

# 天虹商场 (002419.SZ) 百货零售行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

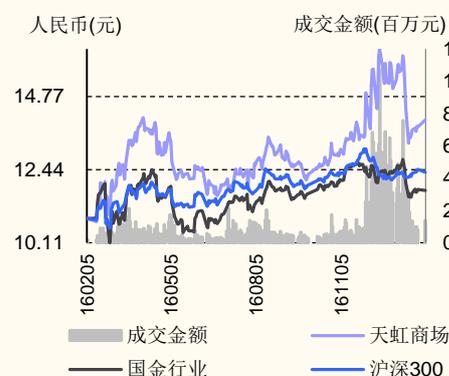
市场价格 (人民币): 14.03 元

目标价格 (人民币): 20.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	799.92
总市值(百万元)	11,226.81
年内股价最高最低(元)	16.28/10.78
沪深 300 指数	3364.49
深证成指	10004.84



## 深化转型的百货龙头，进入新一轮扩张周期

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.667	1.510	0.708	0.945	1.103
每股净资产(元)	5.66	6.89	7.47	7.97	8.57
每股经营性现金流(元)	0.65	1.21	0.35	2.53	2.34
市盈率(倍)	20.36	8.94	19.82	14.85	12.73
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-12.52%	124.44%	-53.13%	33.46%	16.70%
净资产收益率(%)	11.78%	21.93%	9.48%	11.86%	12.87%
总股本(百万股)	806.77	800.20	800.20	800.20	800.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **中航工业旗下百货龙头，立足华南布局全国。**公司是中航工业旗下商业上市平台，采用“百货+购物中心+超市+便利店+电商”多业态、全渠道经营模式，立足深圳向全国扩张。截至3Q16，公司拥有综合百货共62家、购物中心3家、便利店172家，2015年实现销售收入174亿。公司商业运营能力和新零售转型探索业内领先，新项目以购物中心为主，具备跨区域商业项目复制和管理输出能力。
- **深化新零售转型，调整扩张战略。**近年来线下实体商业深度调整，购物中心、便利店等体验性更强业态享有扩张红利，饱和的商业竞争环境下精细化运营能力是关键。公司积极迎接变革，一方面沿百货购物中心化、商品主题编辑化、建立全渠道和本地O2O平台、布局便利店业态四条主线转型，提升差异化和体验性；另一方面，审视上市融资以来的快速扩张战略，13-15年重点关闭无效店和改善亏损店，新项目聚焦优势区域，甩掉历史包袱轻装上阵。通过积极调整转型，公司经营效率持续改善，在行业低谷期表现出更强的逆市增长能力，盈利能力优于同业。
- **行业弱复苏支持同店改善，新一轮扩张开启。**16年2H以来实体零售呈弱复苏趋势，公司可比店收入和利润也环比改善。受益于关店止损，公司16年业绩出现拐点，前三季度扣非净利润增18.5%；同时开启新一轮扩张，全年新开南山君尚等6家新店，17年计划新开店6-8家，便利店并购整合后也将加快扩张。通过百货购物中心化探索和体验性提升，新店培育成功率较高。公司营收大部分来自于深圳本埠及消费需求较为旺盛的一、二线城市，中高端消费需求的缓慢恢复和充足的项目储备将支撑长期业绩稳健成长。
- **具备Reits轻资产运作潜力，国企改革预期强烈。**商业地产项目的类基金运作不仅能加速扩张步伐，还可以快速回收现金流和开发利润，提高投资回报率。公司15年完成首个商业项目REITs退出，具备类基金运作潜力，助力全国扩张加速。国企改革进入实施期，公司作为中航工业集团旗下商业上市平台，主业与集团军工业务关联性低，且处于完全市场化领域，未来有望从混改、引入战投甚至国资退出等多个路径进行改革。

### 投资建议

- 公司商业运营能力和新零售转型探索业内领先，盈利能力好于同业。受益于15年关店止损，及16年下半年行业弱复苏，公司16年出现业绩拐点，并

徐问

分析师 SAC 执业编号: S1130516080002  
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪

联系人  
liubiao@gjzq.com.cn

加快了新店布局，17年计划开店6-8家。零售市场在经历多年低迷后，有望实现持续性弱复苏，公司门店集中深圳及消费需求较为旺盛的一、二线城市，中高端消费需求的缓慢恢复和充足的项目储备将支撑长期业绩稳健成长。公司积极探索轻重结合的发展模式，具备类基金运作潜力；作为中航工业旗下商业上市平台，央企改革预期强烈。首次覆盖给予“买入”评级，目标价20元(对应剔除地产后17年25X PE)!

### 盈利预测与估值

- 公司地产项目进入结算期，将增厚17-18年业绩。我们预计公司16-18年净利润增速-53.13%、33.46%、16.70%，16-18年EPS分别为0.71、0.95、1.10元，对应PE分别为19.8X、14.9X、12.7X。若不考虑地产结算增厚业绩，预测公司2016-18年净利润增速-53.13%、12.28%、15.92%（剔除15年资产证券化影响后2016年可比净利润增速38.69%），16-18年EPS分别为0.71、0.80、0.92元，对应PE分别为19.8X、17.7X、15.2X。

### 风险

- 宏观经济进一步下行，消费增速大幅下滑；新店培育期拉长；REITs类基金运作进程不及预期。

## 内容目录

一、中航旗下领先百货龙头，扎根深圳布局全国.....	5
1.1 领先百货龙头，中航系商业上市平台 .....	5
1.2 百货业态为主，店龄结构合理.....	6
1.3 扎根深圳，布局全国 .....	7
二、市场低谷期深度调整，新零售转型领先行业.....	9
2.1 行业景气下滑拖累公司业绩，各项经营指标依旧稳健 .....	9
2.2 消费升级推动行业变革，公司探索体验式消费转型 .....	11
2.3 扩张战略调整，聚焦关店&减亏 .....	14
2.4 转型成效显著，行业弱复苏助推业绩恢复增长 .....	16
三、完成商业项目类 Reits 退出，具备轻资产运作潜力.....	18
3.1 租赁项目为主，近几年加大了自有物业投入 .....	18
3.2 首单国资 REITs 落地，尝试“建设-运营-退出”运作模式.....	18
3.3 具备轻资产运作潜力，类 Reits 模式助力全国扩张.....	19
四、中航工业动作频繁，国企改革预期强烈.....	20
五、盈利预测与投资建议.....	21
六、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：天虹商场发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构.....	6
图表 3：公司营业收入构成.....	6
图表 4：公司毛利润构成 .....	6
图表 5：公司百货门店店龄结构(截至 16 年三季度).....	7
图表 6：公司门店集中在华南区域(截至 2016 三季度).....	7
图表 7：公司百货门店明细(截至 16 年 9 月).....	8
图表 8：公司百货门店面积分布 .....	9
图表 9：公司主营业务收入地区构成.....	9
图表 10：社零增速处于下行通道 .....	10
图表 11：实体零售销售增长乏力 .....	10
图表 12：公司营业收入增速放缓 .....	10
图表 13：公司净利润增速 .....	10
图表 14：公司毛利率稳步提升.....	11
图表 15：公司销售+管理费用率整体稳定 .....	11
图表 16：公司商业预付卡存量规模.....	11
图表 17：13-14 年购物中心行业销售额增幅最好.....	12
图表 18：购物中心营收表现好于百货，部分商场连续几年销售逆市高增长... 12	
图表 19：杭州天虹以儿童为主题的特色体验馆 .....	13

图表 20: 酷加天虹致力于打造酷玩集中营.....	13
图表 21: 公司自营女杂集合馆.....	13
图表 22: 自营集合馆增强商场体验.....	13
图表 23: 虹领中和天虹微品移动电商平台.....	14
图表 24: 布局高成长性的便利店业态.....	14
图表 25: 公司各区域门店变化情况(含加盟).....	14
图表 26: 公司历年开店及关店情况.....	14
图表 27: 公司 10 年上市以来加快扩张步伐.....	14
图表 28: 公司 15 年关店项目历年经营情况(单位: 百万元).....	15
图表 29: 公司部分培育期减亏&改善门店情况(单位: 百万元).....	15
图表 30: 公司 2016 年新开门店.....	15
图表 31: 公司部分储备项目情况.....	16
图表 32: 珠宝、服装等可选消费品环比改善.....	16
图表 33: 大型零售企业回暖迹象明显.....	16
图表 34: 公司可比店增长情况.....	17
图表 35: 公司和百货行业重点公司单季扣非净利润增速.....	17
图表 36: 分区域可比店收入增速情况.....	17
图表 37: 分区域可比店利润增速情况.....	17
图表 38: 16 年 1-3Q 单季可比店收入增速拆分.....	17
图表 39: 公司 ROE 水平强于同业.....	18
图表 40: 公司自有物业占比仅 10%.....	18
图表 41: 公司自有物业价值估测.....	18
图表 42: 底层资产鼎诚大厦情况.....	19
图表 43: 天虹资产支持专项计划交易结构.....	19
图表 44: 类基金运作模式释放优质管理价值、加速全国扩张步伐.....	20
图表 45: 今年以来国企改革政策利好不断.....	21
图表 46: 中航工业近期动态梳理.....	21
图表 47: 公司业务分部预测.....	22
图表 48: 公司地产项目情况.....	22

## 一、中航旗下领先百货龙头，扎根深圳布局全国

### 1.1 领先百货龙头，中航系商业上市平台

天虹商场成立于 1984 年，2010 年于深交所上市。公司在 90 年代为单店经营，2000 年走上连锁发展的道路，立足深圳向全国扩张，采用“百货+购物中心+超市+便利店+电商”的多业态、全渠道组合经营模式。截至 16 年三季度，公司已进驻 20 个城市，拥有综合百货共 62 家（含附属超市及 3 家君尚门店），营业面积 178 万平方米；天虹特许经营门店 2 家；拥有购物中心 3 家，营业面积 22 万平方米；拥有便利店 172 家。根据中国连锁经营协会的数据，公司 2015 年位居连锁百货行业第 10 名，连锁便利店行业第 50 名。

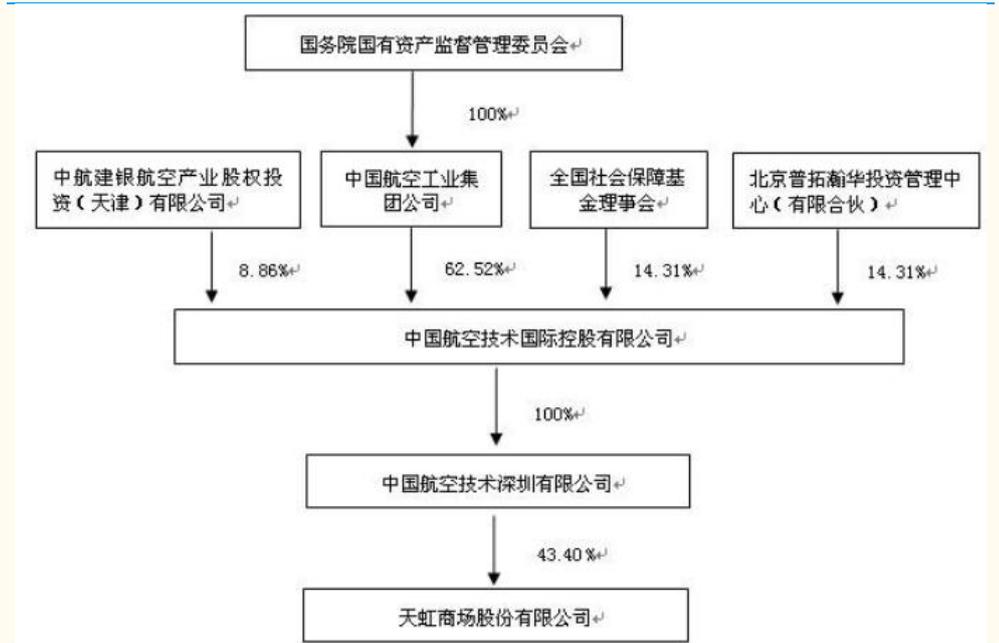
图表 1：天虹商场发展历程

时间	事件
1984 年 1 月 24 日	天虹注册成立
1985 年 1 月 18 日	深南天虹开业，正式开启零售业的征程
1993 年	天虹以销售额 2.8 亿元、利润总额 3008 万元、人均销售 53.6 万元进入“全国百家最大的零售商店”，成为深圳市唯一入围的零售企业
1999 年 7 月 31 日	深南天虹全面复业，面积达 20,000 平方米，成为深圳市福田区第一家集购物、饮食、娱乐、休闲于一体的大型百货商场，是天虹从传统百货迈向现代百货的重要标志
2000 年 4 月 29 日	首家连锁分店东门天虹开业，天虹从此迈向了连锁发展的道路
2002 年 10 月 1 日	首家广东省外连锁分店南昌江大天虹开业；次年 9 月 12 日，厦门汇腾天虹开业。跨区域连锁店的成功开业，为天虹的跨区域连锁发展奠定了坚实的基础
2005 年 1 月 1 日	东莞东纵天虹开业，标志着天虹向珠三角深圳以外区域的迈进
2006 年 9 月 28 日	嘉兴天虹开业，标志着天虹向长三角的迈进
2006 年 7 月 28 日	天虹就福建省厦门市大西洋海景城部分物业签订了买卖合同，此次签约开创了天虹购买自有物业的先河
2009 年 4 月 25 日	天虹第 34 家分店北京天虹百货开业，标志着天虹融入环渤海经济圈迈出了第一步
2010 年 6 月 1 日	天虹股份有限公司在深交所中小板正式上市

来源：互联网，国金证券研究所

**央企旗下商业上市平台，实际控制人中航工业持股 43.4%**。公司控股股东是中航技深圳，持股比例 43.4%。中航技深圳由中航国际全资控股，实际控制人为中航工业集团。公司第二大股东为五龙贸易，实际控制人为黄康俊，持股 29.03%（公司多个门店正是从五龙贸易实际控制人旗下的莱蒙置业租得、购置）。第三大股东奥尔投资为公司管理层委托持股公司，由上市前对管理层进行股权激励形成。

图表 2：公司股权结构

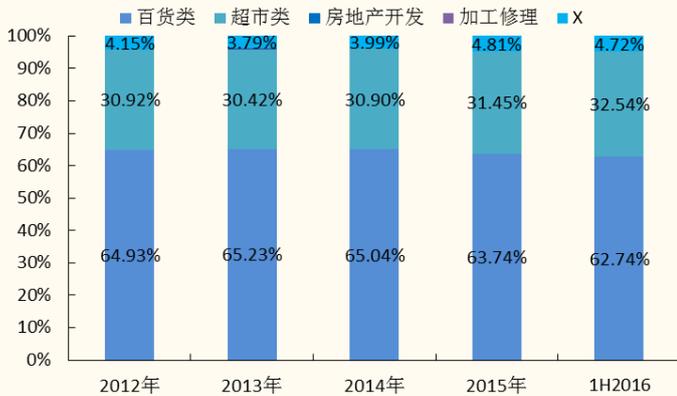


来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2 百货业态为主，店龄结构合理

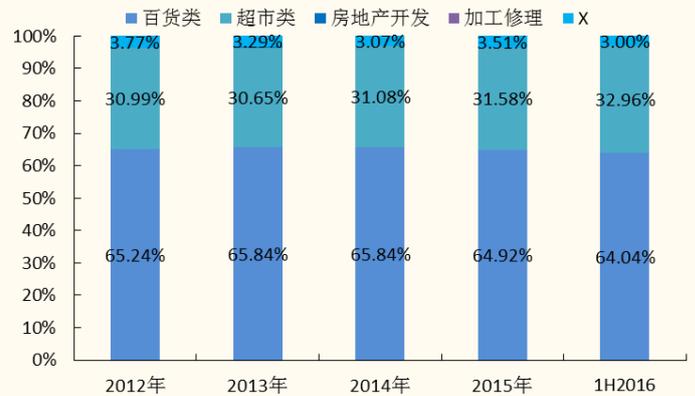
公司主营业务主要由百货、超市以及 X(其他配套品类，如电器、家居、银行、餐饮等)构成，其中百货占据主导地位。从营业收入来看，15 年百货、超市、X 分别占比 62.7%、32.5%、4.7%；从毛利润构成来看，15 年百货、超市、X 分别占比 64.9%、31.6%、3.5%。

图表 3：公司营业收入构成



来源：Wind，国金证券研究所

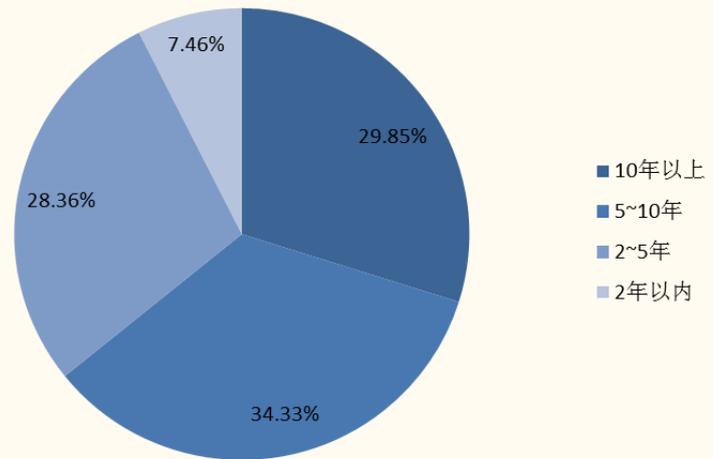
图表 4：公司毛利润构成



来源：Wind，国金证券研究所

店龄结构合理，5 年以上老店占比高达 64%。公司作为老牌百货企业，自 2000 年开始连锁经营，并逐步异地扩张。从店龄结构来看，公司老店、次新店、新店占比合理。若考虑 16 年四季度新开 3 家门店，公司 10 年以上店龄的门店占比约 30%，5-10 年店龄的门店占比 34%，2 年以内新店占比 12%。

图表 5: 公司百货门店店龄结构(截至 16 年三季度)



来源: 国金证券研究所

### 1.3 扎根深圳, 布局全国

公司起家于深圳, 早期深耕广东省内, 并于 2002 年开始涉足江西为主的华中市场, 后期逐步向全国市场拓展。截至 16 年三季度, 华南、华中、东南、华东、北京、成都分别拥有 37、16、5、5、3、1 家百货门店(包含购物中心), 以深圳为主的华南区和以江西为主的华中区为公司重点发展区域。从城市分布来看, 深圳、南昌、东莞、惠州、厦门、北京门店较为集中, 分别开设 28、8、5、4、3、3 家门店。

图表 6: 公司门店集中在华南区域(截至 2016 三季度)

	华南区	华中区	东南区	华东区	北京	成都	合计
综合百货	36	15	5	4	3	1	64
天虹	33	15	5	4	3	1	61
君尚	3						3
购物中心	1	1		1			3
便利店	152	15	14				181

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 便利店数据截至 2016 年上半年

图表 7: 公司百货门店明细(截至 16 年 9 月)

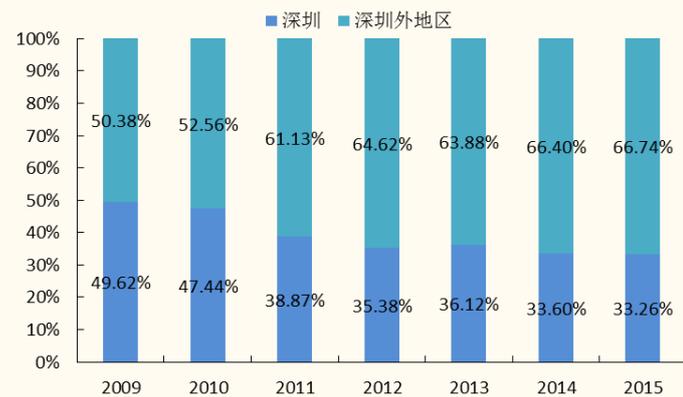
	省	城市	门店	开业时间	店龄(年)	面积(平方米)	
华东	浙江	嘉兴	嘉兴天虹百货	2006/3/1	11	19,972	
	江苏	苏州	苏州金鸡湖天虹	2009/4/24	8	50,912	
	江苏	苏州	苏州木渎天虹	2011/12/23	5	39,000	
	浙江	绍兴	绍兴柯桥天虹	2012/4/28	5	33,000	
	浙江	杭州	五福新天地天虹购物中心	2014/6/27	3	73,049	
四川	四川	成都	高新天虹	2012/11/29	4	47,600	
华中	江西	南昌	南昌江大天虹	2002/6/14	15	13,000	
	江西	南昌	南昌中山路天虹	2007/4/19	10	54,379	
	湖南	长沙	长沙芙蓉天虹	2008/12/6	8	30,000	
	江西	南昌	南昌红谷天虹	2009/9/4	7	20,000	
	江西	赣州	赣州中航城天虹	2011/11/12	5	25,000	
	湖南	娄底	湖南娄底天虹	2011/12/28	5	33,000	
	湖南	岳阳	湖南岳阳天虹	2012/7/7	5	18,500	
	湖南	株洲	湖南株洲天虹	2012/12/28	4	35,000	
	江西	南昌	红谷中心天虹	2013/2/1	4	38,000	
	江西	南昌	京东天虹	2013/8/30	3	25,659	
	江西	吉安	吉安天虹	2014/7/16	3	101,206	
	江西	南昌	进贤天虹	2014/11/28	2	27,000	
	江西	南昌	象湖新城天虹	2015/8/29	1	21,000	
	湖南	湘潭	湘潭天虹	2016/1/16	1	53,000	
	江西	九江	共青城天虹	2016/5/10	1	50,000	
	江西	南昌	酷加天虹	2016/9/23	0	33,000	
	华南	广东	深圳	福民天虹商场	2002/11/25	14	12,553
		广东	深圳	创业天虹商场	2002/11/25	14	19,129
		广东	深圳	龙华天虹商场	2002/11/25	14	19,006
		广东	深圳	常兴天虹商场	2003/10/31	13	31,348
广东		深圳	龙新天虹商场	2003/12/29	13	14,810	
广东		深圳	布吉天虹商场	2004/5/2	13	17,014	
广东		深圳	沙井天虹商场	2004/5/9	13	31,888	
广东		深圳	双龙天虹商场	2005/2/3	12	20,721	
广东		深圳	东门天虹商场	2005/6/2	12	25,730	
广东		东莞	东莞常平天虹	2005/8/1	12	15,350	
广东		深圳	前进天虹商场	2006/1/10	11	21,048	
广东		深圳	西丽天虹商场	2006/1/11	11	17,521	
广东		深圳	松岗天虹商场	2006/10/8	10	18,585	
广东		深圳	梅林天虹商场	2006/12/13	10	21,837	
广东		深圳	观澜天虹商场	2007/10/9	9	16,660	
广东		深圳	深南天虹	2007/11/21	9	19,544	
广东		深圳	民治天虹商场	2007/11/22	9	20,180	
广东		深圳	后海天虹商场	2007/11/23	9	15,374	
广东		东莞	东莞长安天虹	2007/12/28	9	24,000	
广东		深圳	沙河天虹商场	2008/6/12	9	16,456	
广东		深圳	国贸天虹	2008/12/5	8	35,698	
广东		惠州	惠阳天虹	2009/9/18	7	28,000	
广东		东莞	东莞黄江天虹	2010/4/24	7	26,264	

	广东	深圳	公明天虹商场	2010/4/30	7	25,000
	广东	深圳	横岗信义天虹	2010/12/25	6	25,000
	广东	东莞	东莞虎门天虹	2011/9/8	5	41,300
	广东	深圳	前海天虹商场	2012/6/16	5	19,000
	广东	深圳	东环天虹	2012/11/3	4	22,400
	广东	深圳	坪山天虹	2012/12/29	4	17,000
	广东	深圳	宝安中心区天虹购物中心	2013/10/26	3	80,000
	广东	惠州	三环天虹	2013/12/31	3	45,800
	广东	深圳	坂田天虹	2014/6/7	3	35,570
	广东	深圳	松柏天虹	2014/8/21	2	34,000
	广东	惠州	惠阳开城天虹	2015/10/27	1	
东南	福建	厦门	厦门汇腾天虹	2003/4/22	14	19,778
	福建	福州	福州万象天虹	2006/7/12	11	46,486
	福建	厦门	厦门大西洋天虹	2007/1/8	10	19,488
	福建	厦门	厦门海沧天虹	2012/4/29	5	27,886
	福建	福州	福州王庄店	2014/12/31	2	34,617
北京	北京	北京	北京宣武天虹	2009/4/25	8	22,000
	北京	北京	北京国展天虹	2010/4/29	7	17,937
	北京	北京	北京新奥天虹	2012/1/6	5	37,000
君尚	广东	深圳	深圳君尚	2010/11/25	6	37,781
	广东	东莞	东莞君尚	2012/9/28	4	59,000
	广东	惠州	惠州君尚	2005/8/1	12	23,024

来源：国金证券研究所

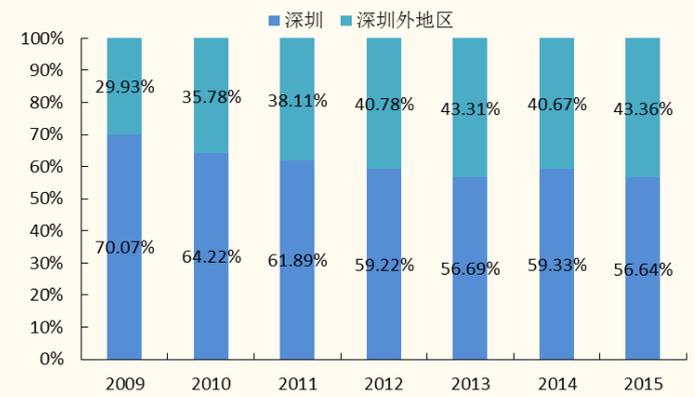
深圳区域优势明显，经营水平远超外埠。虽然公司上市以来，加速深圳以外区域的业务拓展，但深圳仍是公司主要营收来源。2015年，公司深圳百货门店面积占总面积33.3%，但贡献了56.7%的主营业务收入。得益于较强的区域品牌影响力及密集的网点，公司深圳门店经营效率处于较好水平，不仅在坪效上大幅领先深圳以外门店，且在近年行业低迷期，坪效水平也较外埠门店更为稳定。

图表 8：公司百货门店面积分布



来源：国金证券研究所

图表 9：公司主营业务收入地区构成



来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、市场低谷期深度调整，新零售转型领先行业

### 2.1 行业景气下滑拖累公司业绩，各项经营指标依旧稳健

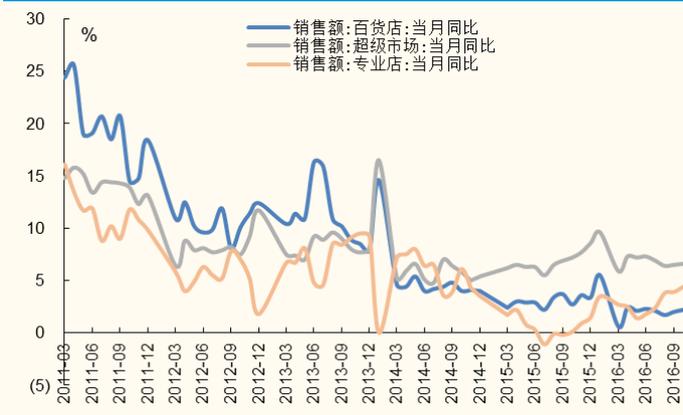
过去几年，百货行业遭遇发展困境，盈利能力大幅下滑，其背后有消费低迷、电商分流、商业供给增加、刚性成本上升等外在因素，但经营模式在业态变迁和消费升级进程中逐步丧失了竞争力是本质原因。

图表 10: 社零增速处于下行通道



来源: Wind, 国金证券研究所

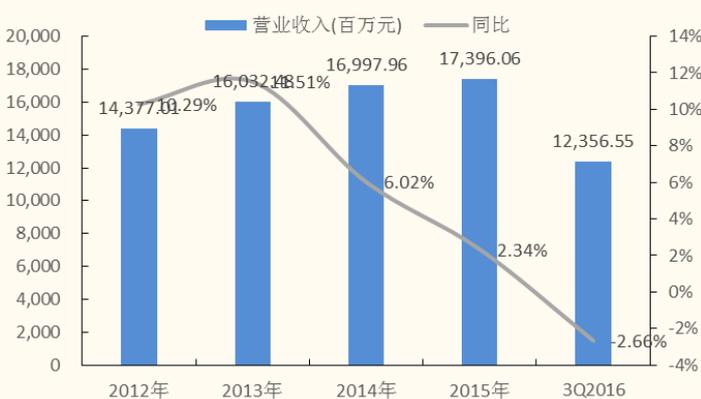
图表 11: 实体零售销售增长乏力



来源: Wind, 国金证券研究所

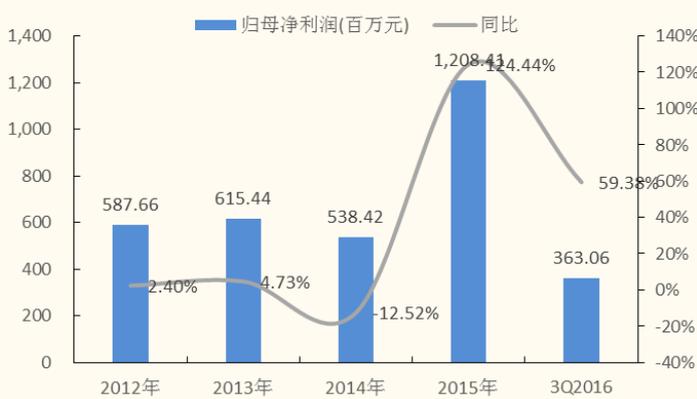
随着百货行业开始进入调整期, 公司自 2013 年开始营收增速持续放缓, 同比增速从 11.5% 的高位回落至 15 年 2.3%, 净利润增速也同步下滑。与此同时, 公司积极转型变革, 采取了关店减亏、业态调整等一系列举措, 也导致主业短期承压, 15 年扣除鼎成物业资产证券化带来近 8 个亿利润贡献后, 主业净利润同比下降 24%。受益于关店减亏及一系列调整, 2016 年业绩出现拐点, 前三季度公司营收 123.57 亿元, 同比下降 2.7%, 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比提升 59.4%, 扣非后净利润 3.04 亿元, 同比增长 18.54%。

图表 12: 公司营业收入增速放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 公司净利润增速

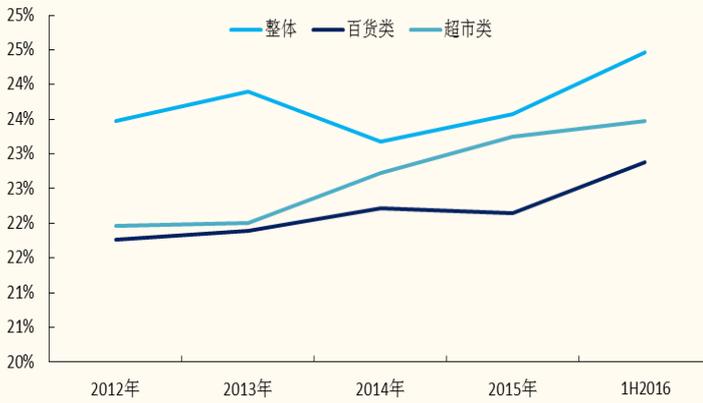


来源: Wind, 国金证券研究所

公司毛利率保持长期稳定, 维持在 23% 左右, 且 13 年以来随着公司转型成效的逐步体现, 毛利率呈上升趋势。分业务来看, 百货毛利率自 12 年 21.8% 小幅提升至 15 年 22.2%, 超市毛利率自 12 年 22.0% 提升至 23.3%, X 毛利率自 29.2% 提升至 15 年 44.4%。在行业在营收增长乏力、刚性费用上升、促销常态化的竞争环境下, 行业费用率水平居高不下。相比之下, 公司销售+管理费用率整体保持稳定, 控费能力凸显。

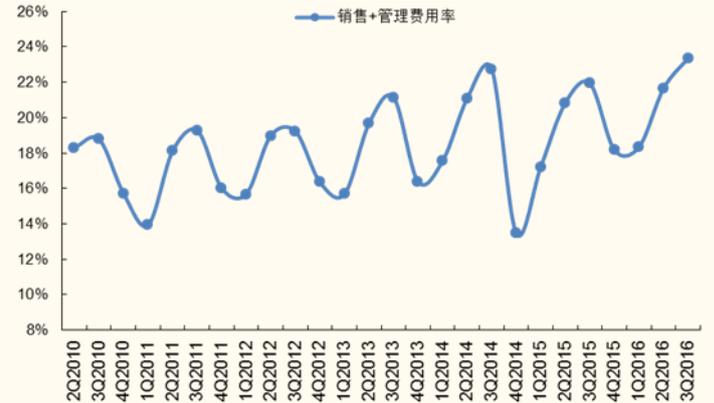
12 年严控公款消费政策实施以来, 百货商场的预付卡规模快速萎缩, 但经过几年的调整, 15 年以来行业预售账款规模已趋于稳定。公司预付卡规模一直保持在 30 亿以上, 15 年开始恢复正增长, 预付卡规模/当年营收规模占比维持在 20%~22%, 凸显公司在强势区域的领先优势。

图表 14: 公司毛利率稳步提升



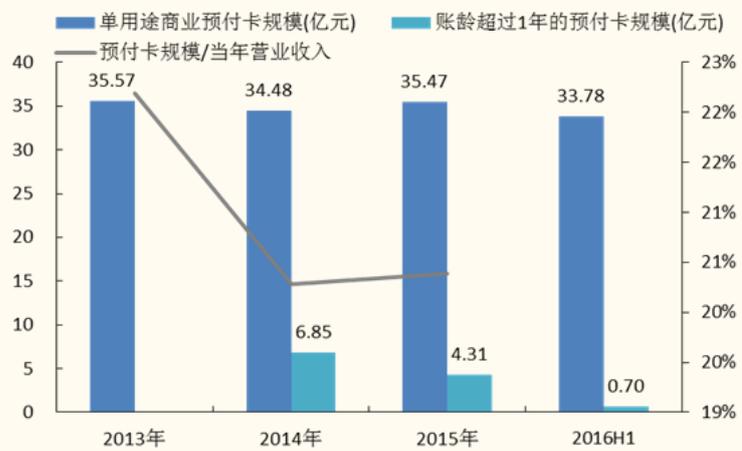
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 公司销售+管理费用率整体稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 公司商业预付卡存量规模



来源: 国金证券研究所

## 2.2 消费升级推动行业变革, 公司探索体验式消费转型

消费结构升级推进下, 体验业态强势崛起。在消费低迷的大背景下, 购物中心、便利店等新零售业态快速成长。根据德勤数据, 在 13-14 年间, 购物中心和便利店成为增长最快的两类线下零售业态, 样本店铺销售额年平均增幅 6.7%、3.6%。我们跟踪了近 4 年来重点百货/购物中心的同店销售数据发现, 虽然行业整体低迷, 但仍有不少百货、购物中心取得了远超业态平均的高增长水平。位于一线城市及核心二线城市, 面积较大、业态和品牌布局合理、具有较强运营能力的购物中心表现更为优异。

图表 17: 13-14 年购物中心行业销售额增幅最好



来源: 德勤、国金证券研究所

图表 18: 购物中心营收表现好于百货, 部分商场连续几年销售逆市高增长

业态	城市	建筑面积 (万平方米)	2013 年增速	2014 年增速	2015 年增速
德基广场	北京	18	14.2%	12.7%	5.7%
IFC 国际金融中心	上海	10	3.2%	35.9%	14.9%
太古汇	广州	13.8	50.0%	14.8%	16.1%
朝阳大悦城	北京	23	35.0%	18.1%	7.1%
海岸城	深圳	12	20.6%	17.1%	12.5%
北城天街	重庆	14	32.8%	0.0%	5.9%
购物中心平均增速			7.3%	2.6%	1.6%
新百	南京	5	17.7%	-3.7%	5.3%
振华商厦	烟台	24	48.3%	1.1%	3.7%
久光百货	上海	9.2	2.0%	12.3%	3.1%
宜昌国贸	宜昌	6	12.6%	-3.1%	3.9%
王府井百货科华店	成都	5.5	19.5%	10.4%	-3.4%
百货平均增速			3.6%	-6.7%	-4.6%

来源: 赢商网, 国金证券研究所

公司较早意识到电商对实体零售的冲击、百货同质化竞争的困局, 领先同业推进百货转型及新业态的布局。2014 年以来, 公司在传统百货/超市业务基础上沿百货购物中心化、商品主题编辑化、线下门店电子商务化、布局便利店业态四条主线转型, 合力打造体验式消费。

**调整业态比例, 着力发展购物中心业态。**体验式业态集客能力强, 并对其他消费业态有显著的带动作用。公司积极推动传统商场转型更具体验性的购物中心, 一方面调整存量门店即时消费业态(体验业态)的占比, 增加餐饮、娱乐、儿童体验馆等服务类业态; 另一方面, 从生活情境出发, 在建筑风格、商品陈列展示和互动方式上塑造更多样化的体验。

民治天虹为天虹已开百货系统中第一个转型店, 首次将花园、创意集市、儿童娱乐等生活元素引入百货商场, 为深圳首家花园式购物空间。16 年新开的门店中, 酷加天虹打造为有格调的商场, 餐饮、娱乐配套等体验业态占比达 50%, 君尚 3019 定位为文化、创意、慢生活的发生地, 文艺、工艺作坊、餐饮、娱乐配套等体验业态占比达 70%。

图表 19: 杭州天虹以儿童为主题的特色体验馆



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表 20: 酷加天虹致力于打造酷玩集中营



来源: 互联网, 国金证券研究所

**商品主题编辑化, 适度发展百货自营。**百货行业高度同质化的背景下, 公司推动商品升级、体验升级, 谋求商场差异化。公司实施主题编辑, 根据顾客需求重组生活业种、百货品牌和买手集合店, 重构店内场景体验。2015 年, 公司先后对福民、前进和沙河三家超市进行了主题编辑的调整, 国贸、福民两家门店开设儿童馆, 深南天虹进行百货主题编辑升级。

此外, 公司通过专业的时尚买手及商品运营团队引入别具一格的个性化、时尚化品牌, 力图在客群精准定位下实现品牌的差异化。公司搭建了 Rain 系列买手制百货自营平台, 迎合了消费者个性化的购物需求。截至 16 年上半年, 公司品类集合馆店铺数增加至 21 家, 女杂集合馆升级为 rain&color, 家居集合馆升级为 rain&home; 品牌代理快速引进、规模化复制以 CACHE-CACHE 为代表的国际快时尚品牌, 于君尚中心店开设首家多品牌集合店 RAIN&CO。

图表 21: 公司自营女杂集合馆



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表 22: 自营集合馆增强商场体验

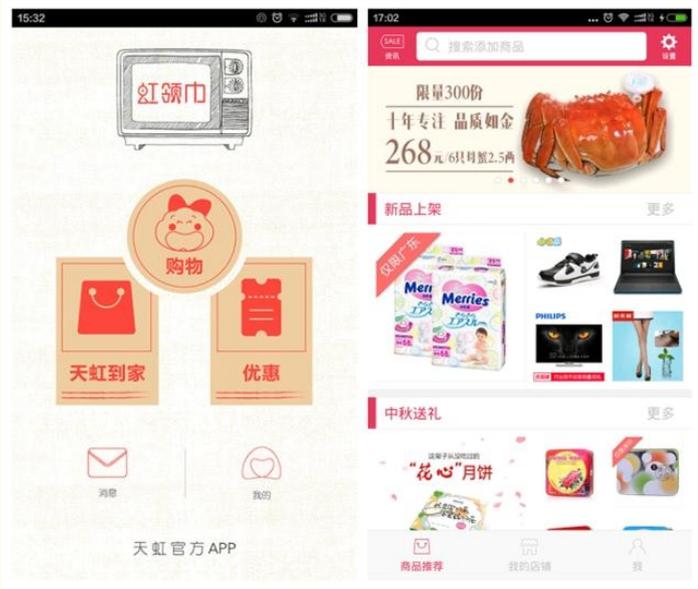


来源: 互联网, 国金证券研究所

**拥抱互联网, 探索新零售模式。**公司 15 年发布互联网战略, 转型全渠道零售商, 形成“微信+虹领巾+微品”的 O2O 体系。微信服务号是移动端入口, 微品是基于移动端的社交电商, 虹领巾定位为本地生活服务平台, 具有购物、服务、营销、本地生活等功能。O2O 平台深度共享线上线下资源, 以大数据精准营销锁定客群、以场景化设计刺激消费。

**并购万店通进军便利店业态。**14 年, 公司收购万店通布局便利店业态, 并打造“微喔”便利店品牌。天虹便利店定位为社区居民生活的线上线下最后一公里服务站和居家生活智慧管家, 采用精细化的管理模式, 不仅定制鲜食商品, 针对客群在包装及口味等方面形成差异化, 还更多的提供国际采购、自有品牌的商品, 提升毛利空间。目前, 便利店主要分布在深圳、厦门等地, 其中约三分之二的门店为直营店, 下一步将进行加盟拓展。

图表 23: 虹领巾和天虹微品移动电商平台



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表 24: 布局高成长性的便利店业态



来源: 互联网, 国金证券研究所

### 2.3 扩张战略调整, 聚焦关店&减亏

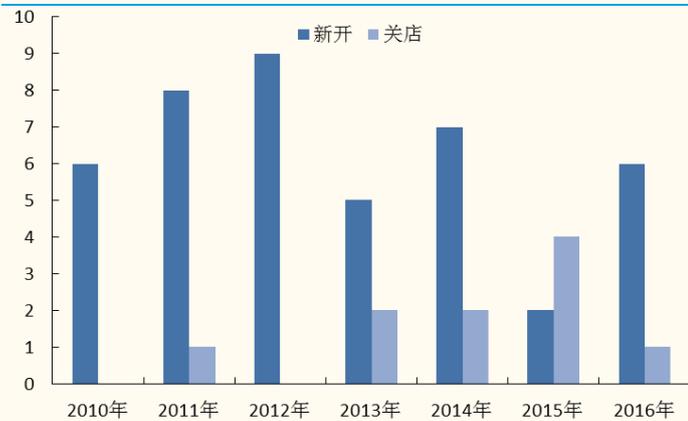
公司 10 年上市融资以来, 采取快速的全国扩张战略。2010-2014 年间, 公司年均开业 7 家门店, 在深耕华南、华中区域的同时, 加大东南、华东等区域的投入, 公司直营门店面积从 102 万平快速扩张至 195 万平。2012 年行业开始进入深度调整期, 公司受门店培育期拉长, 外埠门店亏损的拖累, 业绩承压。

图表 25: 公司各区域门店变化情况(含加盟)

门店数量	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
华南	28	29	33	35	38	38
华中	4	6	8	10	12	13
东南	4	6	7	6	6	5
华东	4	5	6	6	6	5
北京	2	2	3	3	3	3
成都	0	0	1	2	2	1
山东	0	1	1	0	0	0

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 公司历年开店及关店情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 公司 10 年上市以来加快扩张步伐



来源: 公司公告, 国金证券研究所

13年开始，公司重新审视过往的扩张战略，将经营重点转移至培育店减亏，15年集中关停湖州天虹、泉州天虹、成都红牌楼天虹、厚街天虹4家培育亏损的外埠门店。虽然集中关店造成约1.2亿的关店损失，导致15年业绩承受更大压力，但为16年轻装上阵创造条件。随着公司倾注更多资源于培育期门店，部分门店已经出现积极变化，东莞君尚大幅减亏、坂田天虹、娄底天虹、木槎天虹盈利能力明显提升。与此同时，公司放慢门店扩张步伐，对新店项目更为审慎，门店客群定位要求更精准，针对细分市场进行调整，门店经营模式也更为灵活。

图表 28：公司 15 年关店项目历年经营情况(单位：百万元)

门店	关店时间	2012	1H2013	2013	1H2014	2014	1H2015	2015
湖州天虹	2015年2月16日	-30.0	-14.3	-23.6	-13.8	-24.4	-8.1	-9
泉州天虹	2015年5月18日	-22.6	-12.7	-24.9	-10.6	-22.3	-48.5	
成都红牌楼天虹	2015年6月25日		-16.0	-14.4	-13.0	-25.7	-34.1	
厚街天虹	2015年8月24日	-18.3	-8.1	-16.4	-8.6	-18.4	-9.6	

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：公司部分培育期减亏&改善门店情况(单位：百万元)

门店	2012	1H2013	2013	1H2014	2014	1H2015	2015	1H2016
东莞君尚	15.8		-10.6	-8.4	-22.5	-10.3	-26.1	-4.6
坂田天虹					7.7	6.1	13.6	12.6
湖南娄底天虹	-0.6	-3.3	-6.8	-1.0	1.3	1.3	1.1	5.1
苏州木槎天虹	-8.3	-3.8	-5.9	0.9	2.0	2.1	2.7	3.1

来源：公司公告、国金证券研究所

进入新一轮扩张周期，储备项目丰富。转型调整以来，公司新开门店体验性均有所增强，培育成功率较高，彰显公司商业运营能力和转型探索动力。随着购物中心模式成熟、关店甩下历史包袱，公司开启了新一轮扩张，16年公司新开6家门店，集中在江西、广东地区；17年计划新开6-8家，选址集中在华南、华中、东南等优势区域，业态以大型购物中心为主，面积均在8万平方米以上。

图表 30：公司 2016 年新开门店

门店	开店时间	模式	地区	营业面积 (万平米)	定位
湘潭天虹	1月16日	租赁	湖南	5.3	体验式购物中心
共青城天虹	5月8日	加盟	江西	3.9	一站式时尚生活综合体
酷加天虹	9月23日	租赁	江西	3.3	时尚潮酷、活力体验的小型购物中心
深圳新沙购物中心	12月16日	租赁	广东	10.2	畅享欢乐时光的生活中心
深圳君尚3019	12月9日	自有	广东	4	出售生活方式的地方
珠海天虹	12月10日	租赁	广东	4	主题场景构成的体验式消费商场

来源：互联网，国金证券研究所

图表 31：公司部分储备项目情况

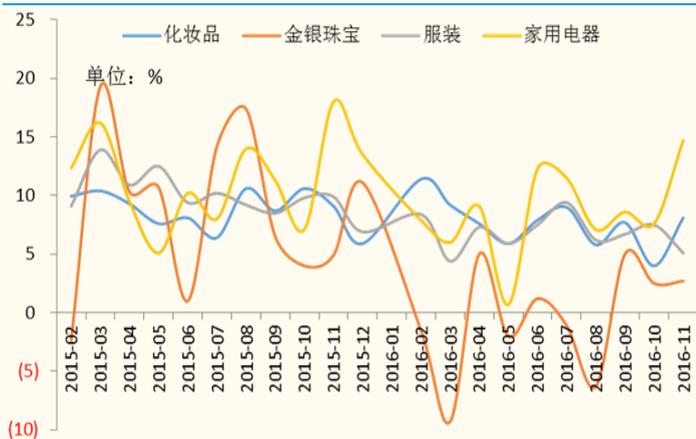
项目	地区	业态	物业类型	建筑面积	开业时间
苏州相城项目	苏州	购物中心	自有	11.5	2017
佛山岭君广场项目	佛山	购物中心	租赁	8	2017
宜春项目	宜春	购物中心	租赁	9	2017
厦门君尚项目	厦门	百货	自有	5	2017
厦门枋湖项目	厦门	购物中心	租赁	7.2	2017
长沙京武项目	长沙	购物中心	租赁	3.7	2017
泰和项目	吉安		加盟	3	2017
吉安项目	吉安	购物中心	租赁	8.3	
南昌朝阳洲项目	南昌	购物中心	自有	12	2018
南昌红谷滩莱蒙项目	南昌	购物中心	自有	15	

来源：公司公告，互联网，国金证券研究所

## 2.4 转型成效显著，行业弱复苏助推业绩恢复增长

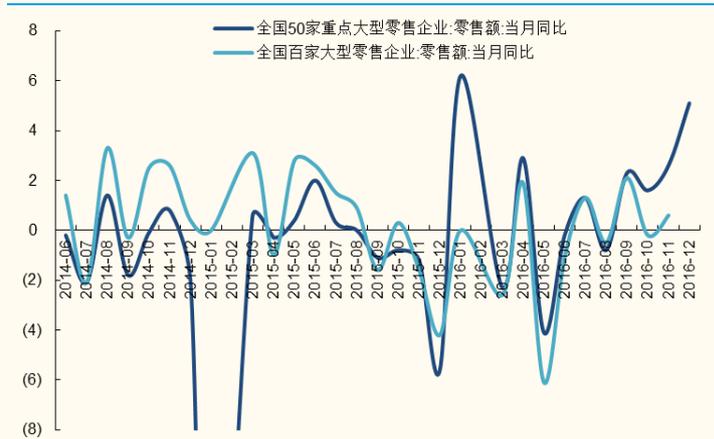
16 年下半年以来，高端消费出现向好迹象，限额以上金银珠宝、服装、家电等可选消费品销售额增速较上半年出现较大改善，大型零售企业销售额出现好转势头。

图表 32：珠宝、服装等可选消费品环比改善



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：大型零售企业回暖迹象明显



来源：Wind，国金证券研究所

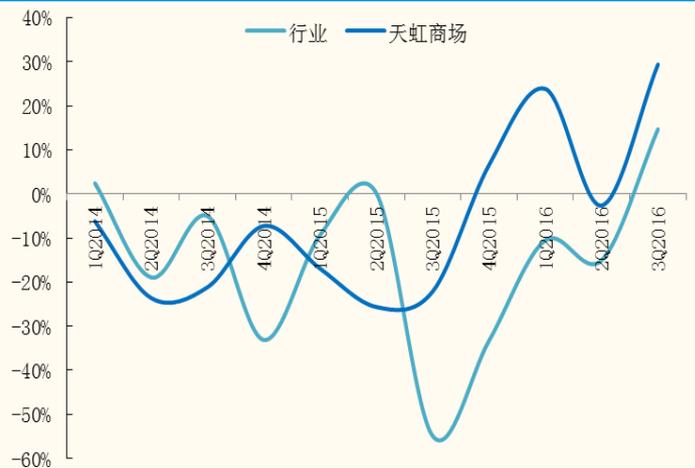
在行业弱复苏下，公司同店有企稳迹象，业绩保持了高于行业的较高增长。16 年前三季度，公司可比店单季收入增速分别为-4.3%、-4.5%、0.4%，分区域来看，华南、华中等重点区域可比店收入增速均在三季度转正。可比店利润也呈逐季改善趋势，北京初步实现盈亏平衡，东莞君尚大幅减亏促使君尚大幅好转，杭州、成都门店转型成效显著。

图表 34: 公司可比店增长情况



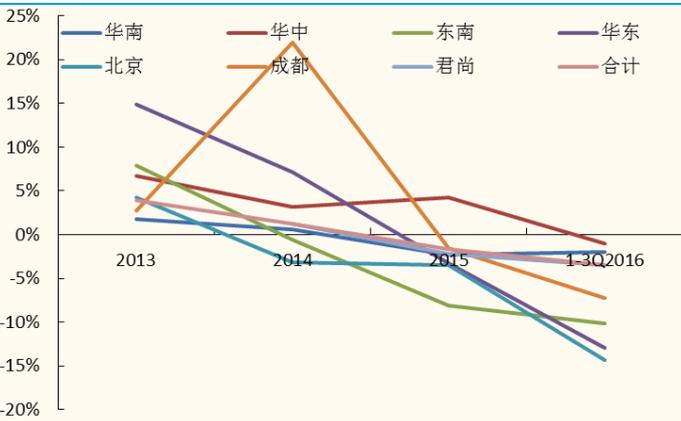
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 公司和百货行业重点公司单季扣非净利润增速



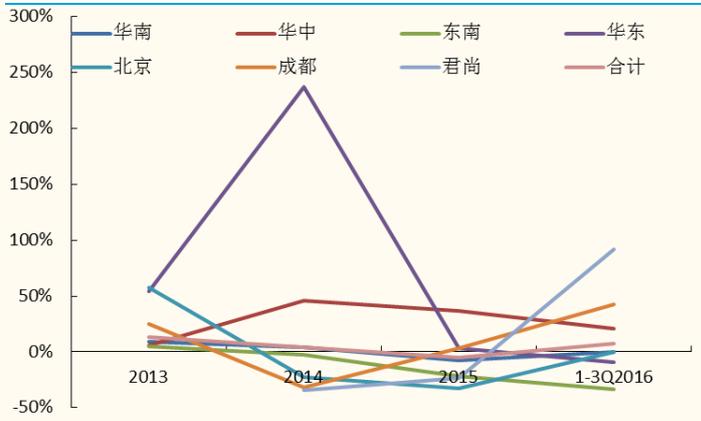
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 分区域可比店收入增速情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 分区域可比店利润增速情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 16 年 1-3Q 单季可比店收入增速拆分

	1Q2016	2Q2016	3Q2016
华南	-2.18%	-4.01%	1.21%
华中	-1.14%	-1.36%	0.07%
东南	-15.09%	-7.68%	-1.16%
华东	-12.47%	-12.98%	-6.53%
北京	-15.76%	-16.18%	-2.87%
成都	-6.88%	-6.04%	-4.95%
君尚	-4.39%	-4.79%	0.87%
合计	-4.30%	-4.48%	0.43%

来源: 国金证券研究所

注: 根据 11-15 年单季收入占比 26.81%: 22.24%: 22.23%: 28.71%推算 16 年单季同比增速

我们一直认为, 具有较强商业运营能力的零售企业在行业下行周期具有更强的抗风险和逆市增长能力, 而一旦行业企稳回升, 能获得比行业整体更强劲的营收和净利增长。公司营收大部分来自于深圳本埠及消费需求较为旺盛的一、二线城市, 较早布局更具体验性的购物中心业态, 商业运营能力和控费能力行业领先, 在行业回暖趋势下具有更大业绩弹性, 去年前三季度业绩验证判断。

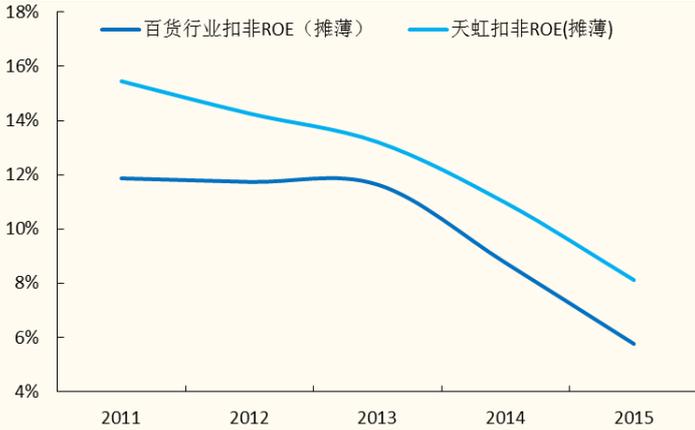
目前, 公司新建购物中心培育效果较好, 原有门店积极转型、减亏效果符合预期, 凸显转型成效和公司较强的商业运营能力。随着新一轮扩张周期的开启, 中高端消费需求的缓慢恢复和充足的项目储备将支撑长期业绩稳健成长。

### 三、完成商业项目类 Reits 退出，具备轻资产运作潜力

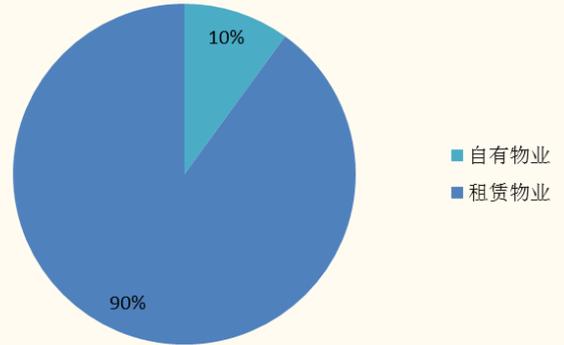
#### 3.1 租赁项目为主，近几年加大了自有物业投入

公司从上市以来就偏重轻资产战略，门店扩张多以租赁为主，注重商业运营以及扩张能力的培养，租赁为主的门店结构也使得公司保持高于同行的 ROE 水平。近年来，公司逐步加大购物中心扩张，出于物业可控性的考虑，也加大了重资产自建项目投入，但持有物业并不是最终目的，未来有望通过多种方式释放物业价值。

图表 39：公司 ROE 水平强于同业



图表 40：公司自有物业占比仅 10%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司调研，国金证券研究所

注：百货行业数据取自 26 家 A 股百货上市公司平均值

自有物业价值充裕，资产重估值高达 92 亿。公司作为全国性百货连锁龙头，近年来加大了重资产自建项目投入。目前公司持有 5 个自有物业门店，分别为厦门大西洋、东莞威尼斯、联发广场、吉安天虹、深圳总部大厦，共计 22.37 万平方米。我们根据物业周边价格估算，公司自有物业重估值高达 59.49 亿元，粗略估算公司 NAV 为 91.52 亿元，为公司市值提供了较高的安全边际。

图表 41：公司自有物业价值估测

	自有物业建筑面积 (万平方米)	城市	单价 (万/平方米)	重估值
厦门大西洋	1.95	厦门	2.5	4.88
厦门大西洋 办公部分	0.07	厦门	2.5	0.18
东莞威尼斯	3.63	东莞	2	7.26
联发广场	3.73	南昌	2	7.46
吉安天虹	7.21	吉安	1.5	10.82
总部大厦	5.78	深圳	5	28.90
自有物业总计	22.37			59.49
其他非流动资产				31.94
流动资产				86.23
总负债				86.13
NAV				91.52

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 3.2 首单国资 REITs 落地，尝试“建设-运营-退出”运作模式

2015 年 10 月，公司在产权交易中心通过公开挂牌方式转让深诚物业管理有限公司 100% 股权，深诚物业对应资产为鼎诚大厦产权，转让价格 14.5 亿元（评估价格 14.39 亿元），本次交易将为公司增加税前利润 11.44 亿元。招商证券资

产管理有限公司在北京产权交易所 14.5 亿元竞买深诚公司 100% 股权，后续 5 年继续允许公司以每月 768.03 万元的固定租金租赁鼎诚大厦物业、经营深南天虹店。

招商资管以鼎诚大厦裙楼作为项目的标的物业，发行“招商创融-天虹商场（一期）资产支持专项计划”，并以该物业租赁收入作为资产支持证券利息支付来源，以物业未来退出所得作为本金偿付以及超额收益来源，这是国内市场上首单以国有不动产资产为基础的交易所 REITs 项目。产品总体规模 14.5 亿元，期限 4+1 年。其中优先级 9.425 亿元占比 65%，发行利率 5.24%，次级 5.075 亿元占比 35%，预期利率 4.35%。公司认购专项计划中次级资产支持证券 30% 份额。

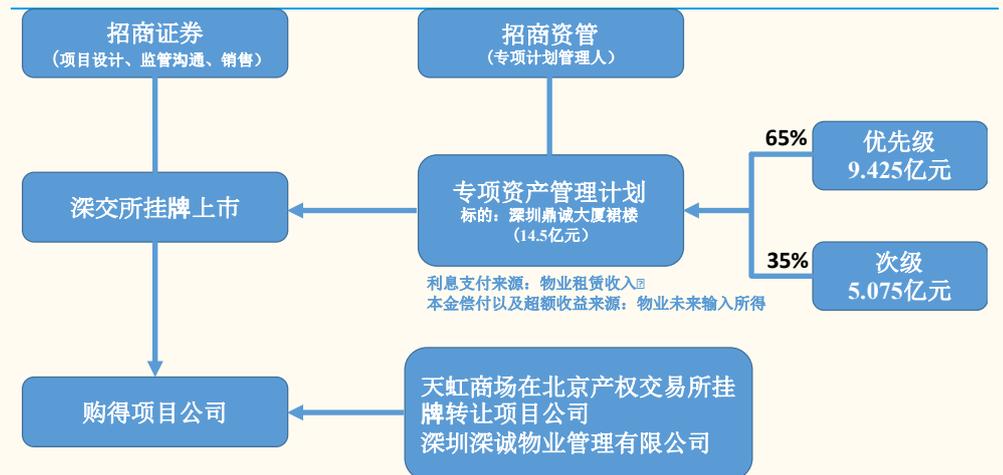
通过此次交易，公司完成国资首单 REITs，不仅赚取巨额物业升值收益、回收大量现金，大大提升盈利水平和净资产规模，还打通了商业地产+金融退出模式，为未来可能的 REITs 项目积累丰富经验。

图表 42：底层资产鼎诚大厦情况

目标物业	深南鼎诚大厦 101、105 室
地址	福田区华强北中航苑内，该区域内水、电、通讯等基础设施齐全，其毗邻华强北黄金商圈，上海宾馆商务区。
建成日期	2006 年 10 月
建筑面积 (万平)	1.91
估值(亿元)	14.4
出租率	99.75%
经营情况	2014 年全年，深南鼎诚百货实现主营业务收入（即各商户营业额加总）约 8.06 亿元，其中百货收入约 4.55 亿元、超市收入约 2.52 亿元、其余系餐饮等收入；当期取得提成收入合计约 1.88 亿元。

来源：资产支持计划资料，国金证券研究所

图表 43：天虹资产支持专项计划交易结构



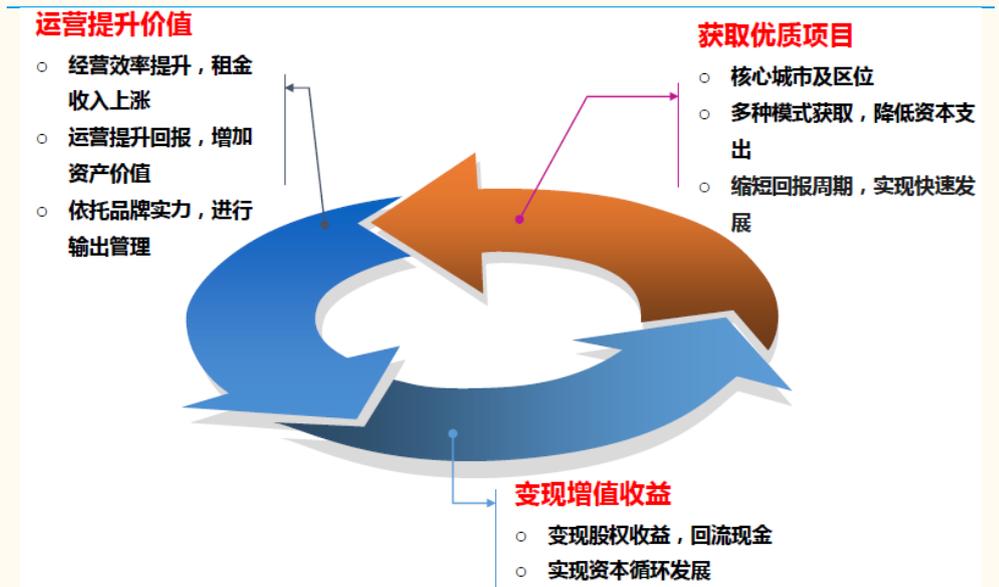
来源：国金证券研究所

### 3.3 具备轻资产运作潜力，类 Reits 模式助力全国扩张

类基金运作不仅能加速扩张步伐，还可以快速收回现金流和开发利润，提高投资回报率。目前，公司进入新一轮扩张周期，积极探索轻重结合的发展模式，我们认为公司具备类 Reits 的轻资产模式运作潜力，利用资本助力全国扩张：

- 1) 商业运营能力和新零售模式转型探索业内领先。近年来，聚焦优势区域的购物中心业态，并着力于提升商场运营能力，从商品升级和体验升级两个方面加速百货转型。从成效来看，公司业绩远远好于国内同业，新开体验式门店均表现较好。
- 2) 布局全国，具备跨区域复制及管理输出的能力。公司少有的几家全国性百货连锁企业之一，门店布点全国，具备较强的品牌影响力。且在行业低迷期，公司仍能保持每年6家以上的扩张速度，具备跨区域复制及管理输出能力。
- 3) 商业地产+金融退出模式打通。目前，国内发现类 REITs 产品的门槛较高，具备较强的专业性。公司作为行业少有的几家成功发行产品的企业，具备丰富的运作经验，也为公司未来实施类基金运作模式、轻资产扩张打下了坚实基础。

图表 44：类基金运作模式释放优质管理价值、加速全国扩张步伐



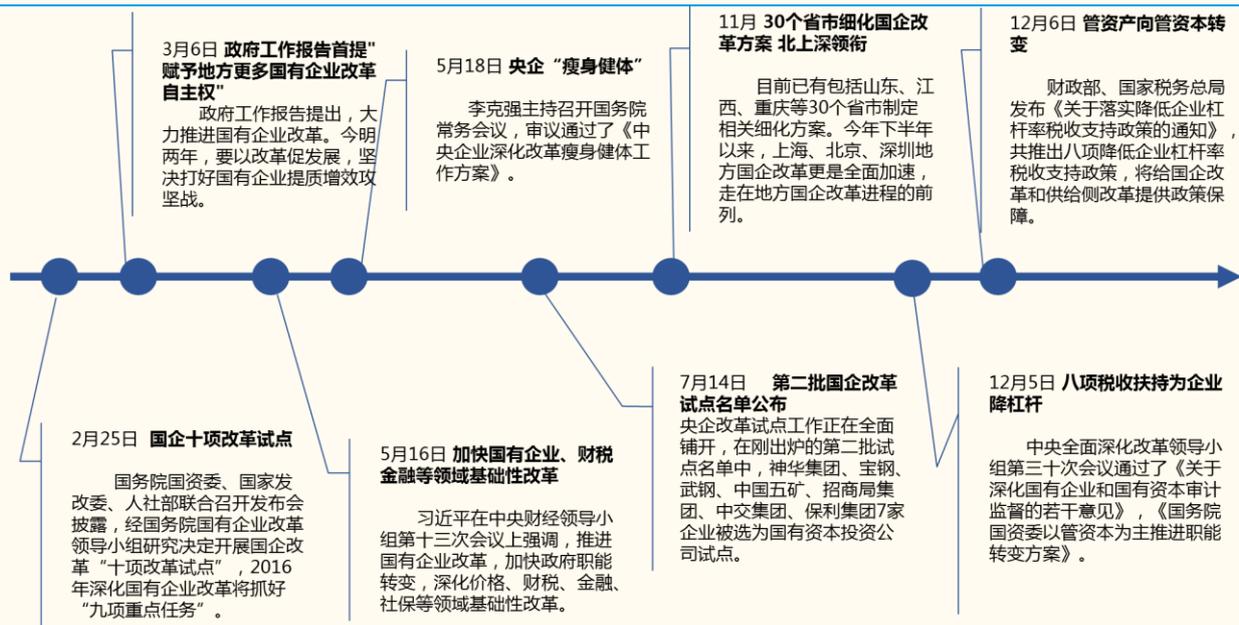
来源：大悦城地产，国金证券研究所

#### 四、中航工业动作频繁，国企改革预期强烈

国企改革的步伐再次加速，混改或成新年亮点。截至 16 年 12 月，自 15 年《关于深化国有企业改革的指导意见》实施以来，去年先后出台了 7 个专项配套文件，其余 4 个文件均在履行相关程序，国企改革顶层设计“1+N”文件体系基本形成。国务院国企改革领导小组直接组织开展“十项改革试点”，国资委承担的 8 项试点工作已全面铺开。此外，国资委副主任在国资委国企改革情况通报会上透露，17 年将是国企改革见效年，国资委正在积极研究和制定明年的国有企业改革的实施方案。

17 年以来，混合所有制改革步伐加快，中国铁路总公司、中国兵器工业集团两家重点领域央企相继公布混改方案，南航集团也年度工作会上提出 2017 年重点研究引入先进互联网企业、与全球行业领先者交叉持股或联合设立子公司等方式，推动混合所有制改革。我们认为，国企改革经过数年的酝酿和小范围试点，已具备大面积铺开的潜力；今年国企改革有望进入实施期，混改将成为新的突破口。

图表 45：今年以来国企改革政策利好不断



来源：国金证券研究所

中航工业动作频繁，非核心资产改革预期强烈。随着央企改革的加速推进，作为军工央企的中航工业也加紧调整旗下资产，16年7月国资委宣布中国航发脱离中航工业体系，9月中航工业向保利地产整体剥离房地产业务。此外，中航工业对外发布《关于加快通用航空产业发展的决定》，加快通用航空产业发展步伐。且中航国际在“十三五规划”中将零售业务定义为转型业务，公司作为集团旗下商业上市平台，公司主业与集团军工业务关联性低，且处于完全市场化领域，存在较强的改革预期，未来有望从混改、引入战投甚至国资退出等多个路径进行改革。

图表 46：中航工业近期动态梳理

改革事件	内容
保利、中航重组房地产业务	7月6日晚间，保利地产和中航地产各自发布停牌公告，称中国保利集团与中国航空工业集团正在筹划关于所属地产相关业务资产的重组整合方案。9月12日，保利集团和中航工业签署《中航工业集团公司与中国保利集团公司之房地产业务整合框架协议》，中航工业将房地产业务整体剥离，涉及中航国际控股、中国航空工业国际以及中航地产，包括中航国际瑞赛、中航万科、中航里程等房地产公司。
中国航发脱离中航工业	7月13日，国资委发布关于组建中国航发的公告，旗下拥有中航动力、成发科技、中航动控三家上市公司的中国航发从中航工业中剥离出来。
《关于加快通用航空产业发展的决定》	7月份中航工业党组正式下发了《关于加快通用航空产业发展的决定》，明确了中航工业将以各种形式参与到地方合作中，通用飞机部装以下环节不再做内部增量投资，标志着中航工业全力加快通用航空产业发展的决心。

来源：互联网，国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

16年下半年以来，高端消费有所复苏，大型零售企业销售额增速率先出现回暖势头，我们认为零售市场在经历多年低迷后，有望实现持续性弱复苏。在市场企稳回升阶段，以公司为代表的商业运营能力突出、经营效率持续优化的百货龙头将有更大业绩弹性。公司地产项目进入结算期，将增厚17-18年业绩。我们预计公司2016-18年净利润增速-53.13%、33.46%、16.70%（剔除15年资产证券化影响后2016年可比净利润增速38.69%），16-18年EPS分别为0.71、0.95、1.10元，对应PE分别为19.8X、14.9X、12.7X。若不考虑地产结算增厚业绩，预测公司2016-18年净利润增速-53.13%、12.28%、15.92%，16-18年EPS分别为0.71、0.80、0.92元，对应PE分别为19.8X、17.7X、15.2X。

图表 47：公司业务分部预测

业态	项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
百货	销售收入	10271.4	10836.7	10861.8	10831.4	12384.3	13947.7
	销售成本	8022.9	8429.1	8456.0	8307.7	9486.3	10670.0
	毛利率	21.89%	22.22%	22.15%	23.30%	23.40%	23.50%
超市	销售收入	4789.6	5148.6	5359.0	5615.0	5945.0	6304.7
	销售成本	3735.3	3978.8	4113.0	4297.9	4534.7	4792.3
	毛利率	22.01%	22.72%	23.25%	23.46%	23.72%	23.99%
X	销售收入	596.8	664.3	820.4	861.4	887.3	913.9
	销售成本	400.6	392.8	456.6	430.7	443.6	456.9
	毛利率	32.87%	40.87%	44.35%	50.00%	50.00%	50.00%

来源：国金证券研究所

图表 48：公司地产项目情况

地产项目	开工时间	预计竣工时间	预计总投资 (百万元)	分摊土地款 (百万元)	可售项目	建筑面积 (万平方米)	预计结算 时间
南昌九洲天虹项目	2013年6月	2016年	885.16	190.89	沿街商业	0.79	2017年
					写字楼	4.44	2017年
					住宅	4.70	2017年
苏州相城天虹项目	2014年4月	2017年7月	723.17	122.25	写字楼	4.01	2018年
					公寓	8.73	2018年

来源：公司公告，国金证券研究所

注：分摊土地款按可售面积占总建筑面积比重推算

公司转型已成效凸显，商业运营能力和新零售转型探索业内领先，盈利能力远超同业。受益于15年关店止损，及16年下半年行业弱复苏，公司16年出现业绩拐点，并加快了新店布局，16年新开6家新店，17年计划开店6-8家。公司门店集中深圳及消费需求较为旺盛的一、二线城市，中高端消费需求的缓慢恢复和充足的项目储备将支撑长期业绩稳健成长。公司积极探索轻重结合的发展模式，具备类基金运作潜力，为后续扩张提供支持。作为中航工业旗下商业上市平台，国企改革预期强烈。首次覆盖给予“买入”评级，目标价20元（对应剔除地产后17年25X PE）！

## 六、风险提示

- 1、宏观经济进一步下行，消费增速大幅下滑；
- 2、新店培育期拉长；
- 3、REITs类基金运作进程不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>16,032</b>	<b>16,998</b>	<b>17,396</b>	<b>17,668</b>	<b>20,781</b>	<b>22,982</b>	货币资金	4,749	3,365	5,158	5,235	6,978	8,515
增长率	6.0%	2.3%	1.6%	17.6%	10.6%		应收款项	257	283	350	339	399	441
主营业务成本	-12,201	-13,057	-13,296	-13,296	-15,598	-17,228	存货	917	1,395	1,035	1,093	1,282	1,416
%销售收入	76.1%	76.8%	76.4%	75.3%	75.1%	75.0%	其他流动资产	727	2,080	2,177	2,580	2,594	2,603
毛利	3,831	3,941	4,100	4,372	5,183	5,755	流动资产	6,650	7,124	8,720	9,246	11,252	12,975
%销售收入	23.9%	23.2%	23.6%	24.7%	24.9%	25.0%	%总资产	63.4%	62.0%	62.8%	64.1%	69.4%	73.3%
营业税金及附加	-162	-144	-151	-88	-104	-115	长期投资	0	0	202	202	202	202
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,939	2,489	3,119	3,160	3,025	2,863
营业费用	-2,600	-2,786	-3,009	-3,297	-3,810	-4,198	%总资产	18.5%	21.6%	22.5%	21.9%	18.7%	16.2%
%销售收入	16.2%	16.4%	17.3%	18.7%	18.3%	18.3%	无形资产	1,428	1,521	1,337	1,357	1,274	1,207
管理费用	-284	-329	-356	-336	-376	-396	非流动资产	3,844	4,375	5,165	5,169	4,952	4,722
%销售收入	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	%总资产	36.6%	38.0%	37.2%	35.9%	30.6%	26.7%
息税前利润 (EBIT)	786	683	583	650	893	1,045	<b>资产总计</b>	<b>10,494</b>	<b>11,499</b>	<b>13,884</b>	<b>14,415</b>	<b>16,204</b>	<b>17,698</b>
%销售收入	4.9%	4.0%	3.4%	3.7%	4.3%	4.5%	短期借款	4	27	0	0	0	0
财务费用	33	37	-4	41	50	66	应付款项	6,227	6,483	7,550	7,592	8,877	9,811
%销售收入	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	-57	361	597	619	728	804
资产减值损失	0	0	-7	0	0	0	流动负债	6,174	6,871	8,147	8,212	9,605	10,615
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	163	163	163	164
投资收益	33	38	1,188	40	40	40	其他长期负债	1	60	61	60	60	60
%税前利润	3.8%	4.9%	71.1%	5.3%	4.0%	3.4%	<b>负债</b>	<b>6,175</b>	<b>6,931</b>	<b>8,371</b>	<b>8,435</b>	<b>9,828</b>	<b>10,839</b>
营业利润	852	757	1,759	730	983	1,151	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,319</b>	<b>4,569</b>	<b>5,511</b>	<b>5,978</b>	<b>6,374</b>	<b>6,856</b>
营业利润率	5.3%	4.5%	10.1%	4.1%	4.7%	5.0%	少数股东权益	0	-1	2	2	2	2
营业外收支	24	15	-88	25	25	25	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,494</b>	<b>11,499</b>	<b>13,884</b>	<b>14,415</b>	<b>16,204</b>	<b>17,698</b>
税前利润	877	773	1,671	755	1,008	1,176	<b>比率分析</b>						
利润率	5.5%	4.5%	9.6%	4.3%	4.9%	5.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-262	-235	-464	-189	-252	-294	<b>每股指标</b>						
所得税率	29.9%	30.5%	27.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.769	0.667	1.510	0.708	0.945	1.103
净利润	614	537	1,207	566	756	882	每股净资产	5.397	5.664	6.888	7.470	7.965	8.568
少数股东损益	-1	-1	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.360	0.649	1.213	0.355	2.527	2.337
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>615</b>	<b>538</b>	<b>1,208</b>	<b>566</b>	<b>756</b>	<b>882</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.400	0.450	0.500
净利率	3.8%	3.2%	6.9%	3.2%	3.6%	3.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	14.25%	11.78%	21.93%	9.48%	11.86%	12.87%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.86%	4.68%	8.70%	3.93%	4.67%	4.99%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	12.74%	10.31%	7.41%	7.92%	10.23%	11.15%
净利润	614	537	1,207	566	756	882	<b>增长率</b>						
非现金支出	133	120	157	147	189	217	主营业务收入增长率	11.51%	6.02%	2.34%	1.56%	17.62%	10.59%
非经营收益	-49	-66	-1,142	-44	-54	-54	EBIT 增长率	3.19%	-13.18%	-14.52%	11.33%	37.51%	17.01%
营运资金变动	-411	-67	749	-385	1,131	824	净利润增长率	4.73%	-12.52%	124.44%	-53.13%	33.46%	16.70%
经营活动现金净流	288	524	971	284	2,022	1,870	总资产增长率	10.86%	9.58%	20.74%	3.82%	12.41%	9.22%
<b>资本开支</b>	<b>-767</b>	<b>-803</b>	<b>809</b>	<b>-135</b>	<b>53</b>	<b>38</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-14	-36	0	0	0	应收账款周转天数	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
其他	-617	-762	-108	40	40	40	存货周转天数	20.1	32.3	33.4	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-1,384	-1,579	665	-95	93	78	应付账款周转天数	59.7	63.4	75.3	82.0	82.0	82.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	30.5	37.0	31.3	44.6	41.9	41.0
债权募资	2	-4	136	-1	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-251	-279	-296	-111	-371	-411	净负债/股东权益	#####	-73.08%	-90.59%	-84.81%	#####	#####
筹资活动现金净流	-249	-252	-155	-112	-371	-410	EBIT 利息保障倍数	-23.7	-18.5	135.5	-16.0	-18.0	-15.8
<b>现金净流量</b>	<b>-1,346</b>	<b>-1,307</b>	<b>1,480</b>	<b>76</b>	<b>1,744</b>	<b>1,537</b>	资产负债率	58.84%	60.27%	60.29%	58.51%	60.65%	61.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD