

# 天虹股份 (002419) \ 商业贸易

## ——以创新求发展

### 事件:

天虹股份发布2018年中报, 报告期实现营业收入95.23亿元, 同比增长6.02%; 归属于上市公司股东的净利润4.85亿元, 同比增长29.52%。

### 投资要点:

- 主营收入与净利保持增长态势, 但增速趋缓。
- 百货与购物中心收入与利润增速好于其他业态。
- 业务创新层出不穷, 以创新谋求发展。
- 给予“谨慎推荐”评级

在全国社会商品零售总额增速放缓的大背景下, 结合公司历史及上半年业务收入增速情况, 我们假定公司未来3年维持6%左右的收入增速, 而毛利率在公司加强数字化改造及业态创新的努力下维持26%左右, 在募集资金近乎全部使用的背景下假定未来3年不再进行房地产业务及大的固定资产投入, 则我们预计公司近3年利润增速分别为19%、6.3%、8.5%, 预计2018年EPS为0.71元, 动态估值15倍左右。作为与腾讯战略合作的深圳新零售商业股, 我们对其予以“谨慎推荐”评级。

### 风险提示

经济增速放缓、消费水平下降、新零售不及预期

投资建议: **谨慎推荐**  
首次覆盖

当前价格: 10.69元

目标价格: 元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,200/1,200
流通A股市值 (百万元)	12,839
每股净资产 (元)	5.12
资产负债率 (%)	57.45
一年内最高/最低 (元)	16.51/13.23

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师  
执业证书编号: S0590515040001  
电话: 0510-85613752  
邮箱: qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理  
电话: 0510-85613752  
邮箱: xinghw@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	17,272.96	18,536.28	19,648.46	21,023.85	22,600.64
增长率 (%)	-0.71%	7.31%	6.00%	7.00%	7.50%
EBITDA (百万元)	1,047.87	1,250.79	1,816.12	1,871.56	1,669.60
净利润 (百万元)	524.11	709.14	849.42	903.55	980.34
增长率 (%)	-56.63%	35.30%	19.78%	6.37%	8.50%
EPS (元/股)	0.44	0.59	0.71	0.75	0.82
市盈率 (P/E)	24.48	18.09	15.11	14.20	13.09
市净率 (P/B)	2.29	2.13	1.99	1.85	1.73
EV/EBITDA	5.16	4.65	2.13	1.46	0.55

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 1. 主营收入与净利保持增长态势，但增速趋缓

天虹股份在全国 23 个城市共经营各业态门店 304 家，面积合计约 265 万平方米，上半年实现营业收入 95.23 亿元，同比增长 6.02%；归属于上市公司股东的净利润 4.85 亿元，同比增长 29.52%，总体看主营收入与净利润保持了增长态势。但分季度看，二季度收入同比增速仅 1.67%、净利润同比增速 23.3%、扣非净利增速 14%，都较 1 季度及上年增速有明显下降。但考虑到公司地产业务收入的扰动及全国零售行业增速的放缓背景，公司 2 季度收入增速的放缓尚在可以接受的范围内。从公司预告 1-3 季度利润增速 0-50% 的空间看，下半年收入增速仍有借助今年新开店面提高的可能。

## 2. 百货与购物中心收入与利润增速好于其他业态。

从经营的商品品类看，服装食品类收入合计超过 60%，仍是绝对的营收大头；其它如皮鞋皮具类、化妆品类也占据重要位置；而电器类收入则日渐式微，反映在电器连锁巨头及电商冲击下，百货业基本退出电器销售。可喜的是，服装类收入半年增速达到 7.5%，显著超越去年末的 2.5%。从可比店面的同店增长率看，上半年可比店面的收入增长率为 2.5%，摆脱了目前国内零售业普遍的同店收入增长率下滑的态势，而利润增长率高于收入增长率，达到 19.3%。从业态分布看，公司百货店收入增速 2.6%、超市收入增速 1.3%、购物中心收入增速 9%、便利店收入则下滑 5.22%，反映公司未来收入增速仍取决于百货及购物中心的经营，超市与便利店收入增长困难。在毛利与利润增长分布上也同样如此。我们判断，公司的未来发展重点也依赖于百货及购物中心业态的进一步发力，而超市与便利店只宜作为补充。

## 3. 业务创新层出不穷，以创新谋求发展。

首先是客户体验智能化的创新，借与腾讯的业务合作为契机，着力打造新零售的企业形象。加强数字化的顾客触达及洞察，通过优化超市“天虹到家”、打造百货“超级导购”等数字化服务提高顾客购物效率和顾客服务体验，累计实现数字化会员 1393 万，并利用数字化和智能化技术改造业务中后台。其中比较成功的举措有百货数字化专柜数量不断增加、与腾讯合作开发的手机快速买单小程序和智慧停车小程序，这些数字化改造措施不仅是改善购物体验，也同步提高了效率。从新零售成果看，公司上半年线上交易额总计 81788 万、累计 8000 万人次通过“虹领巾”交互信息或消费、超市商品在“天虹到家”销售额同比增加 280%、智慧停车上半年使用逾 340 万单、超市手机快速买单使用量超过 694 万单、百货专柜 PAD 收银客单量占比已达 91.9%。这些创新举措为公司在收入增速一般的背景下提高利润增速提供了可能。

其次是供应链整合的创新。公司开发启用数字化采购平台，提高新品引进速度，加强供应商服务。大力推进供应链全国整合与分级管理、物流规划设计与外部整合。公司在供应链管理上推动源头采购、国际直采、自有品牌，打造品质更好、价格更低、速度更快的优质供应链。上半年新增海外合作厂家 46 个，累计已实现 106 个海外厂家直接合作，上半年销售同比增长 47%；生鲜直采方面，生鲜基地 59 个，上半年销

售同比增长 6.1%；自有品牌积极推陈出新，上半年销售同比增长 82.6%；2R 商品（即煮&即食）上半年销售同比增长 49.1%。

最后是业态升级创新。上半年新开的门店在业态创新上都有突破，如天虹 Well Go 无人零售社区店的创新开设，定位为家庭欢乐式购物中心化的宁乡天虹引进华中区首个“彩虹共和国”主题街区以及宁乡市内首个花园式购物街区——“BUY 街”格子铺以及有着丰富时尚餐饮的花园式美食广场——“17 巷”，余干天虹购物中心导入“YES! 街”系列特色主题街区，这些新业态都是公司在原有业态基础上的大力创新，并且抓住了当今新零售数字化和购物娱乐中心化的大方向，未来成长值得期待。

#### 4. 盈利预测与投资结论

在全国社会商品零售总额增速放缓的大背景下，结合公司历史及上半年业务收入增速情况，我们假定公司未来 3 年维持 6%左右的收入增速，而毛利率在公司加强数字化改造及业态创新的努力下维持 26%左右，在募集资金近乎全部使用的背景下假定未来 3 年不再进行房地产业务及大的固定资产投资，则我们预计公司近 3 年利润增速分别为 19%、6.3%、8.5%，预计 2018 年 EPS 为 0.71 元，动态估值 15 倍左右。作为与腾讯战略合作的深圳新零售商业股，我们对其予以谨慎推荐的评级。

#### 5. 风险提示

经济增速放缓、消费水平下降、新零售不及预期的风险

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,578.42	4,102.06	6,163.39	7,433.19	9,404.46	营业收入	17,272.9	18,536.2	19,648.4	21,023.8	22,600.6
应收账款+票据	339.25	364.89	381.92	417.16	441.85	营业成本	13,099.8	13,761.6	14,421.9	15,452.5	16,611.4
预付账款	56.53	30.92	95.83	39.98	106.02	营业税金及附加	98.36	162.13	151.53	162.13	174.29
存货	1,429.20	1,364.57	1,388.96	1,561.33	1,610.23	营业费用	3,123.09	3,413.84	3,523.38	3,770.02	4,052.77
其他	2,773.86	2,216.73	2,216.73	2,216.73	2,216.73	管理费用	318.28	383.87	390.42	417.75	449.08
<b>流动资产合计</b>	<b>9,177.26</b>	<b>8,079.16</b>	<b>10,246.8</b>	<b>11,668.3</b>	<b>13,779.2</b>	财务费用	16.52	-10.18	17.47	5.64	-5.05
长期股权投资	15.42	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.16	3.85	4.79	4.79	4.79
固定资产	2,109.32	3,817.48	4,146.23	3,726.85	3,307.48	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,141.86	748.12	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-8.28	-0.09	0.00	0.00	0.00
无形资产	706.82	799.26	763.63	728.00	692.36	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,144.97	1,362.05	1,071.19	780.32	777.50	<b>营业利润</b>	<b>605.45</b>	<b>821.09</b>	<b>1,138.90</b>	<b>1,211.00</b>	<b>1,313.29</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,118.40</b>	<b>6,726.91</b>	<b>5,981.04</b>	<b>5,235.17</b>	<b>4,777.35</b>	营业外净收益	109.84	93.48	-12.53	-12.53	-12.53
<b>资产总计</b>	<b>14,295.6</b>	<b>14,806.0</b>	<b>16,227.8</b>	<b>16,903.5</b>	<b>18,556.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>715.29</b>	<b>914.57</b>	<b>1,126.37</b>	<b>1,198.47</b>	<b>1,300.76</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	192.06	205.53	277.77	295.80	321.37
应付账款+票据	3,459.62	3,671.52	3,801.82	4,205.55	4,402.37	<b>净利润</b>	<b>523.24</b>	<b>709.04</b>	<b>848.60</b>	<b>902.67</b>	<b>979.39</b>
其他	5,237.75	5,107.67	5,965.73	5,776.63	6,732.65	少数股东损益	-0.87	-0.11	-0.82	-0.88	-0.95
<b>流动负债合计</b>	<b>8,697.36</b>	<b>8,779.19</b>	<b>9,767.54</b>	<b>9,982.18</b>	<b>11,135.0</b>	<b>归属于母公司</b>	<b>524.11</b>	<b>709.14</b>	<b>849.42</b>	<b>903.55</b>	<b>980.34</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>8,697.36</b>	<b>8,779.19</b>	<b>9,767.54</b>	<b>9,982.18</b>	<b>11,135.0</b>						
少数股东权益	5.14	3.85	3.02	2.14	1.19						
股本	800.20	800.20	800.20	800.20	800.20						
资本公积	1,709.19	1,709.19	1,709.19	1,709.19	1,709.19						
留存收益	3,083.76	3,513.64	3,947.90	4,409.84	4,911.03						
<b>股东权益合计</b>	<b>5,598.30</b>	<b>6,026.88</b>	<b>6,460.32</b>	<b>6,921.37</b>	<b>7,421.61</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>14,295.6</b>	<b>14,806.0</b>	<b>16,227.8</b>	<b>16,903.5</b>	<b>18,556.6</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	464.29	647.24	854.18	908.25	984.97
折旧摊销	374.22	411.31	741.08	741.08	453.03
财务费用	6.61	-0.55	-51.33	-67.98	-84.19
存货减少	-387.31	63.87	-24.39	-172.37	-48.90
营运资金变动	1,183.33	-28.15	906.41	235.25	1,062.10
其它	<b>49.18</b>	<b>94.44</b>	<b>4.79</b>	<b>4.79</b>	<b>4.79</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,690.31</b>	<b>1,188.17</b>	<b>2,430.74</b>	<b>1,649.01</b>	<b>2,371.81</b>
资本支出	746.66	742.61	0.00	0.00	0.00
长期投资	10,191.9	9,707.34	0.00	0.00	0.00
其他	<b>9,668.94</b>	<b>9,140.07</b>	<b>-5.58</b>	<b>-5.58</b>	<b>-5.58</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,269.6</b>	<b>-1,309.8</b>	<b>-5.58</b>	<b>-5.58</b>	<b>-5.58</b>
债权融资	-163.26	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.11	0.93	0.00	0.00	0.00
其他	-448.40	-289.40	-363.83	-373.63	-394.96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-610.55</b>	<b>-288.47</b>	<b>-363.83</b>	<b>-373.63</b>	<b>-394.96</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-189.86</b>	<b>-410.18</b>	<b>2,061.33</b>	<b>1,269.80</b>	<b>1,971.27</b>

  

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.71%	7.31%	6.00%	7.00%	7.50%
EBIT	-58.04%	24.62%	28.06%	5.16%	7.61%
EBITDA	-48.31%	19.36%	45.20%	3.05%	-10.79%
归属于母公司	124.44%	35.30%	19.78%	6.37%	8.50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.16%	25.76%	26.60%	26.50%	26.50%
净利率	3.03%	3.83%	4.32%	4.29%	4.33%
ROE	9.37%	11.77%	13.15%	13.06%	13.21%
ROIC	17.16%	26.46%	24.99%	48.84%	84.79%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	60.84%	59.29%	60.19%	59.05%	60.01%
流动比率	1.06	0.92	1.05	1.17	1.24
速动比率	0.57	0.51	0.68	0.79	0.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转	311.92	379.38	307.97	370.50	310.28
存货周转率	9.17	10.08	10.38	9.90	10.32
总资产周转率	1.21	1.25	1.21	1.24	1.22
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.44	0.59	0.71	0.75	0.82
每股经营现金	1.41	0.99	2.03	1.37	1.98
每股净资产	4.66	5.02	5.38	5.76	6.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.48	18.09	15.11	14.20	13.09
市净率	2.29	2.13	1.99	1.85	1.73
EV/EBITDA	5.16	4.65	2.13	1.46	0.55
EV/EBIT	8.02	6.92	3.59	2.41	0.75

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810