

# 天虹商场 (002419)

证券研究报告

2017年03月16日

## 新零售践行者，混改预期持续发酵

### 央企中航旗下商业上市公司，借力混改东风加速转型升级

公司是国有控股的中外合资连锁百货企业，控股股东为中国航空技术深圳有限公司（持股 43.4%），实际控制人为大型央企中国航空工业集团。自 2016 年以来，中航集团启动新一轮全面深化改革，明确聚焦航天航空、军工、电子主业发展，逐步剥离非主业资产。2016 年 7 月中国航发脱离中航工业，同年 9 月集团将房地产业务剥离给保利集团。2017 年 1 月，集团召开工作会议，继续落实全面深化改革任务，坚定不移剥离辅业。公司作为集团旗下商业上市平台，处于强竞争行业，未来或存混合所有制改革、引入战投、管理层激励等改革预期，受益集团改革红利。

### 门店布局：立足华南，辐射全国，保质保量，稳健扩张

公司起步深圳，立足华南，稳扎稳打，百货/购物中心开店节奏保持在 5-8 家/年。截至 2016 年末，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，主要分布在深圳、厦门等地，其中约 2/3 为直营店。轻资产运营，自有物业门店共 5 家，对应营业面积为 23.3 万平，占营业总面积约 10%。2015 年 10 月挂牌出售深诚物业 100% 股权（确认投资收益 11.4 亿元），以此为标的开展 REITs 计划，进一步盘活存量资产，提升整体盈利能力。

### 主要看点：“业态+供应链+渠道”全面转型，树立新零售典范

第一，体验式消费推进业态升级，差异化个性化特征凸显。自 2016 年以来，公司大力推进门店品牌更替与商品主题编辑，提高即时消费业态占比。新开门店以精准定位+极致体验为目标，打破“千店一面”局面，老店进行升级改造，实现百货业态全面主题编辑化。创新推出都会生活超市 S@pace，首店于 2017 年 1 月开业，定位中高端，进口商品与有机商品比例达 60%。第二，强化供应链管理，巩固经营基础。搭建天虹 Rain Life 系列买手制百货自营平台，优化百货自营供应链。同时，通过国内生鲜基地源头采购与国际直采深入超市供应链上游，2016 年全球直采销售同比增长 392%，生鲜直采销售同比增长 50%。第三，构建多重流量入口，全渠道全方位触达消费者。公司自 2013 年起明确全渠道发展战略，截至目前，线下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，线上完成“虹领巾+微信+微店”三个端口的构建，并通过“天虹到家+跨境电商体验店+自提点”实践 O2O，实现全渠道多入口的引流布局。

### 盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.74/0.82/0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 22x/20x/19x，维持买入评级。

**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	18,919.78	20,158.65	20,623.78
增长率(%)	2.34	(0.71)	9.53	6.55	2.31
EBITDA(百万元)	1,913.02	847.60	919.39	1,003.30	1,038.59
净利润(百万元)	1,208.41	524.11	595.49	656.17	697.39
增长率(%)	124.44	(56.63)	13.62	10.19	6.28
EPS(元/股)	1.51	0.65	0.74	0.82	0.87
市盈率(P/E)	10.79	24.87	21.89	19.87	18.69
市净率(P/B)	2.37	2.33	2.17	2.00	1.83
市销率(P/S)	0.75	0.75	0.69	0.65	0.63
EV/EBITDA	2.36	6.60	7.97	3.91	5.62

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（维持评级）
当前价格	16.29 元
目标价格	18.53 元
上次目标价	18.53 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)	13,035.26
流通 A 股市值(百万元)	13,030.71
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

1 《天虹商场-年报点评报告:主业经营保持稳健，创新转型新零售探路者》  
2017-03-10

## 内容目录

1. 央企中航旗下商业上市公司，借力混改东风加速转型升级	4
2. 门店布局：立足华南，辐射全国，保质保量，稳健扩张	5
3. 公司看点：“业态+供应链+渠道”全面转型，树立新零售典范	7
3.1. 体验式消费推进业态升级，差异化个性化特征凸显	8
3.2. 强化供应链管理，巩固经营基础	10
3.3. 构建多重流量入口，全渠道全方位触达消费者	11
4. 盈利预测	13

## 图表目录

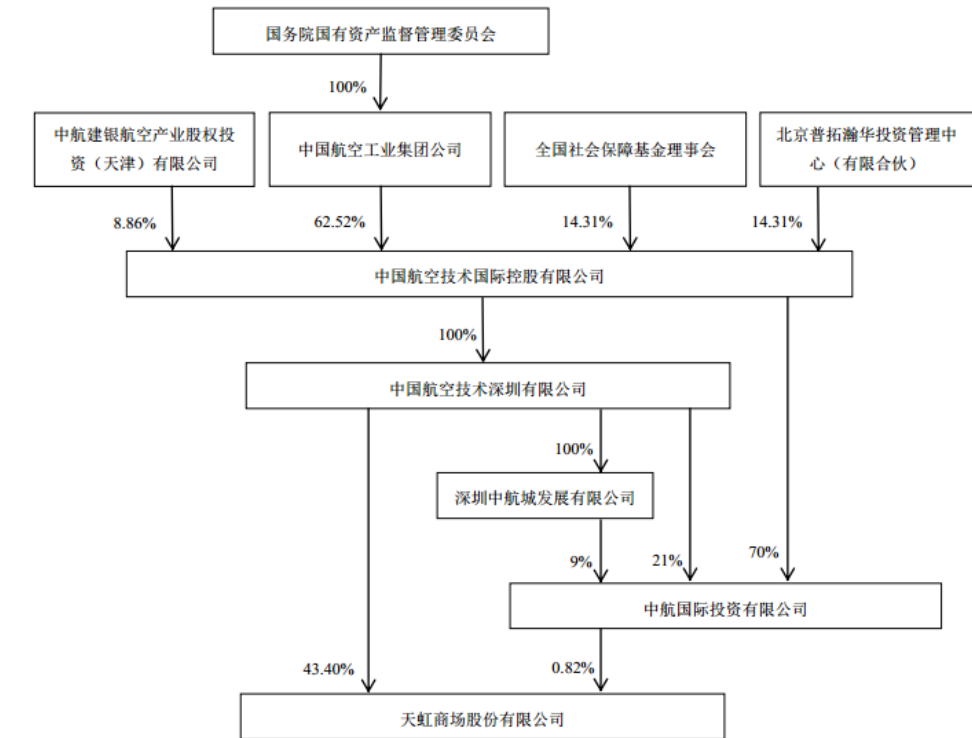
图 1：公司股权结构图	4
图 2：2016 年集团改革成效	4
图 3：公司综合百货&购物中心店龄结构	6
图 4：2016 年可比店利润总额增长 9.73%	6
图 5：“微喔”便利店实景	7
图 6：提供众多特色社区服务	7
图 7：“花园式主题商场”购物环境	8
图 8：一楼中庭“创意街区”	8
图 9：进口零食店铺增强消费关联性	8
图 10：互动平台“创意乐堂”	9
图 11：满足亲子活动需求	9
图 12：“肉制品”区域	9
图 13：天虹跨境电商体验店	9
图 14：“体验厨房”增强顾客体验	9
图 15：“手机自助买单”功能	9
图 16：Rain&Color 门店形象	10
图 17：Rain&Co 店内实景	10
图 18：公司百货业务毛利率稳步提升	10
图 19：2015 年主要百货零售企业百货业务毛利率对比	10
图 20：公司全渠道、多业态战略发展格局	11
图 21：天虹微信界面	11
图 22：“天虹微品”APP 界面	12
图 23：“虹领巾”APP 界面	12
图 24：2012-2016 年公司营收及增长率	13
图 25：2012-2016 年公司归母净利润及增长率	13
图 26：百货类业务收入分拆	14
表 1：天虹门店结构（截至 2016 年末）	5

表 2：公司综合百货&购物中心门店数量 .....	5
表 3：公司自有物业情况.....	6
表 4：储备项目均为购物中心 .....	7

## 1. 央企中航旗下商业上市公司，借力混改东风加速转型升级

**央企控股，外资参股，管理层持股。**公司是国有控股的中外合资连锁百货企业，控股股东为中国航空技术深圳有限公司（持股 43.4%），实际控制人为大型央企中国航空工业集团，外资控股公司五龙贸易为第二大股东（持股 25.5%）。管理层通过深圳市奥尔投资发展有限公司间接持股 2.14%，2011 年上市之初持股 7.95%，后逐步减持。

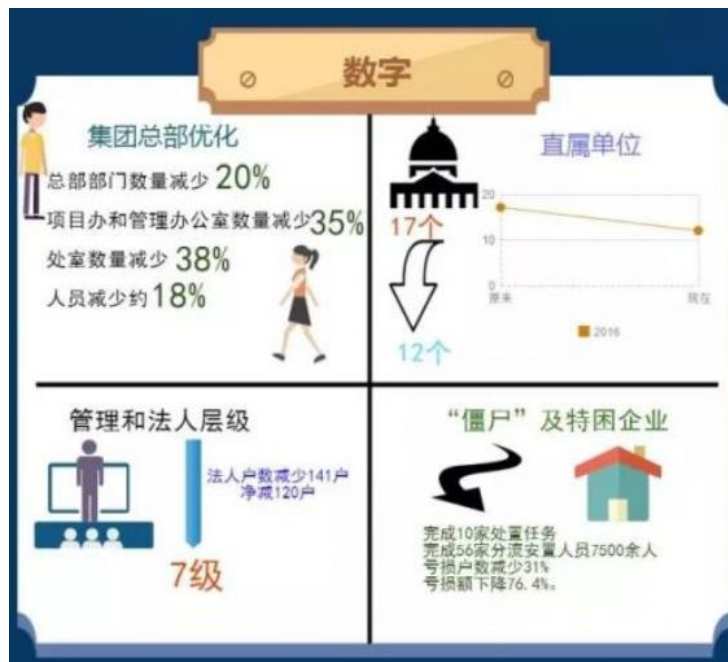
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**中航集团改革动作频频，改革预期持续发酵。**中国航空工业集团覆盖军用航空与防务、民用航空、工业制造、现代服务业等业务领域，资产总额约 1450 亿元，下辖 140 余家成员单位、近 30 家境内外上市公司，资产证券化率超 60%，集团资产证券化走在军工企业前列。自 2016 年以来，集团启动新一轮全面深化改革，明确聚焦航天航空、军工、电子主业发展，逐步剥离非主业资产。2016 年 7 月中国航发脱离中航工业，2016 年 9 月集团将房地产业务剥离给保利集团。2017 年 1 月，集团召开工作会议，继续落实全面深化改革任务，坚定不移剥离辅业，目标 2017 年将业务涉及的国民经济行业大类由 75 个减少到 60 个。公司作为集团旗下商业上市平台，处于强竞争行业，未来或存混合所有制改革、引入战投、管理层激励等改革预期，受益集团改革红利。

图 2：2016 年集团改革成效



资料来源：新浪网，天风证券研究所

## 2. 门店布局：立足华南，辐射全国，保质保量，稳健扩张

**深耕华南，布局全国。**公司起步深圳，立足华南，稳扎稳打，截至 2016 年末，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，主要分布在深圳、厦门等地，其中约 2/3 为直营店。

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

**门店稳健扩张。**近年来公司稳步推进门店扩张，百货业态开店节奏保持在 5-8 家/年。受外部环境复苏缓慢、及门店培育期延长等因素影响，2015 年公司放缓开店节奏，关闭低效门店，仅拓店 2 家，关闭外埠亏损门店 4 家，进一步优化门店结构。2016 年公司新开湖南湘潭天虹、南昌 COOL+天虹、珠海天虹、苏州石路天虹（试运营）、江西共青城天虹（特许经营门店）、君尚 3019 合计 6 家综合百货与新沙天虹购物中心，计划 2017 年继续开设 6-8 家，逐步扩大业务规模。

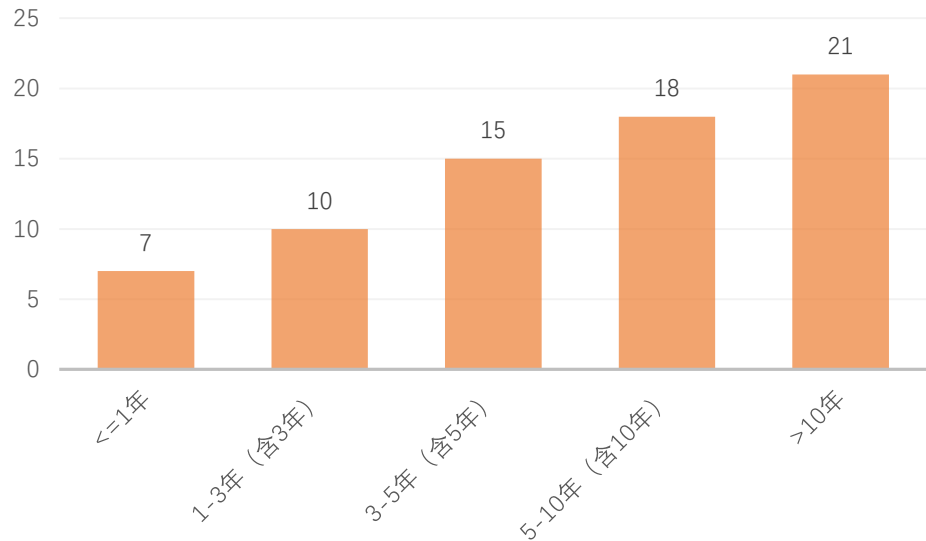
表 2：公司综合百货&购物中心门店数量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
门店数量	43	50	59	62	67	65	71
开店数量	7	8	10	5	8	2	7
关店数量	1	1	1	2	3	4	1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，在店龄结构方面，截至 2016 年末，公司 3 年以上门店数量占比为 76%，5 年以上成熟门店占比为 55%，整体店龄结构合理。

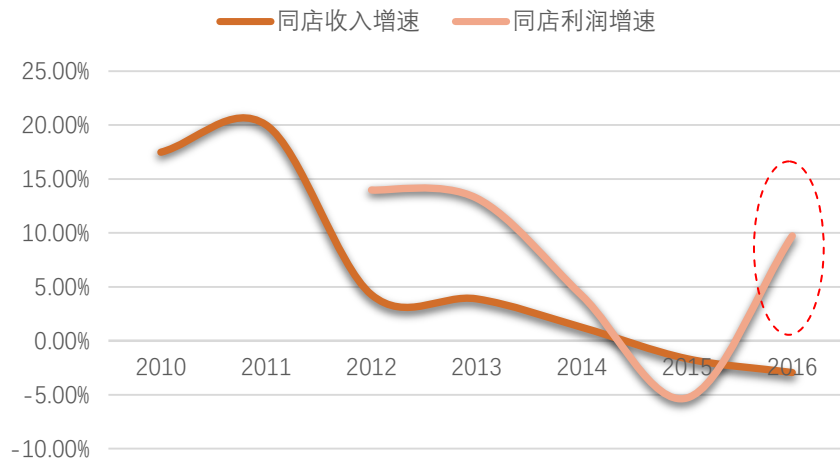
图 3：公司综合百货&购物中心店龄结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

门店经营质量方面，得益于业态升级与不断优化的门店结构，2016 年公司可比店利润总额增长 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，门店盈利能力凸显。

图 4：2016 年可比店利润总额增长 9.73%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

轻资产运营，开展 REITs 进一步盘活存量资产。截至 2016 年末，公司自有物业门店共 5 家，对应营业面积为 23.3 万平，占营业总面积约 10%。2015 年 10 月，公司挂牌出售深诚物业 100% 股权（确认投资收益 11.4 亿元），以此为标的开展 REITs 计划，并以不超过 2 亿元认购产品 10.5% 份额，是国内首单国有不动产 REITs 项目。通过开展 REITs 盘活存量资产，回笼资金用于主业转型升级，提升整体盈利能力。

表 3：公司自有物业情况

物业	地区	营业面积(万平)	单价(万/平)	重估价值(亿元)
君尚 3019	深圳	4.0	15	60.0



红谷中心天虹百货	南昌	3.7	5	18.5
吉安天虹购物中心	吉安	10.0	2	20.0
东莞君尚百货	东莞	3.6	3	10.8
厦门大西洋天虹百货	厦门	2.0	4	8.0
合计		23.3	-	117.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：储备项目均为购物中心

项目	地区	建筑面积（万平）	业态	物业性质
南昌红谷滩莱蒙项目	江西南昌	15.0	购物中心	自有
南昌九洲天虹广场项目	江西南昌	11.8	购物中心	自有
苏州相城天虹广场	江苏苏州	11.5	购物中心	自有
苏州市姑苏区石路项目	江苏苏州	4.5	购物中心	租赁
吉安铜锣湾项目	江西吉安	8.3	购物中心	租赁
厦门枋湖项目	福建厦门	7.2	购物中心	租赁
厦门思明会展北购物中心	福建厦门	5.0	购物中心	自有
鹰潭购物中心项目	江西鹰潭	7.7	购物中心	自有
深圳闽泰项目	广东深圳	10.0	购物中心	租赁
萍乡角凤凰天成项目	江西萍乡	8.0	购物中心	租赁
宜春喜来乐中央城市项目	江西宜春	9.0	购物中心	租赁

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**“微喔”便利店定位：零售+餐厅+O2O。**2014 年公司以 2909 万元全资收购万店通，获取深圳、东莞地区 153 家便利店网络，并推出自有品牌“微喔”便利店。“微喔”便利店主打速食、饮料及日用品，自营商品包括酒水饮料、食品零食、日用品等，面积 80-150 平，其中 15-20 平为仓库，并设有餐饮休闲区。作为公司发展社区 OAO 的重要一环，“微喔”便利店提供衣物干洗、鲜花预订、家政预约、电器清洗等生活服务项目，以及多种金融服务，包括 ATM 提现、缴纳公共事业费用、银行开卡、证券开户、购买理财产品等。2016 年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，截至 2016 年末，合计拥有便利店 157 家，主要分布在深圳、厦门等地，其中约 2/3 为直营店。

图 5：“微喔”便利店实景



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 6：提供众多特色社区服务



资料来源：联商网，天风证券研究所

### 3. 公司看点：“业态+供应链+渠道”全面转型，树立新零售典范

### 3.1. 体验式消费推进业态升级，差异化个性化特征凸显

百货业态主题编辑化，打造主题场景体验式消费。为更好应对消费升级趋势，自 2016 年以来，公司大力推进门店品牌更替与商品主题编辑，提高即时消费业态占比。新开门店以精准定位+极致体验为目标，实现由若干主题场景构成的体验式消费商场，打破“千店一面”局面，首家主题编辑门店南昌“天虹 COOL+”于 2016 年 9 月正式开业，君尚 3019 与珠海天虹紧随其后。老店进行升级改造，实现百货业态全面主题编辑化，2016 年成功改造天虹商场民治店。

#### ● 业态升级案例：民治天虹

民治天虹于 2007 年开业，并于 2016 年 12 月重装开业，经营面积约 1.2 万平，2 公里辐射半径内常住人口 20 万，年销售利润约 5000-6000 万。改造后的民治店营造“花园式”主题，将一楼化妆品板块搬迁至三楼，构建拥有四层楼高的“中庭”，同时将之前棱角分明的“回字形”动线调整为环形动线，用不规则石块铺成地面辅以街灯等景观，营造“花园”氛围。

图 7：“花园式主题商场”购物环境



资料来源：联商网，天风证券研究所

同时，在品牌调整方面，淘汰老年装、部分化妆品及效益较差的男装品牌，品牌总数减少近 30%，然而，得益于主题区集合店的引进，品项新增 20 个左右。以一楼为例，以统装形式打造“创意街区”，布局杂货、手作皮具、DIY 饰品等，且签约期较短（3-6 个月不等），迭代速度快。

图 8：一楼中庭“创意街区”



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 9：进口零食店铺增强消费关联性



资料来源：联商网，天风证券研究所



此外，**提高体验业态占比**，创立互动平台“创意乐堂”，开设插画、手工皮具DIY、陶艺等课程，百货购物中心化，满足消费者休闲娱乐、亲子活动需求。

图 10：互动平台“创意乐堂”



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 11：满足亲子活动需求



资料来源：联商网，天风证券研究所

**创新推出都会生活超市，集商品、餐饮、体验于一体。**2017年1月，公司全新超市品牌 Sp@ce 首店亮相深圳，由位于华强北商圈的深南天虹超市转型升级而成，面积约 3000 平，商品种类 1 万余种，其中进口商品与有机商品比例达 60%。Sp@ce 从零售逻辑上打破超市以“商品群”为导向的售卖思路，按“生活区块场景”设计顾客动线，例如食品从 Ready to eat（即食食品）→ Ready to cook（半成品）→ Whole fresh（新鲜食材）呈现商品，并将餐厅纳入超市卖场，最大化经营效率。同时，消费者可在线选购商品，通过“天虹到家”服务，门店商品超市直送，2 小时内到家，实现线上线下商品全渠道展销。

图 12：“肉制品”区域



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 13：天虹跨境电商体验店



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 14：“体验厨房”增强顾客体验



图 15：“手机自助买单”功能



资料来源：联商网，天风证券研究所

资料来源：联商网，天风证券研究所

**定位中高端，未来或独立发展。**不同于其他高端/精品超市，天虹 Sp@ce 定位客群与天虹百货一致，在价格政策上执行平民路线，得益于天虹强大的供应链体系与成本控制能力，单位面积成本仅为业内高端超市的一半左右，同一产品定价不高于竞争对手，真正满足城市年轻与家庭顾客对品质都会生活的追求。**从深南天虹，天虹超市将在全国数十家门店陆续开启转型升级，并针对各项目特点进行针对性调整，未来待发展成熟后，或将开展单品牌运作，进入其他商业项目。**

### 3.2. 强化供应链管理，巩固经营基础

**打造天虹 Rain Life 系列集合店，优化百货自营供应链。**为满足年轻消费群体追求有趣、快速迭代的消费需求，天虹组建专业时尚买手与商品运营团队，搭建 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain&Color、Rain&Home、Rain&Co、Rain&Kids 等，深入时尚前沿精选商品。其中，Rain&Co 拥有 TARA JARMON、cacharel、MANOUSH 等入驻老佛爷百货的设计师品牌，Rain&Color 定位女杂集合馆，以女性发饰、穿戴饰品为主。**截至 2016 年末，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。**同时积极引入品牌代理，目前拥有 CACHE CACHE、JOJO、KBNE、菀草壹和 Siastella 五个品牌的代理，合计开店 21 家。

图 16：Rain&Color 门店形象



资料来源：百度图片，天风证券研究所

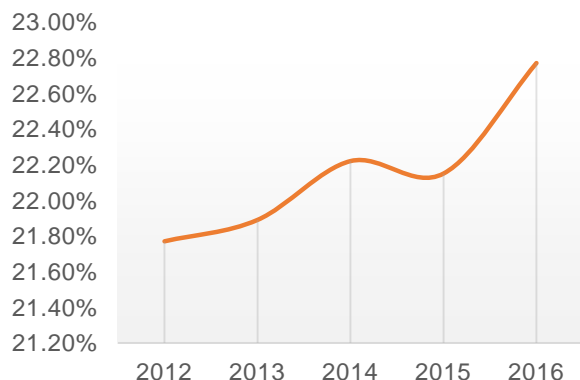
图 17：Rain&Co 店内实景



资料来源：百度图片，天风证券研究所

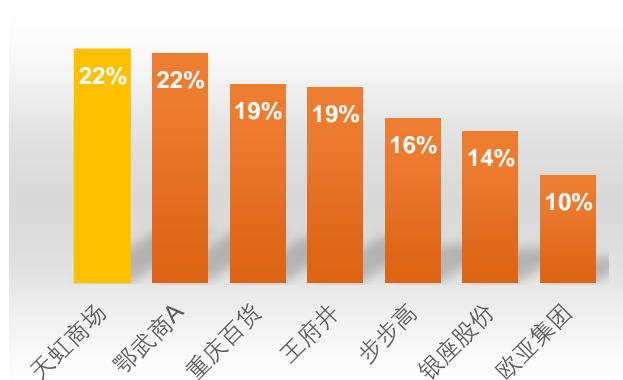
通过百货自营供应链的不断优化，**公司百货业务毛利率由 2012 年的 21.77%稳步提升至 2016 年的 22.77%，且与同行相比处于领先地位。**2016 年公司百货自营业务收入 1.33 亿元（占比 1.28%），占比虽小，但有助于丰富商品种类，完善小品类结构。

图 18：公司百货业务毛利率稳步提升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2015 年主要百货零售企业百货业务毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所



**加大超市源头采购，发展自有品牌延伸产业链上游。**公司通过国内生鲜基地源头采购与国际直采深入超市供应链上游，截至 2016 年末，成功搭建东南亚、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%；累计实现 50 多个国内生鲜基地的源头采购，2016 年生鲜直采销售同比增长 50%。同时，天虹超市积极发展自有品牌，目前拥有包括天优、菲尔芙、奥百思、天口味共 4 个自有品牌，涉及食品、生鲜、百货等商品，2016 年自有品牌销售同比增长 22%。

### 3.3. 构建多重流量入口，全渠道全方位触达消费者

**线上线下融合，打通新零售全渠道。**天虹自 2013 年起明确全渠道的发展战略，截至目前，线下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，线上完成“虹领巾+微信+微品”三个端口的构建，并通过“天虹到家+跨境电商体验店+自提点”实践 O2O，实现全渠道多入口的引流布局。2016 年公司电商销售同比增长 60%，天虹到家上线门店累计达 57 家（占门店总数 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，达成全渠道合作品牌 60 个。

图 20：公司全渠道、多业态战略发展格局

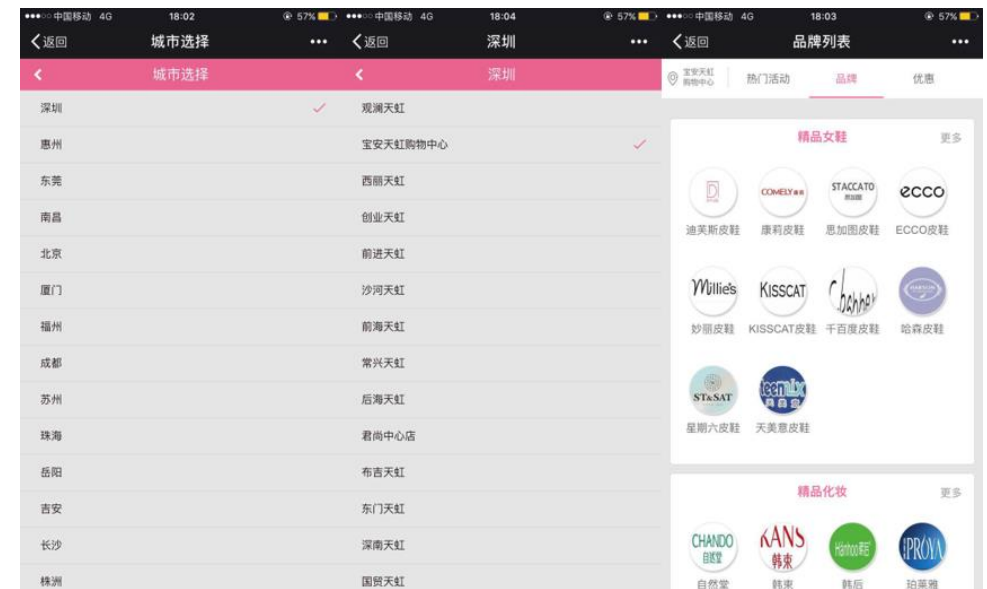


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 1) 天虹微信：切入移动端，打通会员体系

2010 年 3 月，公司自主开发的 PC 电商平台“网上天虹”上线，标志着天虹的首次触网，但由于未能与实体资源充分共享，运营效果不甚理想。2013 年 10 月，天虹接入微信平台，天虹微信服务号主要有三大功能板块：社群服务营销、即时服务、以及精选购物，为实现统一管理，最大限度提高便利性，天虹在微信主账号内嵌入所有门店信息与品牌专柜，支持多种购物途径，例如在微信上购买商品，使用微信支付付款，然后选择去门店提货或快递到家，此外还支持货到付款。截至 2016 年末，天虹微信累计会员逾 500 万，活跃用户数逾 200 万。

图 21：天虹微信界面

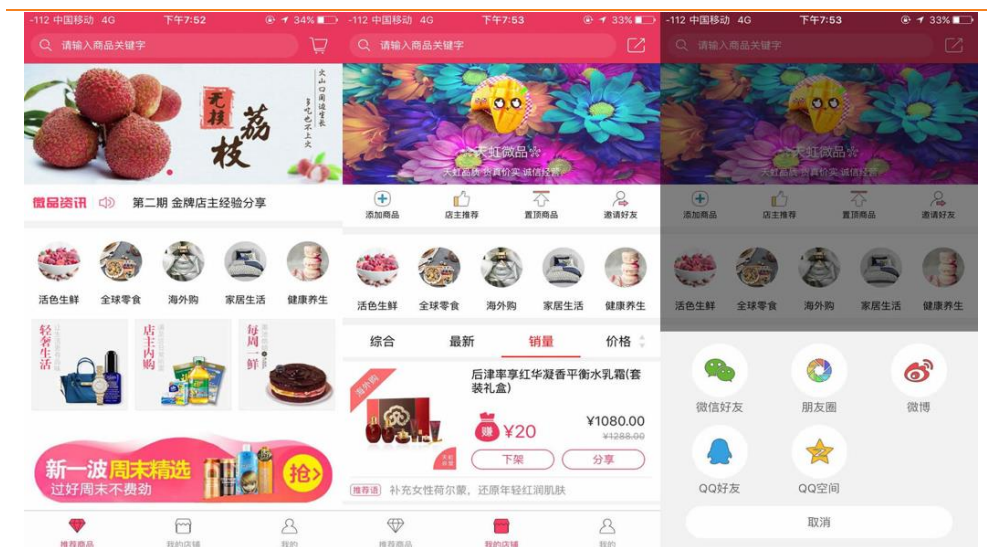


资料来源：天虹微信，天风证券研究所

### 2) 天虹微品：基于移动端的社交电商 APP

“天虹微品”APP 于 2013 年 10 月上线，采用 B2C2C 的销售模式，由运营团队从天虹供应链精选爆款商品定期上传至移动端，用户（包括但不限于天虹/供应商的员工）可注册成为店主，零成本开店，并可根据需要在自己开设的“网店”挑选、编辑、删除商品，再利用微信、微博、QQ 等社交工具将商品分享至社交圈，提供服务，形成销售，并获得分成，由天虹负责统一的发货与售后服务。截至 2016 年末，微品店主累计逾 25 万。

图 22：“天虹微品”APP 界面



资料来源：天虹微品，天风证券研究所

### 3) 虹领巾：本地化生活消费服务平台（PC 端+移动端）

2015 年 10 月，“虹领巾”APP 正式上线，作为天虹全渠道战略的统领角色，虹领巾立足本地商圈，向后连接会员中心、营销中心、大数据中心、全渠道中心、流量中心，向前导出购物平台（天虹到家、海外购）、营销中心、会员联盟、本地生活（餐饮、美容、培训、医疗、教育等）四大核心功能，满足会员群体全方位的生活消费需求，并实现基于门店与在家位置的自动主业切换，为实体店有效引流。截至 2016 年末，虹领巾下载注册用户累计逾 300 万。

图 23：“虹领巾”APP 界面



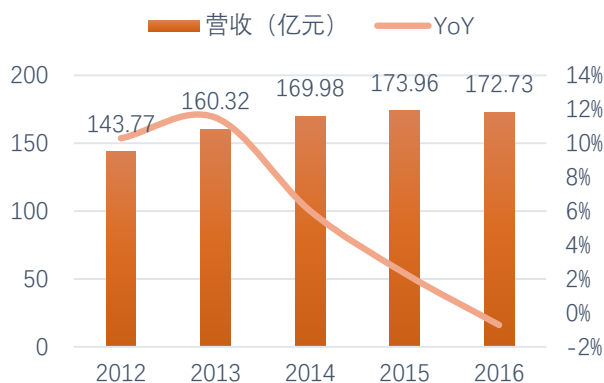
资料来源：虹领巾，天风证券研究所

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。天虹在其中扮演的不仅仅是渠道通路的角色，更多的出售依托商品之上的生活方式解决方案，为顾客提供突破时空限制的商品与服务。

#### 4. 盈利预测

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。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%。

图 24：2012-2016 年公司营收及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：2012-2016 年公司归母净利及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

**维持盈利预测，维持买入评级。**假设培育期门店（2 年以下）单店均收入为可比店（2 年及以上）的 60%，同时假设可比店 2017-2019 年收入增速分别为 0.60%/1.20%/1.80%，我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 189.20/201.59/206.24 亿元，分别同比增长 9.53%/6.55%/2.31%，净利润分别为 5.96/6.56/6.97 亿元，分别同比增长 13.62%/10.19%/6.28%，EPS 分别为 0.74/0.82/0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 22x/20x/19x，维持买入评级。



图 26：百货类业务收入分拆

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>合计门店数</b>								
开店数量	10	5	8	2	7	6	7	7
关店数量	1	2	3	4	1	1	1	0
年末门店数	59	62	67	65	71	76	82	89
可比店（2 年以上）	41	47	54	55	62	63	69	75
培育店	18	15	13	10	9	13	13	14
<b>单店收入</b>								
可比店（2 年以上）收入	176.55	183.42	175.35	178.06	154.37	155.30	157.16	159.99
可比店收入增速	4.28%	3.89%	1.25%	-1.66%	-2.94%	0.60%	1.20%	1.80%
培育店收入	105.93	110.05	105.21	106.84	92.62	93.18	94.30	96.00
<b>百货类收入（百万）</b>	<b>9145.26</b>	<b>10271.38</b>	<b>10836.68</b>	<b>10861.76</b>	<b>10404.8</b>	<b>10995.25</b>	<b>12070.17</b>	<b>13343.39</b>
<b>YoY</b>	<b>11.48%</b>	<b>12.31%</b>	<b>5.50%</b>	<b>0.23%</b>	<b>-4.21%</b>	<b>5.67%</b>	<b>9.78%</b>	<b>10.55%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,158.22	4,968.11	4,712.59	8,226.61	6,366.56	营业收入	17,396.06	17,272.96	18,919.78	20,158.65	20,623.78
应收账款	349.73	339.25	342.53	412.21	367.11	营业成本	13,295.94	13,099.81	14,265.51	15,169.39	15,509.08
预付账款	74.04	56.53	94.96	69.58	92.92	营业税金及附加	151.25	98.36	144.00	147.83	141.88
存货	1,035.16	1,429.20	1,176.34	1,622.60	1,215.86	营业费用	3,009.24	3,123.09	3,424.48	3,658.80	3,753.53
其他	2,102.68	2,774.30	2,290.82	2,389.27	2,484.80	管理费用	356.17	318.28	346.23	378.98	391.85
<b>流动资产合计</b>	<b>8,719.83</b>	<b>9,567.40</b>	<b>8,617.24</b>	<b>12,720.28</b>	<b>10,527.25</b>	财务费用	4.31	16.52	(48.89)	(65.34)	(73.70)
长期股权投资	23.71	15.42	15.42	15.42	15.42	资产减值损失	7.36	3.16	3.44	4.66	3.75
固定资产	1,492.41	2,109.32	2,491.41	2,697.18	2,784.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,609.70	1,141.86	721.12	480.67	318.40	投资净收益	1,187.69	58.87	55.00	60.00	60.00
无形资产	725.67	706.82	677.20	647.58	617.96	其他	(2,375.38)	(117.75)	(110.00)	(120.00)	(120.00)
其他	1,296.71	1,066.24	909.26	730.41	622.11	<b>营业利润</b>	<b>1,759.48</b>	<b>672.61</b>	<b>840.00</b>	<b>924.35</b>	<b>957.38</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,148.19</b>	<b>5,039.67</b>	<b>4,814.41</b>	<b>4,571.25</b>	<b>4,358.05</b>	营业外收入	42.91	55.45	45.09	47.82	49.45
<b>资产总计</b>	<b>13,884.45</b>	<b>14,758.03</b>	<b>13,487.44</b>	<b>17,365.92</b>	<b>14,979.01</b>	营业外支出	131.36	12.76	55.22	66.45	44.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>1,671.03</b>	<b>715.29</b>	<b>829.87</b>	<b>905.71</b>	<b>962.01</b>
应付账款	3,643.40	4,030.96	3,113.34	4,878.54	3,462.71	所得税	463.94	192.06	235.37	250.51	265.74
其他	4,503.43	5,050.51	4,285.71	5,883.92	4,330.92	<b>净利润</b>	<b>1,207.09</b>	<b>523.24</b>	<b>594.50</b>	<b>655.21</b>	<b>696.27</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,146.83</b>	<b>9,081.46</b>	<b>7,399.05</b>	<b>10,762.46</b>	<b>7,793.63</b>	少数股东损益	(1.32)	(0.87)	(0.99)	(0.97)	(1.11)
长期借款	163.26	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,208.41</b>	<b>524.11</b>	<b>595.49</b>	<b>656.17</b>	<b>697.39</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.51	0.65	0.74	0.82	0.87
其他	60.64	78.27	66.25	68.38	70.97						
<b>非流动负债合计</b>	<b>223.90</b>	<b>78.27</b>	<b>66.25</b>	<b>68.38</b>	<b>70.97</b>						
<b>负债合计</b>	<b>8,370.73</b>	<b>9,159.73</b>	<b>7,465.30</b>	<b>10,830.84</b>	<b>7,864.59</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	2.32	5.14	4.16	3.19	2.08	<b>成长能力</b>					
股本	800.20	800.20	800.20	800.20	800.20	营业收入	2.34%	-0.71%	9.53%	6.55%	2.31%
资本公积	1,711.62	1,709.19	1,709.19	1,709.19	1,709.19	营业利润	132.33%	-61.77%	24.89%	10.04%	3.57%
留存收益	4,711.17	4,792.74	5,217.79	5,731.69	6,312.14	归属于母公司净利润	124.44%	-56.63%	13.62%	10.19%	6.28%
其他	(1,711.58)	(1,708.98)	(1,709.19)	(1,709.19)	(1,709.19)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,513.72</b>	<b>5,598.30</b>	<b>6,022.14</b>	<b>6,535.08</b>	<b>7,114.42</b>	毛利率	23.57%	24.16%	24.60%	24.75%	24.80%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,884.45</b>	<b>14,758.03</b>	<b>13,487.44</b>	<b>17,365.92</b>	<b>14,979.01</b>	净利率	6.95%	3.03%	3.15%	3.26%	3.38%
						ROE	21.93%	9.37%	9.90%	10.05%	9.81%
						ROIC	562.27%	-64.99%	-68.18%	200.33%	-24.76%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	60.29%	62.07%	55.35%	62.37%	52.50%
						净负债率	64.18%	54.47%	69.60%	42.12%	36.60%
						流动比率	1.07	1.05	1.16	1.18	1.35
						速动比率	0.94	0.90	1.01	1.03	1.19
						<b>营运能力</b>					
						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	14.52	14.40	14.53
						总资产周转率	1.37	1.21	1.34	1.31	1.28
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.51	0.65	0.74	0.82	0.87
						每股经营现金流	1.55	2.04	-0.61	4.64	-2.22
						每股净资产	6.89	6.99	7.52	8.16	8.89
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	10.79	24.87	21.89	19.87	18.69
						市净率	2.37	2.33	2.17	2.00	1.83
						EV/EBITDA	2.36	6.60	7.97	3.91	5.62
						EV/EBIT	2.56	8.12	9.26	4.56	6.60

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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