

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

天虹股份(002419)

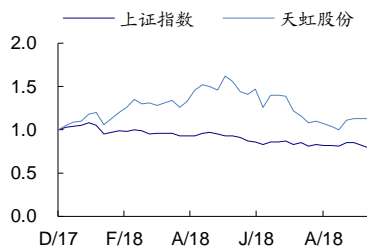
买入

2018年三季报点评

(维持评级)

2018年10月19日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,200/1,200
总市值/流通(百万元)	12,051/12,047
上证综指/深圳成指	2,4867,231
12个月最高/最低(元)	16.51/8.62

相关研究报告:

《天虹股份-002419-2018年中报点评: Q2 同店小幅下滑, 智慧零售布局提速》——2018-08-20

《天虹股份-002419-2018年一季报点评: 业绩超预期, 同店数据靓丽》——2018-04-27

《天虹股份-002419-2017年报点评: 业绩略超预期, 迈入高速展店阶段》——2018-03-15

《天虹股份-002419-盈利持续改善, 业绩超预期》——2018-03-01

《天虹股份-002419-员工持股助力费控, 盈利能力持续提升》——2018-01-18

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

Q3 同店好转, 业绩增长靓丽

● 收入符合预期, Q3 同店好转

2018 前三季度, 公司实现营业收入 138.34 亿元, 同比增长 6.92%; 归母净利润 6.73 亿元, 同比增长 36.94%, EPS0.56 元, 业绩符合预期。其中, Q3 单季销售收入 43.10 亿元, 同比增长 8.97%, 归母净利润 1.87 亿元, 同比增长 60.77%。前三季度, 零售主业收入为 130.48 亿元, 同比增长 5.73%, 地产收入 3.41 亿元, 同比增 26.02%。18Q3, 公司新开购物中心 2 家(宜春天虹、浏阳天虹) 首个管理输出购物中心项目佛山 ipark 开业, 同时新开公司佛山 ipark 独立超市; 新开 15 家便利店。截止 9 月底, 公司百货/超市/购物中心/便利店数量分别为 68 家/73 家/10 家/167 家。业态绩效方面, 上半年公司可比门店营业收入增长 2.59%, 毛利额增长 6.96%, 利润总额增长 19.57%。

公司预计 18 年全年将实现 7.18 亿-10.77 亿元净利润, 同比增幅为 0-50%。

● 毛利率提升, 盈利能力持续提升

18 年前三季度毛利率为 27.24%, 同比上升 1.30pct, 其中, 零售业务毛利率为 26.69%, 同比优化 1.27pct; 期间费用率为 21.00%, 同比上升 0.20pct; 净利率为 4.87%, 同比增 1.07pct。

● 牵手腾讯, 智慧零售建设加速

公司在数字化、体验式、供应链、仓储物流等多个方面加速建设, 成效显著。18 年上半年, 公司累计实现数字化会员 1393 万, 线上交易额总计 8.18 亿元, 超市商品在“天虹到家”销售额同比增加 280%。2018 年 4 月与腾讯签订战略合作协议, 目前公司开发了手机快速买单小程序、智慧停车小程序与腾讯在全国合作推广。

● 风险提示

门店扩张不及预期; 同店增长状况不及预期。

● Q3 同店好转, 股价低估明显, 维持“买入”评级

公司百货/购物中心业态体验式定位符合当今主流消费趋势, “一店一策” + “面向家庭、贴近生活”, 叠加展店加速, 18 年业绩将维持高增长。公司牵手腾讯, 智慧零售布局在业内居前。公司员工持股计划已经完成购买, 交易均价 11.96 元, 当前公司股价低于员工持股购买均价, 建议积极关注, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,273	18,536	19,476	20,515	21,798
(+/-%)	-0.7%	7.3%	5.1%	5.3%	6.3%
净利润(百万元)	524	718	907.64	1052.08	1184.14
(+/-%)	-56.6%	37.0%	26.4%	15.9%	12.6%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.60	0.76	0.88	0.99
EBIT Margin	4.2%	4.4%	5.6%	6.2%	6.6%
净资产收益率(ROE)	9.4%	11.9%	13.8%	14.6%	15.0%
市盈率(PE)	22.9	16.8	13.3	11.5	10.2
EV/EBITDA	14.7	21.4	16.2	14.0	12.8
市净率(PB)	2.2	2.00	1.83	1.67	1.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

收入符合预期，Q3 同店好转

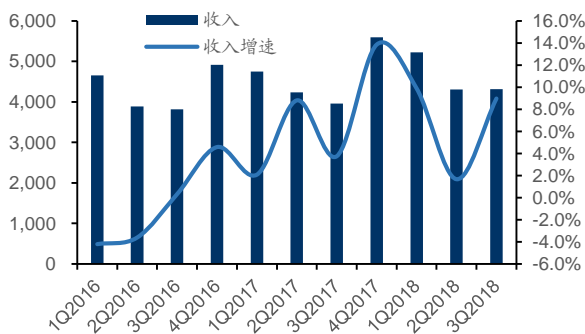
2018 前三季度，公司实现营业收入 138.34 亿元，同比增长 6.92%。收入增长由展店+同店贡献；归母净利润 6.73 亿元，同比增长 36.94%，EPS0.56 元，业绩符合预期。其中，Q3 单季销售收入 43.10 亿元，同比增长 8.97%，收入增速环比出现回升；归母净利润 1.87 亿元，同比增长 60.77%。前三季度，零售主业收入为 130.48 亿元，同比增长 5.73%，地产收入 3.41 亿元，同比增 26.02%。

18Q3，公司新开购物中心 2 家（宜春天虹、浏阳天虹）首个管理输出购物中心项目佛山 ipark 开业，同时新开公司佛山 ipark 独立超市；新开 15 家便利店。前三季度，公司共开设大店 6 家（2 家百货，4 家购物中心），截止 9 月底，公司百货/超市/购物中心/便利店数量分别为 68 家/73 家/10 家/167 家；共经营各业态门店 318 家，面积合计约 279 万平方米。

业态绩效方面，前三季度公司可比门店合计营业收入增长 2.59%，毛利额增长 6.96%，利润总额增长 19.57%。毛利额同比增幅大于营收增幅，体现出业态调整过程中租赁业态占比提升。

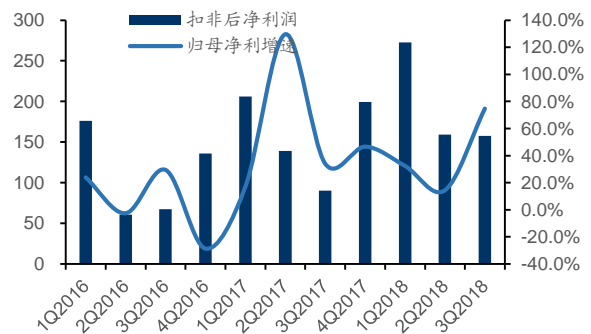
分经营模式分析，租赁模式收入保持两位数增长，增速高达 22.14%，自营模式收入增速为 4.02%，较上半年增速提升明显；联营模式收入增速-0.14%。

图 1：公司分季度收入及收入增速（百万元，%）



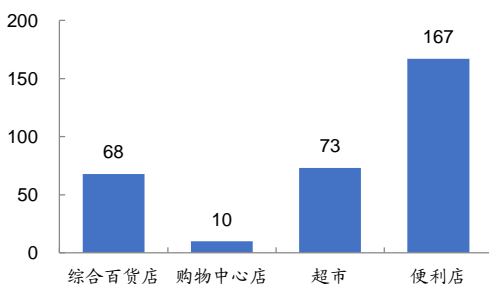
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度扣非后归母净利润及净利增速（百万元，%）



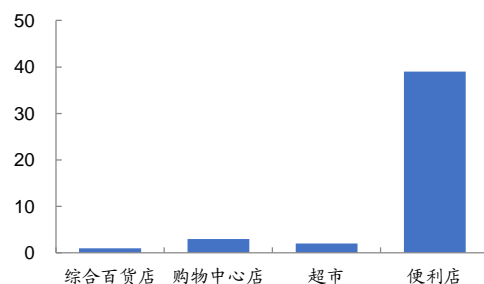
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：18 年 Q3 公司分业态门店数量情况（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：18 年前三季度公司新开门店情况（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 18Q3 公司主要门店及分布地区 (家)

地区	百货		超市		购物中心		便利店	
	数量 (家)	面积 (m2)	数量 (家)	面积 (m2)	数量 (家)	面积 (m2)	数量 (家)	面积 (m2)
华南区	37	895,619	41	189,404	2	164,667	131	10,656
华中区	18	474,845	22	114,085	4	243,337	—	—
东南区	5	124,466	4	17,002	1	52,138	36	4,241
华东区	4	138,997	3	12,824	3	224,545	—	—
北京	3	71,443	2	13,356	—	—	—	—
成都	1	34,153	1	5,672	—	—	—	—
合计	68	1,739,523	73	352,342	10	684,686	167	14,897

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 2018 年 Q1-Q3 分业态可比店店效情况

业态	营业收入 (亿元)	营业收入同比增幅 (%)	利润总额同比增幅 (%)	毛利额 (亿元)	毛利额同比增幅 (%)	月均毛利坪效 (元/m2)
百货	75.84	2.03%	27.37%	20.53	8.95%	152
超市	43.21	3.14%	-2.21%	10.12	2.22%	297
购物中心	5.24	7.63%	73.80%	2.05	13.48%	76
便利店	0.89	-4.43%	-221.58% 利润同比下降 65 万元	0.40	1.26%	676
合计	125.17	2.59%	19.57%	33.10	6.96%	168

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

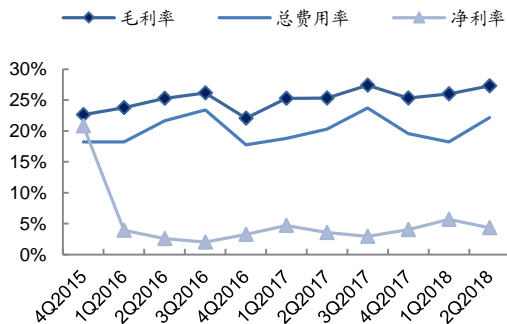
表 3: 2018Q1-Q3 公司分经营模式可比店店效情况

经营模式	营业收入 (亿元)	营业收入同比增幅 (%)	毛利额 (亿元)	毛利额同比增幅 (%)	月均毛利坪效同比增幅	面积 (m2)	面积同比变动 (%)
自营	38.56	4.02%	9.11	3.48%	14.38%	282,769	-9.53%
联营	75.72	-0.14%	15.98	2.45%	7.90%	992,618	-5.05%
租赁	10.00	22.14%	7.61	23.74%	12.73%	901,955	9.77%

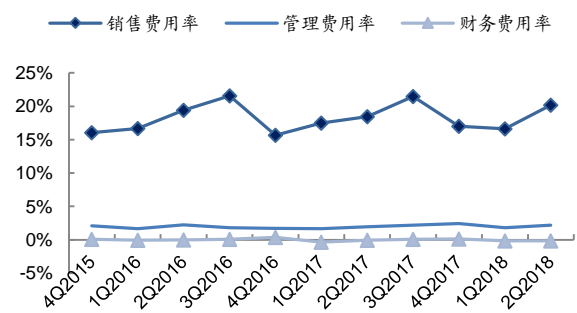
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

毛利率提升, 盈利能力持续提升

18 年前三季度毛利率为 27.24%, 同比上升 1.30pct, 其中, 零售业务毛利率为 26.69%, 同比优化 1.27pct; 期间费用率为 21.00%, 同比上升 0.20pct; 净利率为 4.87%, 同比增 1.07pct。

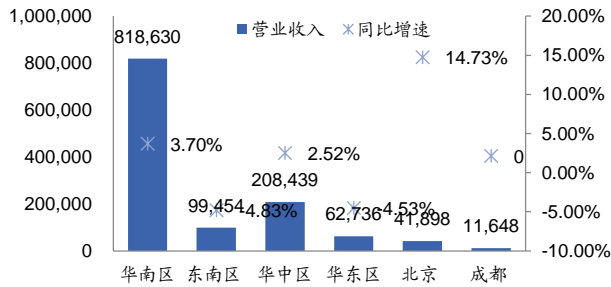
图 5: 公司分季度毛利率、费用率和净利率 (%)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)


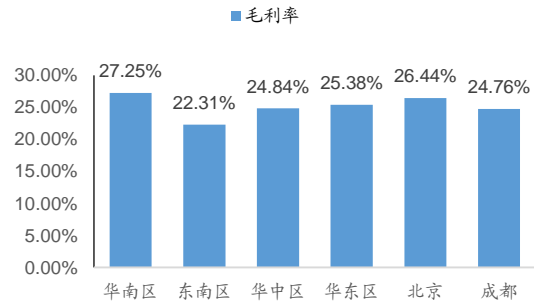
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 18Q1-Q3 公司分地区主营业务收入及同比增速 (万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 18Q1-Q3 公司分地区毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

员工持股购买完成, 超额利润分享激励充分

截至 2018 年 6 月 25 日, 公司员工持股计划已完成购买, 累积公司股票 9,865,928 股、占公司总股本的 0.8220%, 交易金额 1.18 亿元, 交易均价 11.96 元。员工持股计划彰显公司管理层对未来发展的信心。公司在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。

Q3 同店好转, 股价低估明显, 维持“买入”评级

公司百货/购物中心业态体验式定位符合当今主流消费趋势, “一店一策” + “面向家庭、贴近生活”, 叠加展店加速, 18 年业绩将维持高增长。公司牵手腾讯, 智慧零售布局在业内居前。公司员工持股计划已经完成购买, 交易均价 11.96 元, 当前公司股价低于员工持股购买均价, 建议积极关注, 维持“买入”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4656	4969	5570	6439	营业收入	18536	19476	20515	21798
应收款项	365	384	405	430	营业成本	13762	14273	14956	15823
存货净额	1365	1319	1338	1329	营业税金及附加	162	111	117	124
其他流动资产	2183	2298	2421	2572	销售费用	3414	3595	3754	3967
流动资产合计	8634	9036	9799	10835	管理费用	384	408	411	435
固定资产	4566	5042	5372	5651	财务费用	(10)	0	0	0
无形资产及其他	799	767	735	703	投资收益	85	60	60	60
投资性房地产	1408	1408	1408	1408	资产减值及公允价值变动	(4)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	17	0	0	0
资产总计	15407	16253	17314	18598	营业利润	923	1149	1336	1508
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	8	30	30	30
应付款项	3672	3775	3946	4171	利润总额	931	1179	1366	1538
其他流动负债	5641	5839	6098	6446	所得税费用	213	271	314	354
流动负债合计	9312	9614	10044	10617	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	718	908	1052	1184
其他长期负债	68	68	68	68					
长期负债合计	68	68	68	68	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9380	9682	10112	10685	净利润	718	908	1052	1184
少数股东权益	4	4	4	4	资产减值准备	1	1	0	0
股东权益	6023	6568	7199	7909	折旧摊销	184	255	302	332
负债和股东权益总计	15407	16253	17314	18598	公允价值变动损失	4	0	0	0
					财务费用	(10)	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	350	214	268	406
每股收益	0.60	0.76	0.88	0.99	其它	(1)	(1)	(0)	(0)
每股红利	0.24	0.30	0.35	0.39	经营活动现金流	1257	1376	1622	1922
每股净资产	5.02	5.47	6.00	6.59	资本开支	(1465)	(700)	(600)	(580)
ROIC	12%	14%	16%	19%	其它投资现金流	301	0	0	0
ROE	12%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(1149)	(700)	(600)	(580)
毛利率	26%	27%	27%	27%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	4%	6%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(288)	(363)	(421)	(474)
收入增长	7%	5%	5%	6%	其它融资现金流	156	0	0	0
净利润增长率	37%	26%	16%	13%	融资活动现金流	(420)	(363)	(421)	(474)
资产负债率	61%	60%	58%	57%	现金净变动	(312)	313	601	869
息率	2.4%	3.0%	3.5%	3.9%	货币资金的期初余额	4968	4656	4969	5570
P/E	16.8	13.3	11.5	10.2	货币资金的期末余额	4656	4969	5570	6439
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	企业自由现金流	(303)	607	952	1273
EV/EBITDA	21.4	16.2	14.0	12.8	权益自由现金流	(146)	737	1094	1435

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032