

证券研究报告—动态报告/公司快评
商业贸易
零售
天虹股份 (002419)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2018年01月18日

员工持股助力费控，盈利能力持续提升

证券分析师：王念春
联系人：刘馨竹

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

liuxinz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

事项：

公司近期推出员工持股计划，进一步完善激励机制，员工持股+超额利润分享有望推进公司进入高速提效降费阶段。我们参考鄂武商 A 员工持股推行三年来业绩表现，公司有望复制这一趋势。此外，百货/购物中心、超市/便利店两大主力业态也将在 18 年进入加速展店阶段，强大异地复制能力+成熟体验式业态定制，也将使得公司收入端提升明显。我们预测公司 17/18/19 年净利润分别为 6.73/8.21/9.39 亿元，同比增速 28.40%/21.90%/14.37%；EPS 分别为 0.84 元/1.03 元/1.17 元。通过 FCFF 的绝对估值以及基于 P/E、P/S 的分部估值法，得出合理估值区间 19.86-20.81 元，维持“买入”评级。

评论：

■ 员工持股+超额利润分享激励充分，期待业绩持续改善

2017 年 12 月 29 日，公司公告市场化股票增持计划（草案），并于 18 年 1 月 16 日公告第 1 期员工持股计划定向资产管理合同。本次员工持股计划针对公司部分董事、监事、高级管理人员及不超过 232 人的公司业务骨干，拟募集资金总额上限为 1.18 亿元。本次员工持股计划将在股东大会审议通过增持计划后 6 个月通过二级市场买入，如以 2018 年 1 月 17 日收盘价 17.07 元/股测算，拟认购总股份约为 693.85 万股，约占公司现有股本总数的 0.87%。本增持计划的存续期为 60 个月，锁定期为 12 个月。锁定期满后，持有人每年可减持不超过其持有本次增持计划总份额 50% 的股票。

表 1：公司本次增持计划的持有人情况（万元、%）

序号	持有人	职务	认购金额（万元）	占总金额比例（%）
1	高书林	董事长	92	
2	张旭华	董事总经理	84	
3	宋瑀明	副总经理兼总会计师	78	
4	侯毅	副总经理	78	
5	吴健琼	副总经理	78	
6	孙金成	副总经理	78	6.47%
7	郑蔓	副总经理	78	
8	姜勇	副总经理	78	
9	万颖	董事会秘书	66	
10	陈瑀	职工监事	56	
11	其他员工（不超过 232 人）		11,078	93.53%
	合计		11,844	100%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2015 年来，公司推行门店超额利润分享机制，通过超额利润分享与奖金二次分配，适当调整薪酬激励高业绩高潜力员工，目前已在除新店和亏损店铺外的其余门店全面推行。

我们认为，此次员工持股计划有利于健全公司长期、有效的激励约束机制，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，充分调动人员积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，推动公司的长远发展，也表明公司对维持较强经营能力的坚定信心。

表 2: 2016 年末公司高管持股情况 (万股、%)

姓名	职位	持股数 (万股)	持股比例 (%)
高书林	董事、总经理	126.85	0.16%
陈珺	监事	33.80	0.04%
宋瑤明	副总经理、总会计师	122.74	0.15%
侯毅	副总经理	85.69	0.11%
吴健琼	副总经理	73.80	0.09%
孙金成	副总经理	121.86	0.15%
郑蔓	副总经理	31.12	0.04%
姜勇	副总经理	23.86	0.03%
张旭华	副总经理	6.17	0.01%
万颖	董事会秘书	47.31	0.06%
	合计	673.19	0.84%

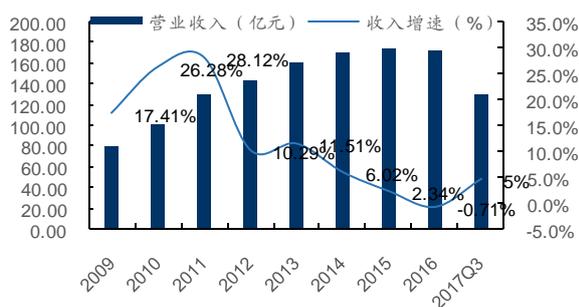
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 盈利能力持续提升，费用优化空间较大

2017 年前三季度，公司营业收入 129.39 亿元，同比录得正增长 4.71%；前三季度净利润为 4.92 亿元，同比增速高达 35.40%。利润较高增长主要受益于毛利率的持续提升，受益体验式业态推进，2015 年以来公司毛利率改善明显，2016 年/2017 前三季度毛利率分别为 24.16%/25.94%，分别同比提升了 0.59/0.94 个百分点。

毛利率的提升的同时，公司销售费用率也小幅提升。2016 年公司销售费用率为 18.08%，同比提升 0.78 个百分点；然而，2017 年前三季度公司销售费用率为 19.02%，同比维持稳定。前三季度的毛利率持续优化以及费用率基本维持稳定，带动净利率提升明显：前三季度净利率 3.80%，同比优化 0.87 个百分点。

我们认为，随着公司员工持股计划的推出以及超额利润分享计划的持续推进，未来公司的销售费用率改善空间巨大。

图 1: 公司历年营业收入及其增速 (亿元、%)


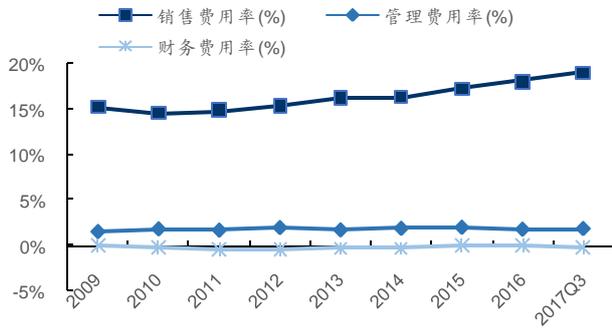
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司历年净利润及其增速 (亿元、%)


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

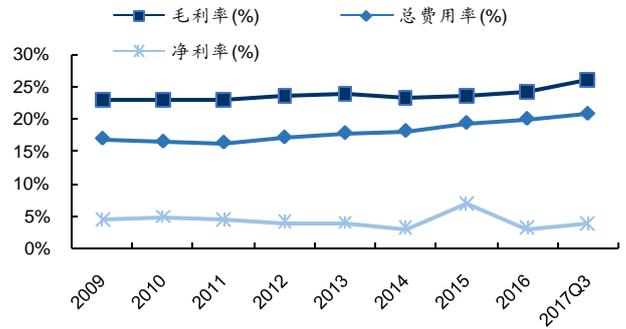
注：2015 年公司转让全资子公司深诚公司 100% 股权，产生 7.62 亿元的非经常性损益

图 3: 公司历年三项费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司历年毛利率、总费用率、净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司分季度营业收入及其增速情况 (亿元、%)



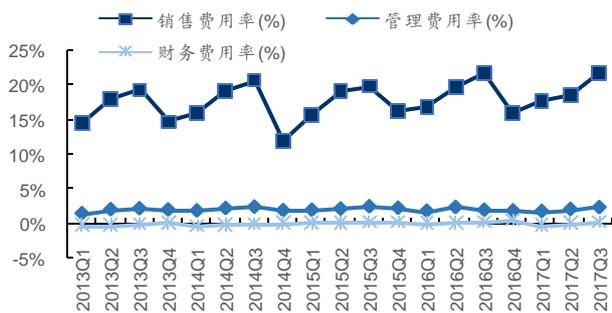
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司分季度净利润及其增速情况 (亿元、%)



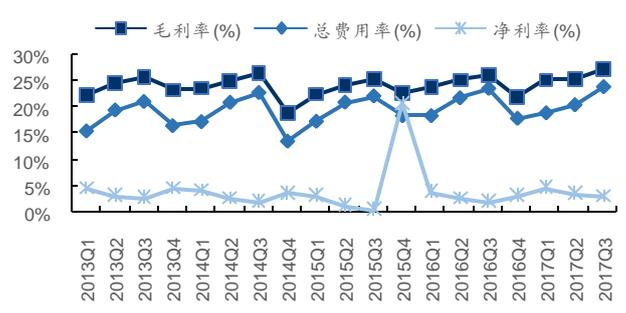
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司分季度三项费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

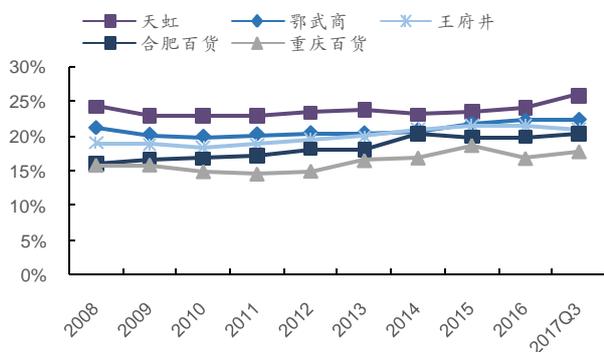
图 8: 公司分季度毛利率、总费用率、净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

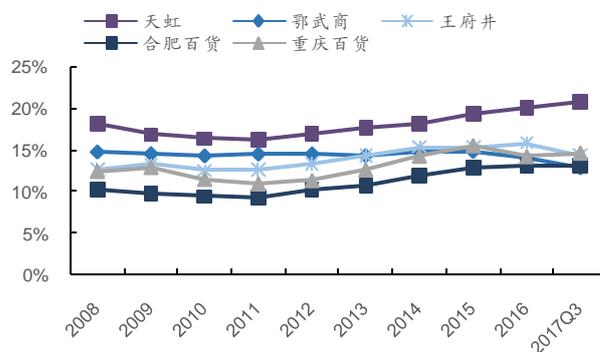
横向比较来看, 公司费用率改善空间巨大。公司毛利率在所选可比公司中处于最高水平, 且呈现不断上升态势, 然而由于公司销售费用率长期处于高位且持续上升, 公司总费用率亦处所选可比公司最高水平。因此, 公司净利率处于所列可比公司中等偏上水平, 费用率方面改善空间巨大。

图 9: 同行业可比公司历年毛利率情况 (%)



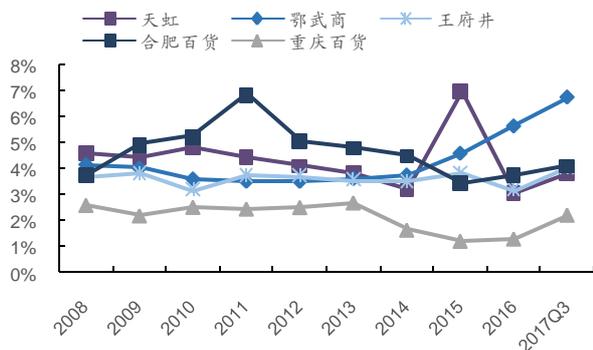
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 同行业可比公司历年总费用率情况 (%)



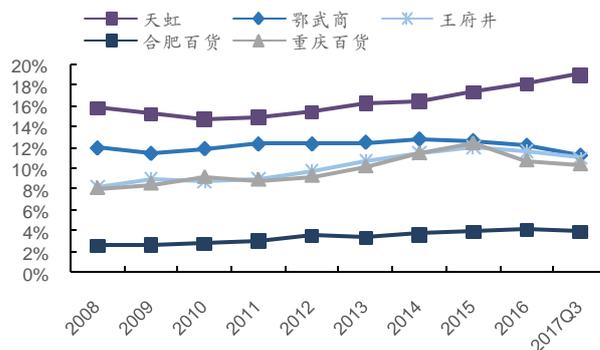
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 同行业可比公司历年净利率情况 (%)



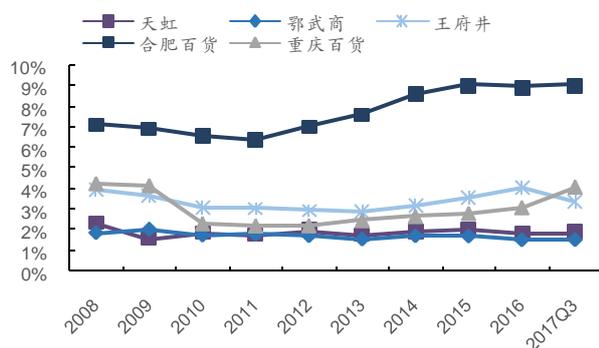
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 同行业可比公司历年销售费用率情况 (%)



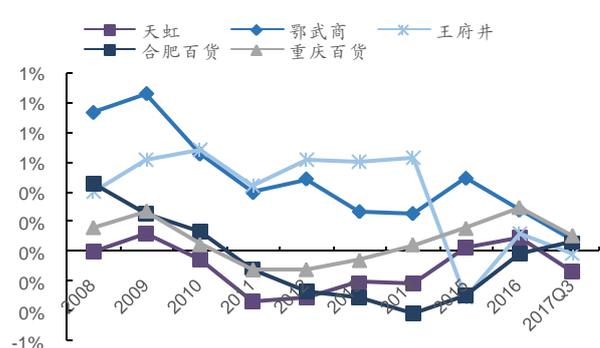
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 同行业可比公司历年管理费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 同行业可比公司历年财务费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 费用率优化的天花板? 鄂武商 A 员工持股三年, 毛利率提升 2pct, 销售费用率降低 1pct

鄂武商 A 自 15 年来推行员工持股计划, 盈利能力提升明显。我们认为公司有望再现鄂武商 A 优秀的费用调控能力。鄂武商 A 于 2015 年 1 月 15 日公告实行员工持股计划, 计划涵盖不超过 1141 位公司高管和核心员工, 占总员工数 7.46%,

计划认购金额约为 8.4 亿元，数量占公司总股本的 9.43%，存续期 4 年，锁定期 3 年。计划实施以来，鄂武商费用率优化明显，盈利能力持续提升，激励效果显著，15 年/16 年/17 前三季度，鄂武商毛利率分别为 21.76%/22.21%/22.34%；总费用率分别为 14.83%/13.99%/12.86%；销售费用率分别为 12.64%/12.20%/11.27%；净利率分别为 4.57%/5.61%/6.72%。鄂武商 A 2014 年前三季度/17 年前三季度的毛利率分别为 20.25%/22.34%，改善超过 2pct；销售费用率分别为 12.19%/11.27%，优化将近 1pct。

图 15: 鄂武商 A 历年营业收入及其增速情况 (亿元、%)



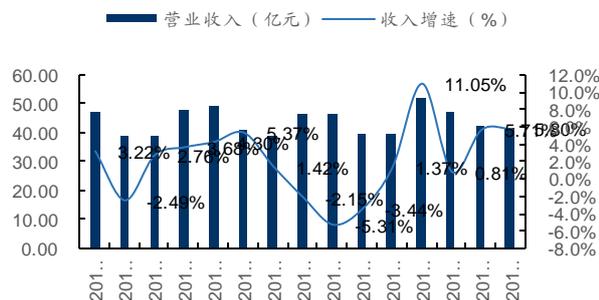
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 鄂武商 A 历年净利润及其增速情况 (亿元、%)



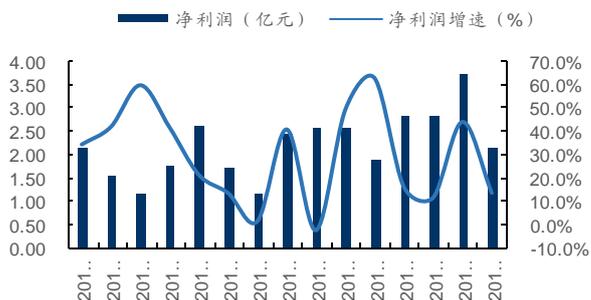
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 鄂武商 A 分季度营业收入及其增速情况 (亿元、%)



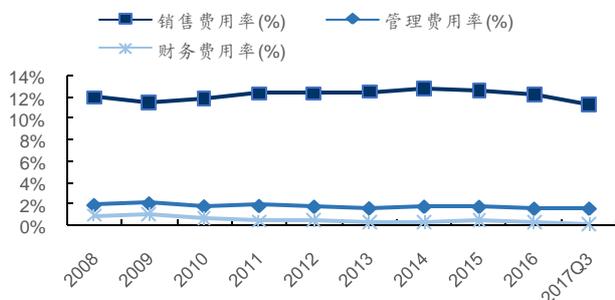
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 鄂武商 A 分季度净利润及其增速情况 (亿元、%)



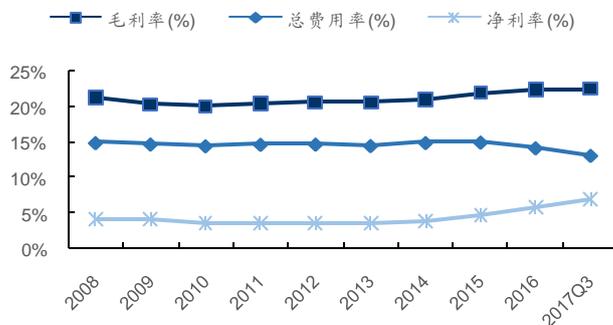
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 鄂武商 A 历年三项费用率情况 (亿元、%)



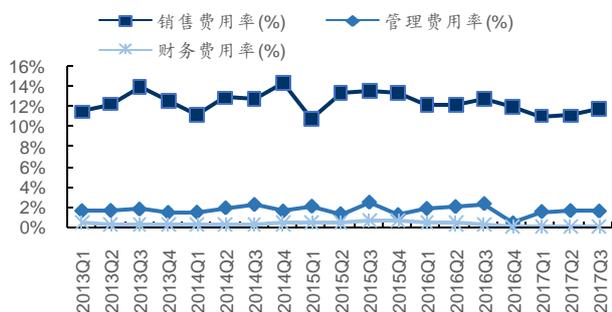
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 鄂武商 A 历年毛利率、总费用率、净利率情况 (%)



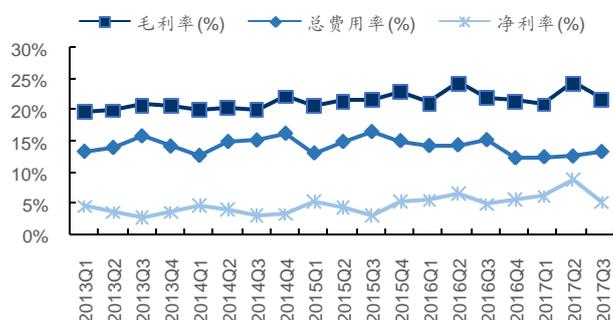
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 鄂武商 A 分季度三项费用率情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 鄂武商 A 分季度毛利率、总费用率、净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 服务升级、门店加速扩张, 多业态并进打造新零售典范。

公司近年来通过传统业态调整、新兴业态探索以及产品结构优化, 盈利能力提升显著, 已形成百货、超市、购物中心、便利店等多业态战略发展格局。2018 年, 在各业态模式成熟的基础上, 公司经营策略转为成长和盈利并重, 18 年将开启加速扩张通道。公司新业态超市定位为中高端的新型体验式数字化超市, 公司积极发展全球直采业务, 提升生鲜直采占; 便利店在经过三年积累成熟后计划 18 年进入加快布局阶段, 预计 18 年将开设近 100 家新店。公司 18 年将进入高速扩张阶段, 购物中心业态成为主打业态, 超市、便利店业态也将加速探索。

■ 投资建议: 合理估值区间 19.86-20.81 元, 维持“买入”评级

P/S 法: 不考虑地产/其他业务, 合理估值为 19.33 元

我们拟根据公司百货和超市两大业态进行分部估值, 预测 2018 年公司百货+X 业务收入为 125.9 亿元, 对应每股销售收入 15.73 元, 百货业态上市公司 18 年平均 P/S 值为 0.70x, 百货部分对应每股价值为 11.01 元。

预测 2018 年公司超市业务收入 64.74 亿元, 对应每股销售收入 8.09 元, 超市业态上市公司 2018 年平均 P/S 值为 1.03, 对应每股价值 8.33 元。

在不考虑地产和其他业务的情况下, 公司合理估值应为 19.33 元。

表 3: 百货业态上市公司 P/S 估值一览 (元, 倍)

股票代码	公司简称	股价 (元)	每股销售收入 (元)				P/S (倍)			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
600729.SH	重庆百货	25.98	83.26	81.15	83.27	85.94	0.31	0.32	0.31	0.30
000501.SZ	鄂武商 A	17.35	23.00	24.00	25.36	27.13	0.75	0.72	0.68	0.64
600859.SH	王府井	22.69	22.92	30.93	33.71	36.42	0.99	0.73	0.67	0.62
601366.SH	利群股份	10.90	11.96	12.20	12.58	13.19	0.91	0.89	0.87	0.83
000417.SZ	合肥百货	8.00	12.48	13.29	14.25	15.36	0.64	0.60	0.56	0.52
600723.SH	首商股份	8.51	15.31	15.53	16.00	16.50	0.56	0.55	0.53	0.52
600682.SH	南京新百	37.28	14.64	15.92	17.96	19.15	2.55	2.34	2.08	1.95
600697.SH	欧亚集团	25.67	81.86	83.59	86.28	89.53	0.31	0.31	0.30	0.29
600858.SH	银座股份	7.16	24.70	24.26	24.81	25.72	0.29	0.30	0.29	0.28
	平均值						0.81	0.75	0.70	0.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 此处筛选规模以上 (收入大于 100 亿元) 的公司作为可比标的。

表 4: 超市业态上市公司 P/S 估值一览 (元, 倍)

股票代码	公司简称	股价 (元)	每股销售收入				P/S			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
002251	步步高	17.57	17.91	19.91	21.92	24.16	0.98	0.88	0.80	0.73
002697	红旗连锁	6.30	4.65	5.21	5.81	6.50	1.36	1.21	1.08	0.97
601933	永辉超市	10.93	5.14	6.16	7.50	9.06	2.12	1.77	1.46	1.21
603708	家家悦	21.46	23.03	24.26	27.07	30.67	0.93	0.88	0.79	0.70
	平均值						1.35	1.19	1.03	0.90

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

P/E 法: 合理估值 19.86 元

我们预测公司 17/18/19 年净利润分别为 6.73/8.21/9.39 亿元, 同比增速 28.40%/21.90%/14.4%; EPS 分别为 0.84 元/1.03 元/1.17 元。百货行业 18 年平均 P/E 为 19.29x, 对应公司 18 年 EPS 1.03 元, 合理估值应为 19.86 元。鉴于公司还拥有超市、便利店等业态以及强大的经营能力, 应享有高于百货行业的溢价。

表 5: 百货业态上市公司 P/E 估值一览 (元, 倍)

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
600729.SH	重庆百货	25.98	1.03	1.38	1.68	2.04	25.22	18.80	15.43	12.71
000501.SZ	鄂武商 A	17.35	1.68	1.52	1.67	1.83	10.36	11.38	10.36	9.47
600859.SH	王府井	22.69	0.74	1.12	1.30	1.48	30.64	20.31	17.46	15.29
600828.SH	茂业商业	6.32	0.33	0.39	0.43	0.46	19.27	16.08	14.77	13.69
000560.SZ	昆百大 A	9.33	0.07	0.19	0.33	0.39	138.02	48.32	27.88	23.81
600280.SH	中央商场	7.66	0.10	0.37	0.43	0.47	74.37	20.61	17.97	16.42
002277.SZ	友阿股份	5.94	0.42	0.26	0.32	0.38	14.06	22.71	18.29	15.63
601366.SH	利群股份	10.90	0.53	0.46	0.50	0.53	20.62	23.56	21.82	20.71
600693.SH	东百集团	7.78	0.11	0.28	0.44	0.57	69.16	28.18	17.57	13.56
600814.SH	杭州解百	8.68	0.27	0.33	0.36	0.40	31.71	26.55	24.00	21.71
000417.SZ	合肥百货	8.00	0.36	0.40	0.46	0.54	22.01	19.94	17.22	14.69
600628.SH	新世界	10.25	0.39	0.59	0.45	0.47	26.23	17.26	22.63	22.00
600723.SH	首商股份	8.51	0.45	0.51	0.55	0.58	18.94	16.75	15.44	14.72
000715.SZ	中兴商业	9.45	0.32	0.44	0.47	0.50	29.74	21.31	19.96	18.87
600327.SH	大东方	7.43	0.36	0.44	0.54	0.61	20.64	16.88	13.85	12.25
600697.SH	欧亚集团	25.67	2.06	2.14	2.24	2.37	12.48	12.02	11.48	10.81
603123.SH	翠微股份	7.72	0.21	0.25	0.27	0.30	36.09	31.38	28.75	25.86
600785.SH	新华百货	21.79	0.28	0.60	0.67	0.74	78.10	36.22	32.41	29.55
	平均 P/E						37.65	22.68	19.29	17.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

绝对估值法：FCFF目标价为 20.81 元

在 WACC=13%，永续增长率=1%的情况下，通过 FCFF 法，公司绝对估值应为 20.81 元。

表 6：FCFF 法对公司估值的测算

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	830.3	1,032.2	1,193.7	1,312.8	1,386.5	1,457.3	1,516.7	1,563.0	1,610.8	1,659.9	
所得税税率	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	606.1	753.5	871.4	958.3	1,012.2	1,063.8	1,107.2	1,141.0	1,175.9	1,211.8	
折旧与摊销	608.9	832.0	956.7	1,074.6	1,190.0	1,304.2	1,417.7	1,530.7	1,643.1	1,755.1	
营运资金的净变动	208.6	479.2	595.4	451.7	329.7	314.0	253.9	184.2	191.8	199.5	
资本性投资	(700.0)	(600.0)	(580.0)	(580.0)	(580.0)	(580.0)	(580.0)	(580.0)	(580.0)	(580.0)	
FCFF	723.7	1,464.6	1,843.4	1,904.7	1,951.8	2,102.0	2,198.8	2,275.9	2,430.8	2,586.4	21,768.5
PV(FCFF)	640.4	1,147.0	1,277.6	1,168.2	1,059.4	1,009.6	934.6	856.1	809.2	761.9	6,412.7
核心企业价值	16,076.7										
减：净债务	(568.5)										
股票价值	16,645.3										
每股价值	20.81										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

■ 盈利预测以及假设
➢ 百货/购物中心：

收入端：18 年大店扩张加速，开店策略重心向购物中心迁移，预计 18 年将开设 10 个大店，门店数量增速 15%；公司近年来收入小幅下降，主要由于百货转型增加体验业态造成影响。

毛利率：百货业务毛利率持续提升，主要由于采用净值法的租赁模式占比提升，以及公司体验式建设升级，迎合消费升级趋势。

➢ 超市：

收入端：超市业态拓展加速，预计 18 年公司将新开独立超市超过 10 家，收入增速将保持较高增长；

毛利率：通过品类优化与直采提升，毛利率持续优化；

➢ 置业项目：

17H1 预收房款 6.87 亿元，包括南昌九洲天虹和苏州相城天虹，预计竣工时间 2017 年，预计将在 17-19 年完成结转。预计 17/18 年地产项目分别结转 4.5 亿元/3.5 亿元；

➢ 毛利率：

17 年前三季度，公司毛利率优化近 1 个百分点至 25.94%，我们预计全年毛利率将保持较高水平，后续随着老店调整+体验式业态加速，毛利率将持续提升；加速展店也将对毛利率带来一定影响；

➢ 费用端：

销售费用率：17 年前三季度公司销售费用率为 19.02%，同比基本保持不变；伴随着毛利率提升，公司销售费用率从 2015 年以来维持上行趋势，我们预计员工持股计划+超额利润分享计划将会较好利于公司费用控制；预计 17/18/19 年公司销售费用率分别为 18.00%/17.60%/17.20%；

管理费用率：17 年前三季度公司管理费用率为 1.91%，预计将维持稳定并小幅优化。

表 7: 公司门店数量及预测 (家)

门店数量	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
综合百货	63	62	67	67	70	73
新增		2	5		3	3
闭店		3	0	0		
购物中心		3	4	9	16	23
新增			1	5	7	7
便利店	5	166	157	162	262	362
新增					100	100
合计	68	231	228	238	348	458

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

表 8: 公司业绩分拆及盈利预测 (百万元、%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
百货类	9,145.26	10,271.38	10,836.68	10,861.76	10,404.80	10,925.04	11,799.04	12,860.96
yoy		12.31%	5.50%	0.23%	-4.21%	5.00%	8.00%	9.00%
毛利率	21.77%	21.89%	22.22%	22.15%	22.65%	23.60%	23.92%	24.32%
毛利润	1,990.92	2,248.41	2,407.91	2,405.88	2,356.69	2,578.31	2,822.33	3,127.78
超市类	4,355.57	4,789.61	5,148.55	5,359.04	5,552.48	5,885.63	6,474.19	7,251.09
yoy		9.97%	7.49%	4.09%	3.61%	6%	10%	12%
毛利率	21.96%	22.01%	22.72%	23.25%	23.86%	24.39%	24.62%	24.73%
毛利润	956.48	1,054.19	1,169.75	1,245.98	1,324.82	1,435.50	1,593.95	1,793.20
房地产开发		87.00	12.00		155.95	450.00	350.00	150.00
毛利率	0.00%	68.88%	77.80%	0.00%	22.15%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利润	0.00	59.93	9.34	0.00	34.54	112.50	87.50	37.50
X	583.84	596.78	664.31	820.41	763.65	790.38	825.94	867.24
yoy		2.22%	11.32%	23.50%	-6.92%	3.50%	5%	5%
毛利率	29.22%	32.87%	40.87%	44.35%	41.68%	41.93%	42.17%	42%
毛利润	170.60	196.16	271.50	363.85	318.29	331.41	348.30	367.88
其他业务	291.98	286.95	336.04	354.86	396.08	400.00	430.00	460.00
yoy		-1.72%	17.11%	5.60%	11.62%	10.00%	11.00%	12.00%
毛利率	88.49%	94.76%	24.40%	23.79%	31.77%	31.99%	32.21%	32.45%
毛利润	258.37	271.91	81.99	84.42	125.83	127.96	138.50	149.27
总计								
收入	14377	16032	16998	17396	17273	18451	19879	21589
yoy		11.51%	6.02%	2.34%	-0.71%	6.82%	7.74%	8.60%
毛利	3376	3831	3940	4100	4160	4586	4991	5476
综合毛利率	23.49%	23.89%	23.18%	23.57%	24.08%	24.85%	25.10%	25.36%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

■ 风险提示

门店扩张不及预期;
 费用率优化不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4968	5186	6020	7133
应收款项	339	364	392	426
存货净额	1429	1357	1361	1391
其他流动资产	2464	2638	2843	3087
流动资产合计	9567	9913	10983	12404
固定资产	3251	3369	3166	2818
无形资产及其他	707	679	650	622
投资性房地产	1217	1217	1217	1217
长期股权投资	15	15	15	15
资产总计	14758	15193	16032	17076
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	3460	3632	4007	4426
其他流动负债	5622	5784	6125	6609
流动负债合计	9081	9416	10132	11036
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	78	78	78	78
长期负债合计	78	78	78	78
负债合计	9160	9494	10210	11114
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益	5593	5694	5817	5958
负债和股东权益总计	14758	15193	16032	17076

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.66	0.84	1.03	1.17
每股红利	0.56	0.71	0.87	1.00
每股净资产	6.99	7.12	7.27	7.45
ROIC	9%	12%	16%	23%
ROE	9%	12%	14%	16%
毛利率	24%	25%	25%	25%
EBIT Margin	4%	4%	5%	6%
EBITDA Margin	5%	8%	9%	10%
收入增长	-1%	7%	8%	9%
净利润增长率	-57%	28%	22%	14%
资产负债率	62%	63%	64%	65%
息率	3.3%	4.2%	5.1%	5.8%
P/E	26.1	20.3	16.6	14.5
P/B	2.4	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	28.8	16.1	12.8	11.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17273	18451	19879	21589
营业成本	13100	13865	14889	16192
营业税金及附加	98	105	113	123
销售费用	3123	3321	3499	3713
管理费用	318	329	346	367
财务费用	17	0	0	0
投资收益	59	60	60	60
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	673	890	1092	1254
营业外净收支	43	30	30	30
利润总额	715	920	1122	1284
所得税费用	192	248	303	347
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	524	673	821	939

现金流量表 (百万元)	2017E	2018E	2019E	
净利润	524	673	821	939
资产减值准备	(4)	1	(0)	(0)
折旧摊销	158	609	832	957
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	17	0	0	0
营运资本变动	269	209	479	595
其它	4	(2)	0	0
经营活动现金流	955	1490	2131	2490
资本开支	(270)	(700)	(600)	(580)
其它投资现金流	(263)	0	0	0
投资活动现金流	(525)	(700)	(600)	(580)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	(163)	0	0	0
支付股利、利息	(450)	(572)	(697)	(798)
其它融资现金流	605	0	0	0
融资活动现金流	(620)	(572)	(697)	(798)
现金净变动	(190)	218	834	1113
货币资金的期初余额	5158	4968	5186	6020
货币资金的期末余额	4968	5186	6020	7133
企业自由现金流	621	724	1465	1843
权益自由现金流	1063	853	1608	2011

相关研究报告

- 《天虹股份-002419-数字化、多业态并进，体验式新零售典范》 —— 2017-12-18
- 《天虹商场-002419-持续扩张带来稳定收入增长》 —— 2012-02-28
- 《天虹商场-002419-继续向全国一流的连锁零售企业前进》 —— 2011-02-28
- 《天虹商场-002419-外延扩张提升业绩，增长符合预期》 —— 2010-10-25
- 《天虹商场 IPO 询价报告：轻资产的创新型连锁百货》 —— 2010-05-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。