

天虹商场 (002419)

证券研究报告

2017年03月10日

主业经营保持稳健，创新转型新零售探路者

营收下降 0.71%，扣非后归母净利润下降 1.64%

公司披露年报，2016 年实现营收 172.73 亿元，同比下降 0.71%；归母净利润 5.24 亿元，同比下降 56.63%，主要系去年同期转让深诚公司 100% 股权致基数较大，剔除该部分影响，扣非后归母净利润 4.40 亿元，同比下降 1.64%；EPS 为 0.65 元。其中，4Q16 实现营收 49.16 亿元，同比增长 4.58%（Q1-3 同比增速分别为 -4.21%、-3.61%、0.32%）；归母净利润 1.61 亿元，同比下降 83.58%（Q1-3 同比增速分别为 15.66%、97.21%、345.50%）。报告期内公司持续推进“顾客体验”与“商品升级”方面的转型工作，收入与经营性利润保持稳健。

百货业态承压，超市业态稳步增长。

分业态来看，百货业态收入 104.05 亿元（占比 60.24%），同比下降 4.21%，主要受传统零售市场复苏缓慢影响，报告期内新开 6 家综合百货，进一步扩大在重点市场的份额与影响力，同时提高体验业态占比，更新优化商品结构，实现业态升级；超市业态收入 55.52 亿元（占比 32.15%），同比增长 3.61%，报告期内公司不断加强超市商品供应链管理，搭建东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域的全球直采网络，全球直采销售同比增长 392%，生鲜直采销售同比增长 50%，4 个自有品牌（天优、菲尔芙、奥百思、天口味）销售同比增长 22%。

毛利率维稳，费用管控合理。

2016 年公司毛利率为 24.16%，同比增加 0.59 个百分点。其中，百货业态毛利率为 22.77%，同比增加 0.62 个百分点，主要系优化百货自营供应链所致，公司已搭建 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，截至报告期末，女杂集合馆 Rain&Color 和家居集合馆 Rain&Home 各开设 14 家，品牌时装集合馆 Rain&Co 开设 2 家，儿童集合馆 Rain&Kids 开设 1 家；超市业态毛利率 23.86%，同比增加 0.61 个百分点，主要系强化商品供应链管理所致。报告期内持续加强费用管控，期间费用率为 20.02%，同比微增 0.65 个百分点。其中，销售费用率 18.08%，同比增加 0.78 个百分点；管理费用率 1.84%，同比减少 0.21 个百分点；财务费用率 0.10%，同比增加 0.08 个百分点，主要系定期存款利息收入减少所致。受同期基数较大影响，净利率同比减少 3.91 个百分点至 3.03%。

首次覆盖，给予买入评级。

我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.72/0.77/0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 22x/20x/18x，给予买入评级。

风险提示：行业复苏缓慢、市场竞争加剧等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,396.06	17,272.96	18,571.88	20,057.64	21,686.32
增长率(%)	2.34	(0.71)	7.52	8.00	8.12
EBITDA(百万元)	1,913.02	847.60	890.93	947.13	1,016.16
净利润(百万元)	1,208.41	524.11	574.21	615.04	683.41
增长率(%)	124.44	(56.63)	9.56	7.11	11.12
EPS(元/股)	1.51	0.65	0.72	0.77	0.85
市盈率(P/E)	10.22	23.57	21.52	20.09	18.08
市净率(P/B)	2.24	2.21	2.06	1.91	1.75
市销率(P/S)	0.71	0.72	0.67	0.62	0.57
EV/EBITDA	2.36	6.60	7.72	3.30	4.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.44 元
目标价格	18.53 元
上次目标价	元

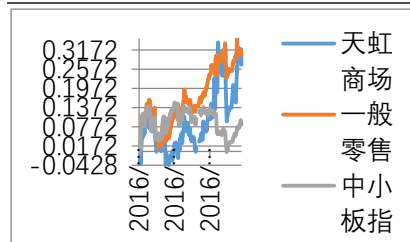
基本数据

A 股总股本(百万股)	800.20
流通 A 股股本(百万股)	799.92
A 股总市值(百万元)	12,355.09
流通 A 股市值(百万元)	12,350.78
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	62.07
一年内最高/最低(元)	17.38/11.40

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势

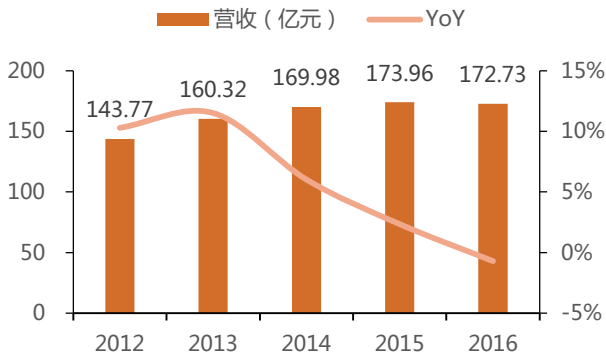


资料来源：贝格数据

相关报告

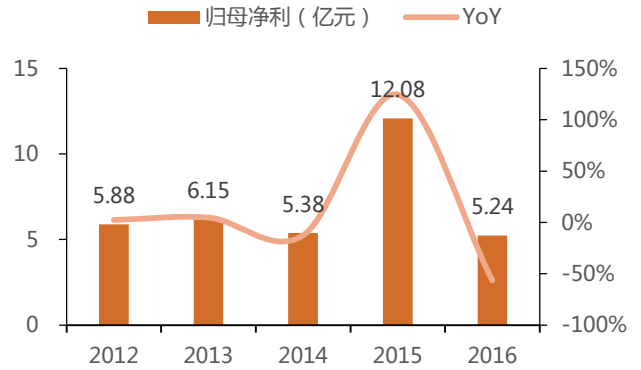
营收下降 0.71%，扣非后归母净利下降 1.64%。公司披露年报，2016 年实现营收 172.73 亿元，同比下降 0.71%；归母净利 5.24 亿元，同比下降 56.63%，主要系去年同期转让深诚公司 100% 股权致基数较大，剔除该部分影响，扣非后归母净利 4.40 亿元，同比下降 1.64%；EPS 为 0.65 元。其中，4Q16 实现营收 49.16 亿元，同比增长 4.58%（Q1-3 同比增速分别为 -4.21%、-3.61%、0.32%）；归母净利 1.61 亿元，同比下降 83.58%（Q1-3 同比增速分别为 15.66%、97.21%、345.50%）。报告期内公司持续推进“顾客体验”与“商品升级”方面的转型工作，收入与经营性利润保持稳健。

图 1：2012-2016 年公司营收及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

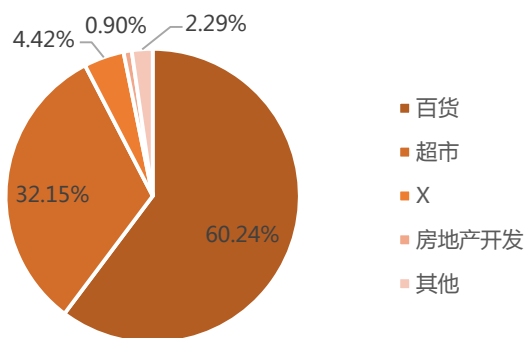
图 2：2012-2016 年公司归母净利及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

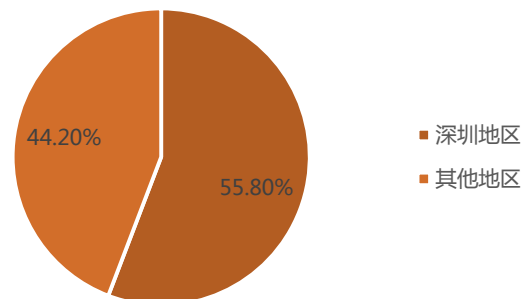
百货业态承压，超市业态稳步增长。分业态来看，百货业态收入 104.05 亿元（占比 60.24%），同比下降 4.21%，主要受传统零售市场复苏缓慢影响，报告期内新开 6 家综合百货，进一步扩大在重点市场的份额与影响力，同时提高体验业态占比，更新优化商品结构，实现业态升级；超市业态收入 55.52 亿元（占比 32.15%），同比增长 3.61%，报告期内公司不断加强超市商品供应链管理，搭建东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域的全球直采网络，全球直采销售同比增长 392%，生鲜直采销售同比增长 50%，4 个自有品牌（天优、菲尔芙、奥百思、天口味）销售同比增长 22%。分地区来看，深圳地区收入 96.39 亿元（占比 55.80%），同比下降 1.67%；其他地区收入 76.34 亿元（占比 44.20%），同比增长 0.53%。

图 3：2016 年公司分业态收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2016 年公司分地区收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕华南，布局全国。截至报告期末，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 21 个城市，拥有综合百货 67 家（含 4 家君尚门店及 2 家天虹特许经营门店），营业面积约 200 万平方米；拥有购物中心 4 家，营业面积约 32 万平方米；拥有便利店 157 家。

表 1：天虹门店结构（截至 2016 年末）

华南区	华中区	东南区	华东区	北京	成都	合计
-----	-----	-----	-----	----	----	----

综合百货	38	15	5	5	3	1	67
“天虹”门店	34	15	5	5	3	1	63
“君尚”门店	4	0	0	0	0	0	4
购物中心	2	1	0	1	0	0	4
便利店	136	0	21	0	0	0	157
合计	176	16	26	6	3	1	228

资料来源：公司公告，天风证券研究所

门店经营质量方面，可比店收入同比下降 2.94%，利润总额同比增长 9.73%。虎门天虹、象湖天虹 2 家门店扭亏为盈；杭州购物中心、成都高新天虹、深圳松柏天虹、惠州三环天虹等 13 家门店实现减亏。门店盈利能力的提高彰显公司业态升级的良好效果，2016 年 9 月公司首家主题编辑门店南昌“天虹 COOL+”顺利开业，获得顾客高度评价，随后君尚 3019、珠海天虹、民治天虹陆续实现百货业态全面主题编辑化。同时，报告期内公司推出全新超市业态 Sp@ce，精选全球优质商品，把握消费升级浪潮。

表 2：2016 年公司门店经营质量

区域	可比店收入同比增速	可比店利润总额同比增速
华南区	-2.16%	-0.14%
华中区	0.51%	31.76%
东南区	-9.27%	-30.51%
华东区	-9.78%	-4.87%
北京	-10.48%	16.06%
成都	-7.70%	49.14%
君尚	-3.08%	102.68%
购物中心	7.04%	621.30%
合计	-2.94%	9.73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：天虹 COOL+打造“潮酷、有趣、多变”生活空间



资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 6：Sp@ce 打造“都会生活空间”

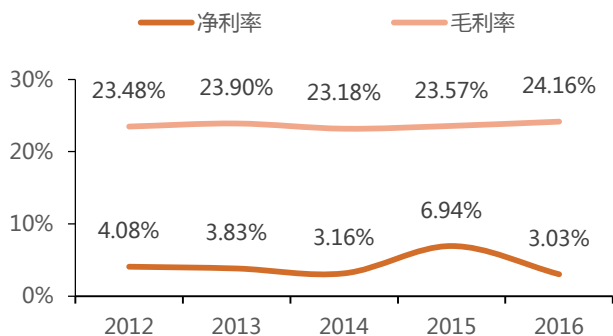


资料来源：百度图片，天风证券研究所

毛利率维稳，费用管控合理。2016 年公司毛利率为 24.16%，同比增加 0.59 个百分点。其中，百货业态毛利率为 22.77%，同比增加 0.62 个百分点，主要系优化百货自营供应链所致，公司已搭建 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，截至报告期末，女杂集合馆 Rain&Color 和家居集合馆 Rain&Home 各开设 14 家，品牌时装集合馆 Rain&Co 开设 2 家，儿童集合馆 Rain&Kids 开设 1 家；超市业态毛利率 23.86%，同比增加 0.61 个百分点，主要系强化商品供应链管理所致。报告期内持续加强费用管控，期间费用率为 20.02%，同比微增 0.65 个百分点。其中，销售费用率 18.08%，同比增加 0.78 个百分点；管理费用率 1.84%，同比减少 0.21 个百分点；财务费

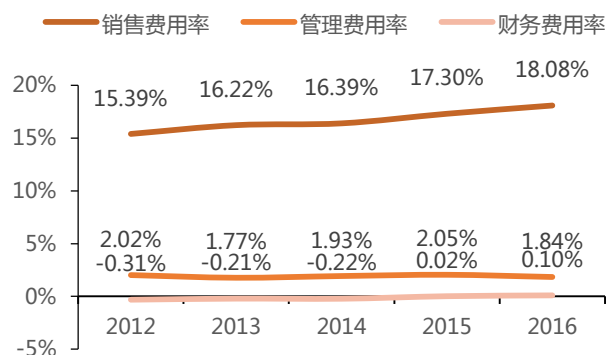
用率 0.10%，同比增加 0.08 个百分点，主要系定期存款利息收入减少所致。受同期基数较大影响，净利率同比减少 3.91 个百分点至 3.03%。

图 7：2012-2016 年公司毛利率&净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2012-2016 年公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

转型下的全国零售典范,创新经营堪称新零售业内翘楚。为顺应消费升级趋势,公司自 2012 年开始转型,目前已在综合百货的基础上发展出购物中心与便利店一大一小业态,并通过虹领巾、天虹微信、天虹微品形成线上线下融合的全渠道、多业态战略发展格局。**第一, 体验式消费推进业态升级, 便利店渐成红利业态。**公司深挖实体零售体验端优势,调整业态结构。报告期内新开门店均提高体验业态占比,新开新沙天虹购物中心,打造深圳首家欢乐体验型购物中心。“微喔”便利店品牌是公司发展社区 OAO 的重要一环,主要分布在深圳、厦门等地,其中约 2/3 为直营店。报告期内公司与深圳邮政合作,以“零售+24 小时政务(粤卡通、社保等)+邮政业务”跨界联合的新模式实现低成本拓展。**第二,“虹领巾”+“微信”+“微品”+跨境购多种线上流量入口,线上线下互动融合,打通新零售全渠道。**截至报告期末,虹领巾注册用户逾 300 万;天虹微信累计会员逾 500 万,活跃用户逾 200 万;微品店主逾 25 万;天虹到家上线门店累计达 57 家,占全国门店数量 80.28%;全国门店均已支持手机自助买单;68 家门店上线专柜 PAD 收银;拥有跨境电商体验店 42 家;全年达成全渠道合作品牌 60 个,电商销售同比增长 60%。通过移动端、PC 端全面发力,社交电商和本地生活服务 OAO 平台,锁住线上用户,线下体验式消费,线上服务到家,实现全渠道高效服务。线下跨境电商体验店+线上虹领巾下单+基于门店发货的模式,享受跨境消费红利。**第三,央企中航旗下商业上市公司,借力混改东风加速转型升级。**公司系中航控股(持股 43.4%)旗下商业上市平台,国改步伐加快,混改成为有力突破口。中航集团改革工作频频,公司处于强竞争行业,或将受益于集团改革红利。

图 9：公司全渠道、多业态战略发展格局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予买入评级。自 2012 年以来，公司不断加大转型力度，逐步构建起多业态、全渠道的战略发展格局。百货方面，大力推进门店品牌更替和商品主题编辑，打造自营 Rain 系列百货集合店；超市方面，积极发展全球直采业务，提升生鲜直采占比，扩大自有品牌业务。同时，不断升级虹领巾、天虹微信、天虹微品，全面完善顾客体验。我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.72/0.77/0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 22x/20x/18x，给予买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,158.22	4,968.11	4,477.50	8,344.69	6,871.52
应收账款	349.73	339.25	329.99	420.97	398.51
预付账款	74.04	56.53	92.33	71.82	99.51
存货	1,035.16	1,429.20	1,131.14	1,661.18	1,331.46
其他	2,102.68	2,774.30	2,290.82	2,389.27	2,484.80
流动资产合计	8,719.83	9,567.40	8,321.79	12,887.92	11,185.79
长期股权投资	23.71	15.42	15.42	15.42	15.42
固定资产	1,492.41	2,109.32	2,491.41	2,697.18	2,784.15
在建工程	1,609.70	1,141.86	721.12	480.67	318.40
无形资产	725.67	706.82	677.20	647.58	617.96
其他	1,296.71	1,066.24	909.26	730.41	622.11
非流动资产合计	5,148.19	5,039.67	4,814.41	4,571.25	4,358.05
资产总计	13,884.45	14,758.03	13,191.99	17,533.57	15,637.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,643.40	4,030.96	2,989.41	4,983.55	3,810.76
其他	4,503.43	5,050.51	4,129.33	5,993.85	4,700.31
流动负债合计	8,146.83	9,081.46	7,118.74	10,977.40	8,511.08
长期借款	163.26	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.64	78.27	66.25	68.38	70.97
非流动负债合计	223.90	78.27	66.25	68.38	70.97
负债合计	8,370.73	9,159.73	7,184.99	11,045.78	8,582.04
少数股东权益	2.32	5.14	4.19	3.29	2.19
股本	800.20	800.20	800.20	800.20	800.20
资本公积	1,711.62	1,709.19	1,709.19	1,709.19	1,709.19
留存收益	4,711.17	4,792.74	5,202.60	5,684.30	6,253.11
其他	(1,711.58)	(1,708.98)	(1,709.19)	(1,709.19)	(1,709.19)
股东权益合计	5,513.72	5,598.30	6,007.00	6,487.79	7,055.51
负债和股东权益总	13,884.45	14,758.03	13,191.99	17,533.57	15,637.55

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,207.09	523.24	574.21	615.04	683.41
折旧摊销	421.61	374.22	128.28	144.30	154.91
财务费用	18.01	6.61	(47.70)	(64.75)	(76.84)
投资损失	(1,187.69)	(58.87)	(55.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	839.82	430.81	(1,323.39)	3,426.80	(2,097.01)
其它	(55.89)	356.16	(0.95)	(0.91)	(1.09)
经营活动现金流	1,242.95	1,632.16	(724.55)	4,060.48	(1,396.62)
资本支出	750.57	262.79	72.02	77.87	47.42
长期投资	23.71	(8.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(109.53)	(1,524.13)	278.78	(202.57)	(86.21)
投资活动现金流	664.75	(1,269.62)	350.80	(124.70)	(38.80)
债权融资	163.26	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(4.28)	(18.76)	47.49	64.75	76.84
其他	(314.29)	(591.78)	(164.36)	(133.35)	(114.59)
筹资活动现金流	(155.30)	(610.55)	(116.86)	(68.60)	(37.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,752.40	(248.02)	(490.61)	3,867.19	(1,473.17)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,396.06	17,272.96	18,571.88	20,057.64	21,686.32
营业成本	13,295.94	13,099.81	14,018.06	15,133.49	16,351.48
营业税金及附加	151.25	98.36	141.35	147.09	149.19
营业费用	3,009.24	3,123.09	3,361.51	3,640.46	3,946.91
管理费用	356.17	318.28	339.87	389.12	433.73
财务费用	4.31	16.52	(47.70)	(64.75)	(76.84)
资产减值损失	7.36	3.16	3.44	4.66	3.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,187.69	58.87	55.00	60.00	60.00
其他	(2,375.38)	(117.75)	(110.00)	(120.00)	(120.00)
营业利润	1,759.48	672.61	810.36	867.58	938.09
营业外收入	42.91	55.45	45.09	47.82	49.45
营业外支出	131.36	12.76	55.22	66.45	44.81
利润总额	1,671.03	715.29	800.22	848.95	942.73
所得税	463.94	192.06	226.96	234.81	260.42
净利润	1,207.09	523.24	573.26	614.14	682.32
少数股东损益	(1.32)	(0.87)	(0.95)	(0.91)	(1.09)
归属于母公司净利润	1,208.41	524.11	574.21	615.04	683.41
每股收益(元)	1.51	0.65	0.72	0.77	0.85

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.34%	-0.71%	7.52%	8.00%	8.12%
营业利润	132.33%	-61.77%	20.48%	7.06%	8.13%
归属于母公司净利润	124.44%	-56.63%	9.56%	7.11%	11.12%
获利能力					
毛利率	23.57%	24.16%	24.52%	24.55%	24.60%
净利率	6.95%	3.03%	3.09%	3.07%	3.15%
ROE	21.93%	9.37%	9.57%	9.48%	9.69%
ROIC	562.27%	-64.99%	-65.73%	109.55%	-22.68%
偿债能力					
资产负债率	60.29%	62.07%	54.46%	63.00%	54.88%
净负债率	64.18%	54.47%	69.78%	41.73%	38.28%
流动比率	1.07	1.05	1.17	1.17	1.31
速动比率	0.94	0.90	1.01	1.02	1.16
营运能力					
应收账款周转率	54.95	50.14	55.50	53.42	52.93
存货周转率	14.32	14.02	14.51	14.37	14.49
总资产周转率	1.37	1.21	1.33	1.31	1.31
每股指标(元)					
每股收益	1.51	0.65	0.72	0.77	0.85
每股经营现金流	1.55	2.04	-0.91	5.07	-1.75
每股净资产	6.89	6.99	7.50	8.10	8.81
估值比率					
市盈率	10.22	23.57	21.52	20.09	18.08
市净率	2.24	2.21	2.06	1.91	1.75
EV/EBITDA	2.36	6.60	7.72	3.30	4.57
EV/EBIT	2.56	8.12	9.02	3.89	5.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com