

2018 年 10 月 21 日

天虹股份 (002419.SZ)

18Q3 可比店利润增速环比上行，零售主业单三季度业绩好于预期

■公司发布三季报：①18Q1-3：实现营收 138.34 亿元/+6.92%，扣非归母净利润 5.90 亿元/+35.34%；其中地产收入 3.41 亿元，预计对应业绩约 0.34 亿元，剔除后估算零售主业收入和净利润增速分别+5.7%/+37%；②18Q3：实现营收 43.10 亿元/+8.97%，扣非归母净利润 1.57 亿元/+74.60%，剔除地产因素后，估算零售主业收入和净利润增速分别+6.9%/+58%，主业三季度业绩好于预期。

■三季度可比店利润增速环比提速，盈利能力持续提升好于预期：①同店利润来看：受益购物中心利润的强劲表现带动，公司可比店 18Q1-3 的利润总额同比增长 19.57%，环比 18Q2 实现提速（18H1/+19.06%，18Q1/+21.28%）；②分经营模式看：公司的自营和联营收入分别+4.02%和-0.14%，但月均毛利坪效同比+14.38%和+7.90%，盈利能力持续提升。③18Q1-3 费用率：得益于供应链管理、门店经营面积调整等因素推动，公司 18Q1-3 毛利率提升 1.30pct 至 27.24%，期间费用在管理费用率提升 0.16pct 带动下小幅提升 0.20pct，实现整体净利率 4.87%，同比提升 1.07pct。④18Q3 费用率：公司 18Q3 毛利率同比+1.25pct，销售/管理/财务费用率同比+0.06pct/+0.16pct/-0.02pct，在毛利率提升带动下，18Q3 净利润同比提升 1.07pct 至 4.78%。

■外延扩店持续推进+三层面百货内部升级+轻资产输出，公司未来业绩持续增长可期。①外延扩张：截至止 18 年 9 月 30 日，天虹百货+购物中心共有门店 80 家，其中三线及三线以下城市门店数占比 16%。在 18Q3 期间，公司分别在江西宜春和湖南浏阳新开两家购物中心，进一步对华中地区完善战略布局。公司深入低能级城市布局，有望继续享受三四线城市消费崛起带来的市场红利。预计 18 年有望新开 10 家新店，且 19-20 年在轻重资产推动下展店速度有望延续；③内生业态升级：内生上在优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化，三层面推动内部零售升级，未来盈利能力提升可期。

■投资建议：买入-A 投资评级。受益消费回暖+业态升级，公司的存量同店业绩持续向好，叠加公司不断加码数字化零售+加强新零售技术研发+深耕供应链+激励机制持续完善，我们预计公司 2018-20 年的归母净利润分别为 8.88 亿元/10.65 亿元/12.62 亿元，EPS 分别为 0.74 元/0.89 元/1.05 元，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 14.35 元。

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价：14.35 元
 股价 (2018-10-19) 11.04 元

交易数据

总市值 (百万元)	13,251.31
流通市值 (百万元)	13,246.85
总股本 (百万股)	1,200.30
流通股本 (百万股)	1,199.90
12 个月价格区间	9.73/21.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.91	-1.36	39.68
绝对收益	4.55	-21.92	6.08

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
 huangsh@essence.com.cn
 021-35082092

相关报告

天虹股份：中报业绩符合预期，同店景气度延续/黄守宏	2018-08-20
天虹股份：业态升级成效显著，同店景气度延续/黄守宏	2018-05-03

■风险提示：经济下行抑制可选消费风险、消费市场竞争激烈风险、门店扩展进度不及预期等。

(百万元)	TRUE	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	17,273.0	18,536.3	20,225.8	22,155.5	24,308.3
净利润	524.1	718.2	883.2	1,064.5	1,262.2
每股收益(元)	0.44	0.60	0.74	0.89	1.05
每股净资产(元)	4.66	5.02	5.74	6.18	6.71

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	25.3	18.5	15.0	12.4	10.5
市净率(倍)	2.4	2.2	1.9	1.8	1.6
净利润率	3.0%	3.9%	4.4%	4.8%	5.2%
净资产收益率	9.4%	11.9%	12.8%	14.4%	15.7%
股息收益率	2.2%	2.7%	3.1%	4.1%	4.7%
ROIC	-65.0%	-84.7%	4043.4%	-502.5%	-55.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,273.0	18,536.3	20,225.8	22,155.5	24,308.3	成长性					
减:营业成本	13,099.8	13,761.6	14,892.2	16,215.6	17,677.0	营业收入增长率	-0.7%	7.3%	9.1%	9.5%	9.7%
营业税费	98.4	162.1	176.0	188.3	211.5	营业利润增长率	-61.8%	37.2%	26.9%	20.5%	18.6%
销售费用	3,123.1	3,413.8	3,723.6	4,072.2	4,460.6	净利润增长率	-56.6%	37.0%	23.0%	20.5%	18.6%
管理费用	318.3	383.9	420.7	458.6	500.8	EBITDA 增长率	-55.7%	27.5%	13.9%	17.1%	16.5%
财务费用	16.5	-10.2	-82.4	-112.8	-138.0	EBIT 增长率	-60.9%	30.1%	21.5%	19.3%	18.3%
资产减值损失	3.2	3.8	4.8	3.9	4.2	NOPLAT 增长率	-60.4%	39.6%	16.1%	19.3%	18.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	-102.4%	-1059.7	970.6%	-9.0%
投资和汇兑收益	58.9	85.2	80.8	82.3	82.8	净资产增长率	1.5%	7.7%	14.4%	7.7%	8.7%
营业利润	672.6	923.1	1,171.7	1,412.0	1,675.0	利润率					
加:营业外净收支	42.7	8.2	10.6	13.1	14.7	毛利率	24.2%	25.8%	26.4%	26.8%	27.3%
利润总额	715.3	931.3	1,182.3	1,425.1	1,689.7	营业利润率	3.9%	5.0%	5.8%	6.4%	6.9%
减:所得税	192.1	213.2	295.6	356.3	422.4	净利润率	3.0%	3.9%	4.4%	4.8%	5.2%
净利润	524.1	718.2	883.2	1,064.5	1,262.2	EBITDA/营业收入	4.9%	5.8%	6.1%	6.5%	6.9%
						EBIT/营业收入	4.0%	4.8%	5.4%	5.9%	6.3%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	38	58	67	59	52
货币资金	4,968.1	4,656.3	5,911.3	8,551.1	9,131.6	流动营业资本周转天数	-99	-100	-97	-103	-104
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	191	177	168	190	200
应收账款	339.3	364.9	405.5	450.9	478.8	应收账款周转天数	7	7	7	7	7
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	26	27	25	26	26
预付账款	56.5	30.9	109.4	29.7	113.8	总资产周转天数	298	293	285	290	287
存货	1,429.2	1,364.6	1,484.3	1,663.9	1,803.5	投资资本周转天数	-17	-8	-2	-18	-29
其他流动资产	2,774.3	2,217.7	2,364.9	2,452.3	2,345.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	11.9%	12.8%	14.4%	15.7%
持有至到期投资	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	ROA	3.5%	4.7%	5.3%	5.6%	6.5%
长期股权投资	15.4	-	-	-	-	ROIC	-65.0%	-84.7%	4043.4%	-502.5%	-55.5%
投资性房地产	24.9	24.2	24.2	24.2	24.2	费用率					
固定资产	2,109.3	3,817.5	3,707.8	3,598.1	3,488.4	销售费用率	18.1%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
在建工程	1,141.9	748.1	748.1	748.1	748.1	管理费用率	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
无形资产	706.8	799.3	767.3	735.4	703.4	财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
其他非流动资产	889.0	884.5	775.6	469.7	377.5	三费/营业收入	20.0%	20.4%	20.1%	19.9%	19.8%
资产总额	14,758.0	15,406.8	16,622.1	19,098.6	19,613.6	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	62.1%	60.9%	58.5%	61.1%	58.9%
应付账款	4,031.0	4,429.9	3,981.9	5,561.0	4,857.6	负债权益比	163.6%	155.6%	141.0%	157.2%	143.1%
应付票据	-	-	4.0	0.7	1.4	流动比率	1.05	0.93	1.06	1.13	1.21
其他流动负债	5,050.5	4,882.3	5,670.4	6,039.9	6,615.6	速动比率	0.90	0.78	0.91	0.99	1.05
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	41.73	-88.06	-13.21	-11.51	-11.14
其他非流动负债	78.3	67.8	68.9	71.7	69.4	分红指标					
负债总额	9,159.7	9,380.0	9,725.3	11,673.3	11,544.0	DPS(元)	0.24	0.30	0.35	0.45	0.52
少数股东权益	5.1	3.8	7.4	11.7	16.7	分红比率	55.0%	50.1%	47.2%	50.8%	49.4%
股本	800.2	800.2	1,200.0	1,200.0	1,200.0	股息收益率	2.2%	2.7%	3.1%	4.1%	4.7%
留存收益	4,792.7	5,222.9	5,689.4	6,213.6	6,852.8						
股东权益	5,598.3	6,026.9	6,896.8	7,425.3	8,069.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	523.2	718.1	883.2	1,064.5	1,262.2	EPS(元)	0.44	0.60	0.74	0.89	1.05
加:折旧和摊销	374.2	411.3	141.6	141.6	141.6	BVPS(元)	4.66	5.02	5.74	6.18	6.71
资产减值准备	3.2	3.8	-	-	-	PE(X)	25.3	18.5	15.0	12.4	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.2	1.9	1.8	1.6
财务费用	6.6	-0.5	-82.4	-112.8	-138.0	P/FCF	31.8	-99.5	12.1	4.5	12.3
投资损失	-58.9	-85.2	-80.8	-82.3	-82.8	P/S	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	-0.9	-0.1	3.5	4.3	5.1	EV/EBITDA	6.6	5.7	5.0	2.6	2.0
营运资金的变动	430.8	512.3	181.4	2,046.3	-235.8	CAGR(%)	26.9%	20.8%	-9.8%	26.9%	20.8%
经营活动产生现金流量	1,632.2	1,123.3	1,046.6	3,061.6	952.4	PEG	0.9	0.9	-1.5	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-1,269.6	-1,309.9	142.8	5.8	113.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-610.5	-288.5	65.6	-427.5	-485.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034