已累计下跌41%至13.28元，跌幅远高于零售行业平均跌幅30.7%以及沪深300指数的24.9%，估值水平显著降低。

内涵+外延合力拓展便利店布局，构建全渠道业务框架

通过自己开店和收购本土便利店企业“万店通”，公司在便利店市场的布局逐步完善。目前公司已拥有微喔便利店8家，万店通便利店151家，我们认为将利于其线上线下一体化。同时天虹已基本完成所有门店的上线，实现营销+服务+购物的功能，我们认为公司全渠道业务布局的效果有望逐步体现。公司投资3亿元设立的小贷公司，我们预计将有利于提升资金使用效率，测算其2015年有望给公司贡献约1000万元的收入，并预计其将逐年提高。

公司目前估值低于同行，且处历史中低水平

近年来百货行业受到政府限制三公消费及电商的冲击，估值水平大幅下降，目前百货板块2016年的平均PE为25.7x。天虹商场目前相对2016年PE为17.0x，公司目前估值低于行业平均水平，且处历史中低水平。

估值：经营能力好于同行，上调投资评级至“买入”

我们维持公司的盈利预测和20元的目标价。我们的目标价是基于瑞银VCAM现金流贴现模型（WACC假设为8.6%）得到。由于近期股价回调较多，我们认为公司目前估值已较低，而公司的经营能力、管理水平和费用控制能力好于同行，料将助其继续扩张，将投资评级从“卖出”上调至“买入”。

Equities

中国
百货零售业

12个月评级 **买入**

之前: 卖出

12个月目标价 **Rmb20.00**

股价 **Rmb13.28**

路透代码: 002419.SZ 彭博代码 002419 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb22.77-10.05

市值 Rmb10.7十亿/US\$1.73十亿

已发行股本 807百万 (ORDA)

流通股比例 14%

日均成交量(千股) 13,783

日均成交额(Rmb百万) Rmb238.1

普通股股东权益(12/15E) Rmb4.86十亿

市净率(12/15E) 2.2x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

UBS 市场预测

12/15E 0.70 0.75

12/16E 0.78 0.75

12/17E 0.87 0.84

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

胡鸣鸣

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

重要数据(Rmb百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	14,377	16,032	16,998	18,358	19,460	20,433	21,455	22,528
息税前利润(UBS)	762	786	683	681	772	854	1,071	1,204
净利润(UBS)	588	615	538	558	623	694	858	961
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.73	0.77	0.67	0.70	0.78	0.87	1.07	1.20
每股股息(Rmb)	0.33	0.36	0.33	0.31	0.35	0.61	0.48	0.54
现金/(净债务)	5,246	4,745	3,338	3,286	3,687	4,197	4,838	5,413
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	5.3	4.9	4.0	3.7	4.0	4.2	5.0	5.3
ROIC(EBIT)(%)	(50.5)	(92.3)	169.8	48.6	49.5	57.2	76.7	89.4
EV/EBITDA(core)x	5.7	2.6	3.6	6.7	6.1	5.9	5.0	4.6
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	18.4	13.4	16.2	19.0	17.0	15.3	12.4	11.1
权益自由现金流(UBS)收益率%	1.0	(44.5)	(49.5)	1.1	5.2	6.4	7.7	7.7
净股息收益率(%)	2.4	3.5	3.1	2.4	2.6	4.6	3.6	4.1

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2015年07月28日19时56分的股价(Rmb13.28)得出;

投资主题

天虹商场

投资理由

我们认为，社区百货的需求空间和中小城市居民日益提升的购买力决定了公司未来的扩张空间，公司的经营能力、管理水平和费用控制能力好于行业平均水平，有助其继续扩张。

我们 2015/16/17 年每股盈利预测 0.70/0.78/0.87 元，低于 Wind 市场一致预期 0.72/0.80/0.88 元，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC 假设为 8.6%），推导出目标价 20.0 元，给予“买入”的投资评级。

乐观情景

若经济转暖，居民消费意愿增强，同店收入得以大幅提升（同比增长 5%，我们现在预测+3%），同时随着新开门店逐渐培育成熟，整体盈利能力显著增强，乐观情景下我们估算公司 2016 年 EPS 可达 0.85 元，每股估值可能达到 22.0 元。

悲观情景

若经济低迷，居民消费意愿较弱，同店收入增速放缓（同比增长 1%），同时公司新开门店经营状况不及我们预期、新开门店数量低于我们预期，悲观情景下我们预计公司 2016 年 EPS 为 0.71 元，每股估值可能为 18.0 元。

近期催化剂

若同店增长持续转强，大量关闭亏损门店，盈利可能好转。

若租金和人工费用继续上升，可能侵蚀公司利润。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb20.00

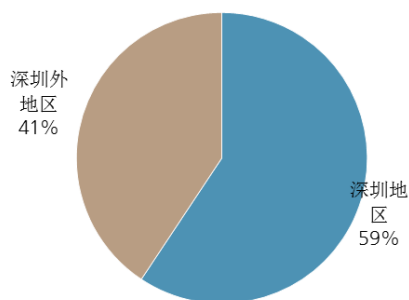
公司简介

天虹商场拥有“天虹”和“君尚”两大零售品牌。公司在国内首创“百货+超市+X”的业态组合模式，以城市中心店和社区购物中心两种模式经营百货商场。此外，公司建立“网上天虹”积极布局 O2O 战略，倾力打造“天虹微信”向互联网化转型，开设微喔便利店，实现从实体店走向线上线下融合的全渠道战略。

行业展望

2014 年中国社会消费品零售总额增幅为 12%，是中国近 8 年来增幅最低的一年。在整体消费低迷的同时，百货行业还面临着电商的冲击、租金和人力成本攀升以及跨业态竞争加剧等困难，行业经营环境面临严峻挑战。

收入按业务分布，2014 (%)



来源：公司数据

各类业务的毛利

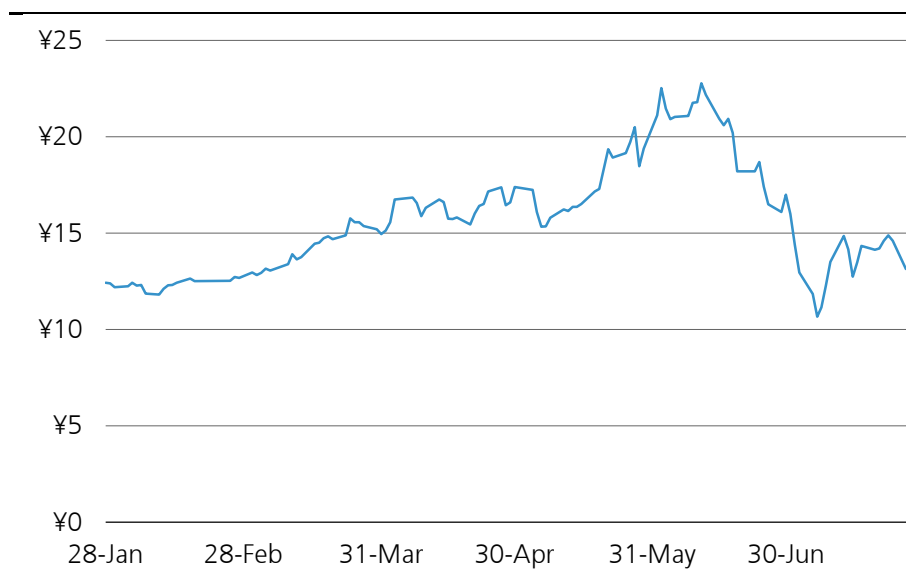
单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
百货	2455	2512	2757	2977	3161
超市	1145	1193	1273	1374	1459
其他配套品	143	154	212	229	243
其他	89	81	118	138	169
合计	3831	3941	4360	4718	5033

来源：公司数据，瑞银证券估算

6月2日收盘至今公司股价跌幅达41.1%

公司股价于6月2日达到历史最高水平23.02元，至今公司股价已累计下跌41%至13.28元，跌幅远高于零售行业平均跌幅30.7%以及沪深300指数的24.9%。

图表 1: 公司股价图



来源: Wind

图表 2: 零售行业上市公司股价表现

代码	简称	收盘价 (元)	股价表现 (%)			
			6月2日收盘至今	过去1个月	过去3个月	年初至今
000417.SZ	合肥百货	9.20	-35.11	-28.35	-23.62	12.32
000501.SZ	鄂武商 A	17.63	-29.76	-18.72	-21.43	13.58
000785.SZ	武汉中商	10.18	-35.77	-37.81	-19.21	18.65
600327.SH	大东方	9.80	-48.48	-22.07	-25.97	39.79
600694.SH	大商股份	42.45	-25.16	-27.00	-24.87	-9.51
600697.SH	欧亚集团	25.10	-30.34	-17.43	-24.45	-1.36
600729.SH	重庆百货	32.39	-23.61	-0.46	2.71	30.62
600785.SH	新华百货	25.75	-15.55	29.92	21.92	71.90
600827.SH	百联股份	17.79	-19.10	-12.71	-19.97	-0.56
600858.SH	银座股份	10.22	-28.18	-21.38	3.97	1.59
601010.SH	文峰股份	7.74	-47.02	-25.58	-48.74	93.94
	行业均值	18.93	-30.73	-16.51	-16.33	24.63
002419.SZ	天虹商场	13.28	-41.06	-19.52	-22.20	-0.50

来源: Wind, 截至 2015 年 7 月 28 日

拓展便利店布局，逐步实现多渠道、多元化业务发展

便利店是 O2O 的良好载体，除公司自己开店外，还收购本土便利店企业“万店通”，完善了公司在便利店市场的布局，利于快速扩张和推动线上线下一体化。目前公司已经拥有微喔便利店 8 家，万店通便利店 151 家。

图表 3: 截止至 2015 年一季度公司门店结构分析 (家)

	华南区	华中区	东南区	华东区	北京	成都	合计
“天虹”门店数量	34	12	6	5	3	2	62
“君尚”门店数量	4	0	0	0	0	0	4
天虹微喔便利店数量	8	0	0	0	0	0	8
万店通便利店数量	151	0	0	0	0	0	151
合计	197	12	6	5	3	2	225

来源: 公司数据

同时公司积极构建并优化线上端口（PC、微店、微信），微店和微信基本完成所有门店的上线，实现营销+服务+购物的功能。PC 端也完成平台升级，改善了搜索、陈列展示、下单等体验。目前公司已在深圳完成了物流配送体系建设，加之贴近社区的便利店布局，我们认为公司全渠道业务布局的效果有望于今年逐步体现，增强客户的体验和消费粘性，并拉动公司的长期增长。

除了大力拓展核心业务以外，天虹商场也积极涉猎其他业务，寻求多元化发展。2015 年 3 月，天虹商场与其他自然人股东共同投资 3 亿元设立深圳市天虹小额贷款有限公司，其中小额贷款公司核心管理人员以不超过注册资本 3% 的比例出资，剩余部分由公司自有资金投入。

我们认为公司投资小贷公司有利于提升资金使用效率，完善公司业务布局，同时深化公司与供应链上下游企业之间的关系，深化合作发展。我们以公司应付票据和帐款作为流量来源，以 45 天账期计算滚动利率，估算得出小贷公司 15 年有望给公司贡献约 1000 万元的收入，且其收益将逐年提高。由于公司非常熟悉上下游的财务状况，因此小贷公司的风险有望得到较好控制。

图表 5: 小额贷款公司贡献财务收入估算

小额贷款公司	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
流量 (亿元)	22.84	22.39	23.31	24.24	24.85
转换系数	0.50	0.80	1.00	1.00	1.00
滚动利率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
财务收入 (亿元)	0.10	0.16	0.20	0.21	0.22

来源: 瑞银证券估算

股东、董事及高级管理人员增持传达信心

2015年7月9日, 公司发布关于股东、部分董事、监事及高级管理人员增持公司股份计划的公告, 计划在2016年1月31日前, 大股东中航国际投资有限公司计划增持金额不低于8300万元, 五龙贸易有限公司计划增持金额不低于17300万元, 公司董事及高级管理人员计划增持金额不低于460万元。截至2015年7月24日, 公司已收到两位公司高层增持通知。

图表 6: 增持股份情况

股东名称	担任职务	增持方时	日期	增持股数 (股)	成交均价 (元)
高书林	董事总经理	竞价交易	7月13日	30000	14.18
			7月14日	30000	14.5
			7月15日	10000	12.82
			7月16日	2000	13.53
孙金成	副总经理	竞价交易	7月20日	22100	13.99

来源: Wind

估值低于行业平均, 处于历史中低区域

近年来百货行业受到政府限制三公消费及电商的冲击, 估值水平大幅下降, 目前百货板块相对2016年业绩的平均PE为25.7x。天虹商场目前相对2016年PE 17.0x, 公司目前估值低于行业平均水平。

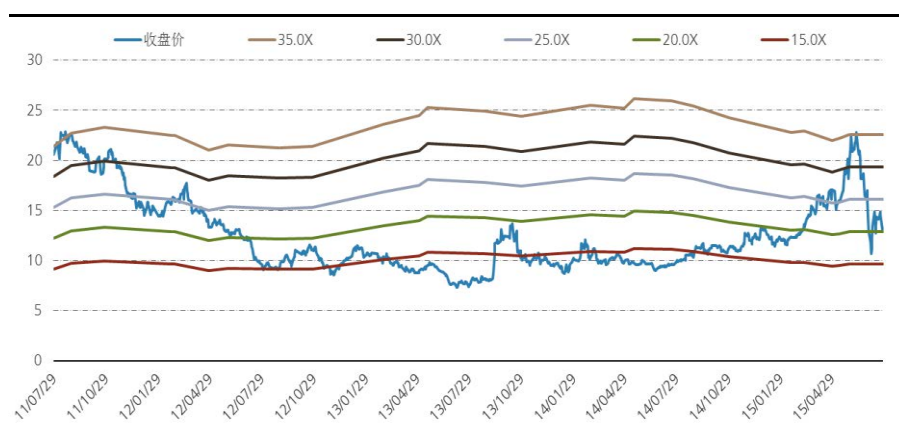
从公司的历史估值来看, 电商兴起之后, 估值一路下跌, 2013年7月, 未来12月预期市盈率跌至估值低点7.6x。之后大部分时间估值处在10-15x, 目前估值已从6月初的30x降至17x左右。

图表 7: 行业可比公司 PE 表

代码	简称	收盘价(元)	市盈率			
			14A	15E	16E	17E
000417.SZ	合肥百货	9.20	19.6	18.8	17.6	17.0
000501.SZ	鄂武商 A	17.63	14.1	12.3	11.0	9.3
000785.SZ	武汉中商	10.18	98.0	102.3	91.3	82.5
600327.SH	大东方	9.80	34.8	31.5	27.9	24.6
600694.SH	大商股份	42.45	10.2	10.7	9.8	9.5
600697.SH	欧亚集团	25.10		11.6	10.0	8.5
600729.SH	重庆百货	32.39	13.4	24.1	21.9	19.7
600785.SH	新华百货	25.75	30.0	33.2	28.4	16.8
600827.SH	百联股份	17.79	29.3	25.4	23.7	23.7
600858.SH	银座股份	10.22	29.4	19.3	17.4	17.5
601010.SH	文峰股份	7.74	32.2	25.3	23.2	21.4
	行业均值	18.93	31.1	28.6	25.7	22.8
002419.SZ	天虹商场	13.28	19.8	19.0	17.0	15.3

来源: Wind, 股价截止 2015 年 7 月 28 日。天虹商场为瑞银证券估算, 其他公司为 Wind 一致预期。

图表 8: 天虹商场 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2015 年 7 月 28 日。

天虹商场 (002419.SZ)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	14,377	16,032	16,998	18,358	8.0	19,460	6.0	20,433	21,455	22,528
毛利	3,376	3,831	3,941	4,360	10.6	4,718	8.2	5,033	5,473	5,826
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,038	1,124	1,027	1,002	-2.4	1,103	10.1	1,137	1,334	1,467
折旧和摊销	(276)	(338)	(344)	(322)	-6.5	(332)	3.0	(283)	(263)	(263)
息税前利润(UBS)	762	786	683	681	-0.3	772	13.4	854	1,071	1,204
联营及投资收益	7	33	38	40	6.3	40	0.0	40	40	40
其他非营业利润	23	24	16	20	28.6	20	0.0	25	25	25
净利息	45	33	37	55	49.4	57	2.9	70	87	102
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	836	877	773	796	3.0	889	11.7	989	1,223	1,370
税项	(250)	(262)	(235)	(239)	-1.4	(267)	-11.7	(297)	(367)	(411)
税后利润	586	614	537	557	3.7	622	11.7	693	856	959
优先股股息及少数股权	2	1	1	1	-6.2	1	11.7	1	2	2
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	588	615	538	558	3.7	623	11.7	694	858	961
净利润(UBS)	588	615	538	558	3.7	623	11.7	694	858	961
税率(%)	29.9	29.9	30.5	30.0	-1.5	30.0	0.0	30.0	30.0	30.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.73	0.77	0.67	0.70	4.5	0.78	11.7	0.87	1.07	1.20
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.73	0.77	0.67	0.70	4.5	0.78	11.7	0.87	1.07	1.20
每股收益(UBS, 基本)	0.73	0.77	0.67	0.70	4.5	0.78	11.7	0.87	1.07	1.20
每股股息净值(Rmb)	0.33	0.36	0.33	0.31	-5.7	0.35	11.7	0.61	0.48	0.54
每股账面价值	4.96	5.40	5.66	6.07	7.3	6.54	7.7	7.06	7.74	8.46
平均股数(稀释后)	800.20	800.20	806.77	800.20	-0.8	800.20	0.0	800.20	800.20	800.20
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	5,257	4,749	3,365	3,584	6.5	4,036	12.6	4,418	4,838	5,413
其他流动资产	766	1,901	3,759	3,347	-11.0	3,422	2.3	3,489	3,551	3,624
流动资产总额	6,023	6,650	7,124	6,931	-2.7	7,458	7.6	7,907	8,389	9,037
有形固定资产净值	1,486	1,939	2,489	2,572	3.4	2,619	1.8	2,620	2,626	2,672
无形固定资产净值	848	824	883	943	6.8	1,001	6.1	1,042	1,054	1,064
投资/其他资产	1,109	1,081	1,003	996	-0.7	952	-4.3	880	823	844
总资产	9,466	10,494	11,499	11,442	-0.5	12,030	5.1	12,450	12,891	13,618
应付账款和其他短期负债	5,485	6,170	6,844	6,225	-9.0	6,391	2.7	6,526	6,646	6,799
短期债务	2	4	27	298	1,004.41	349	17.02	222	0	0
流动负债总额	5,488	6,174	6,871	6,523	-5.1	6,740	3.3	6,748	6,646	6,799
长期债务	8	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	1	1	60	60	0.0	60	0.0	60	60	60
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	5,497	6,175	6,931	6,583	-5.0	6,800	3.3	6,808	6,706	6,859
普通股股东权益	3,967	4,319	4,569	4,861	6.4	5,233	7.7	5,647	6,192	6,767
少数股东权益	1	0	(1)	(2)	-96.3	(4)	-54.8	(5)	(7)	(9)
负债和权益总计	9,466	10,494	11,499	11,442	-0.5	12,030	5.1	12,450	12,891	13,618
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	588	615	538	558	3.7	623	11.7	694	858	961
折旧和摊销	276	338	344	322	-6.5	332	3.0	283	263	263
营运资本变动净值	(80)	(411)	(67)	(207)	-208.9	91	-	68	58	81
其他营业性现金流	(13)	(50)	(67)	(96)	-42.8	(98)	-1.8	(111)	(129)	(144)
经营性现金流	770	492	748	576	-22.9	948	64.4	934	1,050	1,161
有形资本支出	(662)	(4,162)	(5,065)	(458)	91.0	(392)	14.4	(253)	(223)	(342)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	8	2,778	3,486	40	-	40	-	40	40	40
投资性现金流	(655)	(1,384)	(1,579)	(418)	73.5	(352)	15.8	(213)	(183)	(302)
已付股息	(264)	(264)	(288)	(266)	7.6	(251)	5.7	(280)	(312)	(386)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	1	(5)	27	55	103.29	57	2.87	70	87	102
债务及优先股变化	22	20	9	271	2,884.48	51	-81.29	(127)	(222)	0
融资性现金流	(241)	(249)	(252)	60	-	(144)	-	(338)	(447)	(284)
现金流量中现金的增加(减少)	(126)	(1,141)	(1,083)	219	-	452	106.7	383	420	575
外汇/非现金项目	(2)	633	(301)	0	-	0	-100.0	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(128)	(508)	(1,384)	219	-	452	106.7	383	420	575

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

天虹商场 (002419.SZ)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	18.4	13.4	16.2	19.0	17.0	15.3	12.4	11.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	18.4	13.4	16.2	19.0	17.0	15.3	12.4	11.1
股价/每股现金收益	12.5	8.7	9.9	12.1	11.1	10.9	9.5	8.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.0	(44.5)	(49.5)	1.1	5.2	6.4	7.7	7.7
净股息收益率(%)	2.4	3.5	3.1	2.4	2.6	4.6	3.6	4.1
市净率	2.7	1.9	1.9	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
企业价值/营业收入(核心)	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	5.7	2.6	3.6	6.7	6.1	5.9	5.0	4.6
企业价值/息税前利润(核心)	7.7	3.7	5.4	9.8	8.6	7.8	6.2	5.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.7	3.7	5.4	9.8	8.6	7.8	6.2	5.6
企业价值/运营投入资本	NM	NM	9.3	4.8	4.3	4.5	4.8	5.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	10,816	8,255	8,712	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
净债务 (现金)	(4,919)	(5,316)	(4,996)	(4,042)	(4,042)	(4,042)	(4,042)	(4,042)
少数股东权益	1	0	1	2	4	5	7	9
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	5,898	2,939	3,718	6,675	6,676	6,677	6,679	6,681
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	5,898	2,939	3,718	6,675	6,676	6,677	6,679	6,681
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	10.3	11.5	6.0	8.0	6.0	5.0	5.0	5.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	3.6	8.3	-8.6	-2.4	10.1	3.1	17.3	10.0
息税前利润(UBS)	2.8	3.2	-13.2	-0.3	13.4	10.7	25.3	12.4
每股收益(UBS 稀释后)	2.4	4.7	-13.2	4.5	11.7	11.3	23.6	12.1
每股股息净值	0.0	9.1	-7.6	-5.7	11.7	75.4	-21.5	12.1
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	23.5	23.9	23.2	23.7	24.2	24.6	25.5	25.9
息税折旧摊销前利润率	7.2	7.0	6.0	5.5	5.7	5.6	6.2	6.5
息税前利润率	5.3	4.9	4.0	3.7	4.0	4.2	5.0	5.3
净利 (UBS) 率	4.1	3.8	3.2	3.0	3.2	3.4	4.0	4.3
ROIC (EBIT)	(50.5)	(92.3)	169.8	48.6	49.5	57.2	76.7	89.4
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	33.2	34.0	39.3	52.9	61.8
净股东权益回报率(UBS)	15.4	14.9	12.1	11.8	12.3	12.8	14.5	14.8
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(5.1)	(4.2)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.7)	(3.6)	(3.7)
净债务/总权益 %	(132.2)	(109.9)	(73.1)	(67.6)	(70.5)	(74.4)	(78.2)	(80.1)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(88.9)	NM	(89.8)	(49.2)	(55.2)	(62.9)	(72.4)	(81.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	142.3	118.3	89.5	84.9	129.8
资本支出/营业收入(%)	4.6	26.0	29.8	2.5	2.0	1.2	1.0	1.5
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.2	2.1	2.0	2.2	2.2	1.4	2.2	2.2
股息支付率 (UBS) %	44.9	46.8	49.9	45.0	45.0	70.9	45.0	45.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	14,377	16,032	16,998	18,358	19,460	20,433	21,455	22,528
总计	14,377	16,032	16,998	18,358	19,460	20,433	21,455	22,528
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	762	786	683	681	772	854	1,071	1,204
总计	762	786	683	681	772	854	1,071	1,204

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+50.6%
预测股息收益率	2.4%
预测股票回报率	+53.0%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+44.4%

风险声明

我们认为公司主要的下行风险包括：如果宏观经济快速下行，将会直接减缓老店的收入增速，以及延长新店的培育期；如果竞争对手加速进入公司已有的经营地域以及未来考虑扩张的地域，随之而来的竞争可能增加公司的期间费用以及降低毛利率；如果政府加强对商业地产的调控，将会对公司扩张拿地计划以及特定优惠政策带来负面影响；如果电子商务持续快速增长，可能挤占公司目标客户人群的消费能力，并可能带来价格战，进而减少公司的收入和毛利率。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	13%	20%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：廖欣宇；胡昀昀，CFA.

涉及报告中提及的公司的披露

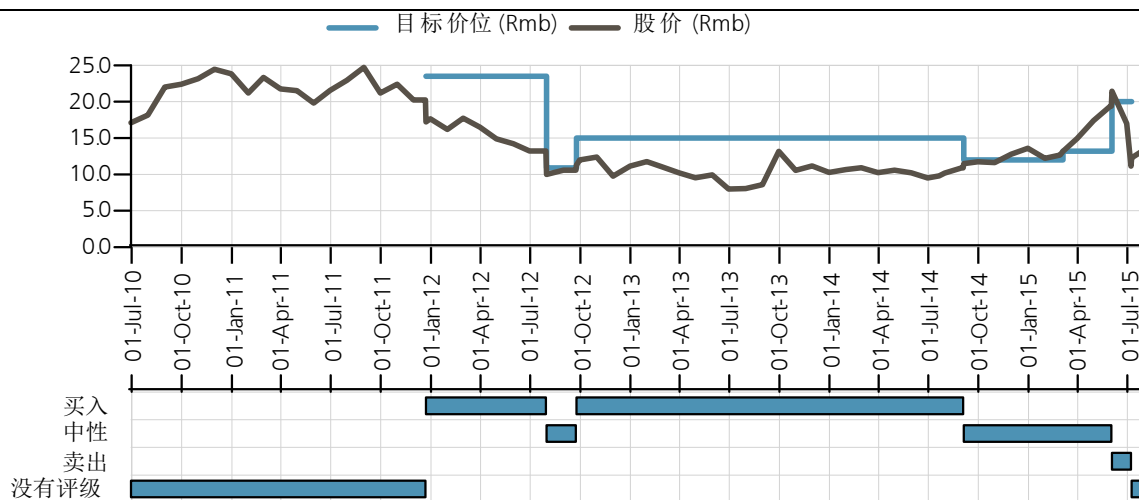
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
天虹商场	002419.SZ	暂停评级	不适用	Rmb13.14	2015 年 07 月 27 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

天虹商场 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 7 月 27 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理人员(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。**俄罗斯:** 由UBS Bank(OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所管理委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

南非: 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities

Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明, 否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者, 包括: (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体; (iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者; (v) 投资基金; (vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问; (vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发 (除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者 (除非另有许可)。**澳大利亚:** UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, UBS Securities Australia Ltd 客户: 由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户: 由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为: www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议, 它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。**印度:** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

