

2019年01月03日

天虹股份 (002419.SZ)

拨云见日，柳暗花明

■**核心观点：**我们认为天虹是百货中为数不多的成长性标的，本篇报告核心从内生（数字化+门店改造）和外延（加速展店+次新店爬坡+管理输出）来分析公司的成长性，得到的结论即使在百货行业维持平稳的情况下，天虹仍有望凭借全国门店扩张+数字化提效+成熟店改造优化等方面来实现业绩成长，中长期看具备成为国内百货龙头的潜力，给予买入-A的投资评级。

■**公司为少数实现全国扩张的百货领先企业，管理层及股东结构优异：**

①**四大业态相辅相成：**公司已拥有线下“百货+购物中心+超市+便利店”四大实体业态，以及线上“虹领巾”移动生活消费服务平台，并持续推进数字化革新，向百货新零售转型。截至18Q3，公司共经营百货68家、超市73家、购物中心店10家、便利店167家，区域上已进入8个省市的25个城市，已形成全国性布局。②**展店势头强劲：**公司在2015-17年间分别新开店2、7、7家，店龄结构良好，预计在2018-20年展店或有望加速；③**同店率先回暖：**在2012-15年百货行业受到线上网购的冲击以及行业调整期间，公司对门店进行了积极的调整，并于2016-17年起率先复苏，百货可比店的利润分别同增9.7%和17.4%，高于百货行业利润增速约12.1pct和25.9pct。④**公司治理优秀：**国内百货标的多为国企，异地扩张意愿相对较弱。天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划，公司整体治理优异。

■**实力领先+战略得当，天虹成功实现逆势扩张。**在百货行业景气下行的2012-16年期间，天虹依旧新开了32家门店（百货和购物中心），成功实现在江西、湖南、福建等重点省份的异地扩张。我们认为主要是外部和内部两层面共同推动：①**外部因素：**湖南、江西、福建三省过去10年的GDP高增速+城镇化率持续提升+无地方性百货龙头下，为外部百货企业区域扩张提供难得机会；②**内部因素：**天虹1983年成立并持续从深圳向广州省内异地扩张，在早期就已具备了区域扩张经验，叠加公司在不同省份因地制宜的打法得当、城市和社区店双模式细分市场+首创“百货+超市+X”实现千店千面等竞争优势下，公司抓住外部行业结构性机会，成功实现逆势扩张。

■**数字化+优化门店+加速展店，内生外延共驱未来成长。**公司与其他百货企业的差异在于较强的个股成长性，即使不考虑百货行业回暖情况下，我们认为公司仍可以：①**在内生上通过数字化革新来提升成熟店的销售额及人效，百货主题编辑化和购物中心主题街区化实现门店**

公司深度分析

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（2019-01-03）**10.20元**

交易数据

总市值(百万元)	12,243.06
流通市值(百万元)	12,238.94
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	-3.0	10.33	39.4
绝对收益	-12.82	-9.57	1.17

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：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/黄守宏	2018-10-21
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

差异化吸引流量。②在外延上凭借过去逆势展店的竞争优势和已签约的 30 个储备项目，有望实现 18-20 年加速展店，叠加次新店爬坡和管理输出业务在 17 年后重启，实现同店增长和展店加速的良好成长性。

■**投资建议：买入-A 投资评级。**公司核心客群定位为中端家庭消费者，相比高端定位的百货具备更好的同店抗周期性。未来受益公司加码数字化转型+门店主题化+展店提速及次新店爬坡+深耕超市供应链，我们预计公司 2018-20 年的整体归母净利润分别为 9.45 亿元/10.91 亿元/12.77 亿元，增速 31.6%/15.4%/17.1%，EPS 分别为 0.79 元/0.91 元/1.06 元。其中，公司零售主业的 2018-20 年业绩分别为 8.5 亿元/10.6 亿元/12.8 亿元，增速 35%/24%/21%；地产业务的 2018-20 年业绩分别为 0.94 亿元/0.35 亿元/0.00 亿元。给予公司买入-A 的投资评级，并结合 DCF 模型测算，6 个月目标价为 14.35 元。

■**风险提示：经济下行抑制可选消费、百货行业竞争加剧、展店进度不及预期、数字化改革效果不及预期、次新店爬坡不及预期等。**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	17,273.0	18,536.3	20,185.6	21,977.9	24,290.0
净利润	524.1	718.2	944.9	1,090.7	1,277.0
每股收益(元)	0.44	0.60	0.79	0.91	1.06
每股净资产(元)	4.66	5.02	5.77	6.22	6.75

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	23.4	17.0	13.0	11.2	9.6
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
净利润率	3.0%	3.9%	4.7%	5.0%	5.3%
净资产收益率	9.4%	11.9%	13.7%	14.6%	15.8%
股息收益率	2.4%	2.9%	3.6%	4.5%	5.1%
ROIC	-65.0%	-84.7%	4364.6%	507.7%	-88.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 全国扩张的百货领先企业，管理层及股东结构优异	6
1.1. 四大业态+移动品牌格局确立，18年Q1-3业绩持续好于预期	6
1.2. 展店：全国门店扩张为差异化优势，18-20年展店或有望加速	8
1.3. 同店：16Q4起行业回暖，公司业绩率先实现复苏	11
1.4. 股权：中外合资治理优秀，高管持股+超额利润分享激励充分	12
2. 实力领先+战略得当，天虹持续实现逆势扩张	15
2.1. 外部因素：人均收入增长+城市化推进+无地区性龙头	15
2.1.1. GDP增速及城镇化率好于全国，奠定百货下沉基础	15
2.1.2. 天虹先发抢占三省百货市场，成为后续加密的品牌优势基础	15
2.2. 内部因素：经营实力奠基，差异化定位+先发优势+扩张策略得当	16
2.2.1. 高效管理及早期积累的经营经验，为天虹异地复制的实力基础	16
2.2.2. 蓝海市场“众星拱月”，红海市场“另辟战场”，扩张策略得当	17
2.2.3. 城市中心+社区中心店细分市场，“百货+超市+X”模式实现“千店千面”	18
3. 数字化+优化门店+加速展店，内生外延共驱未来成长	20
3.1. 天虹数字化革新业内领跑，有望推动成熟店迎二次成长	20
3.1.1. 数字化为百货未来重要发展趋势	20
3.1.2. 率先布局百货数字化，6层面发力下公司有望继续收获红利	22
3.2. 门店优化：百货主题编辑化+购物中心主题街区化，持续提升购物体验	24
3.3. 外延扩张：展店有望迎来加速，18-20年门店扩张带动业绩增长	26
3.3.1. 展店加速：已签约项目达30个，2018-20年门店扩张或迎来加速	26
3.3.2. 新店成熟：当前店龄分布合理，2018-21年次新店爬坡有望推动业绩	27
3.3.3. 管理输出：地产商主业承压催化与百货龙头合作，天虹轻资产输出潜力大	28
4. 投资建议	30
4.1. 盈利预测：预计零售主业2018~20年业绩复合增速26.5%	30
4.2. 相对估值：公司PE处于历史较低水平，横向对比估值有优势	31
4.3. 绝对估值：DCF估值下公司每股价值16.13元	31
5. 风险提示	32

图表目录

图1：天虹的四大实体业态与线上平台的定位格局和发展战略	6
图2：公司18Q3收入增长6.92%延续增长势头（亿元）	6
图3：公司18Q3扣非净利润同比增长35.34%（亿元）	6
图4：公司2010-18Q3各业态门店数量分布（单位：家）	7
图5：18Q1-3公司可比店中各业态营业收入占比	7
图6：18Q1-3公司可比店中各业态毛利润占比	7
图7：公司2018Q3各地区门店面积分布（含便利店）	8
图8：2018Q1-3华南营收占比64.1%，华中占比17.2%	8
图9：2018Q1-3总体毛利率26.69%，华南区毛利率27.7%、华中地区24.9%	8
图10：天虹股份的区域扩张及各业态发展历程	9
图11：天虹2002-18年全国门店扩张路径（红线为已重点开拓省份、虚线开拓力度尚较小）	9
图12：受益二三四线城市百货下沉，天虹在华中区扩张快速	10

图 13: 百货行业及天虹百货业务的营收同比.....	11
图 14: 百货行业及天虹百货业务的利润同比.....	11
图 15: 公司可比店的整体营收在 17Q4 开始回暖 (季度数据)	11
图 16: 公司可比店的整体利润在 16Q1 开始回暖 (季度数据)	12
图 17: 天虹在成立之初就已引入港资参股, 公司治理的优质在百货标的中突出.....	12
图 18: 2014-2017 年人均创收趋势	14
图 19: 2014-2017 年人均创利趋势	14
图 20: 湖南、江西和福建 GDP 增速近年来持续高于全国.....	15
图 21: 湖南、江西省的城镇化率高增长, 但潜力依旧大.....	15
图 22: 江西、福建、湖南三省均无强势百货龙头, 2000~10 年间竞争格局相对宽松	16
图 23: 天虹股份的管理费用率在百货行业内基本处于最低水平.....	16
图 24: 天虹 2002 年在南昌开第一家店, 随后 16 年间扩张至 14 家门店及 6 个储备项目	17
图 25: 天虹 2008 年在长沙开第一家店, 随后 10 年间扩张至 8 家门店及 4 个储备项目.....	17
图 26: 城市中心店位于核心商圈, 用于树立品牌形象.....	18
图 27: 社区中心店为天虹抢占市场的主力门店	18
图 28: 2018Q1-3 期间, 天虹的摊薄净资产收益率在行业中处于较高水平.....	19
图 29: 天虹百货中的生活超市 space 可吸引周边社区流量.....	19
图 30: 天虹百货/超市/X 各占零售收入 62%/33%/5% (16 年).....	19
图 31: 百货企业三个维度的数字化及代表性标的.....	20
图 32: 数字化会员体系可帮助店员实现远程精准营销.....	21
图 33: RFID 数字化百货仓储, 可使商品打折等促销更合理.....	21
图 34: 41%百货企业仅在 17 年才开始布局 O2O.....	21
图 35: 商品推销和交易为百货移动终端的核心作用.....	21
图 36: 天虹股份在数字化领域布局早且转型坚定, 截至 18H1 数字化带来的成果已开始显现.....	22
图 37: 虹领巾 App 会员人数及智慧停车使用快速增长.....	23
图 38: 手机买单及全渠道合作专柜数量继续增多.....	23
图 39: 天虹股份在 2018 年来 6 个层面继续深入数字化变革.....	23
图 40: 天虹与腾讯合作成立“智能零售实验室”, 未来有望在 4 个层面深入数字化应用.....	24
图 41: 天虹 Discovery 主推主题编辑化, 对抗同质化.....	25
图 42: 天虹 Rain&Color 买手店引入更多热门商品.....	25
图 43: 天虹 Kids Republic 店铺与英伦装修融为一体.....	25
图 44: 天虹 Kids Republic 引入的英伦小火车	25
图 45: 储备项目在二三线城市共计 22 个, 占整体的 73%.....	27
图 46: 30 个储备项目按地区分, 华南和华中合计占比 80%	27
图 47: 相比 2015-17 年的开店节奏, 我们预计天虹未来 3 年展店有望加速	27
图 48: 截至 18Q3, 百货店中 0~4 年门店占比约 15%.....	28
图 49: 截至 18Q3, 购物中心 0~2 年门店占比约 60%.....	28
图 50: 天虹股份目前的 PE TTM 处于历史较低的水平.....	31
表 1: 2010 年至今持续经营的新开门店明细 (不含便利店, 按时间先后排序)	10
表 2: 天虹高管均持有公司股份, 利益绑定良好.....	13
表 3: 截止至 18 年 12 月, 公司已签约未开业的百货和购物中心项目达 27 个, 独立超市 3 个.....	26
表 4: 2010 年至今公司各报告期门店开关情况 (不含便利店)	28
表 5: 截止 2018Q3 天虹百货、购物中心、独立超市业态门店店龄	28

表 6: 截止 2018Q3, 公司已开业的轻资产项目 6 个, 储备轻资产项目 7 个.....	29
表 7: 天虹股份盈利预测模型 (单位: 亿元)	30
表 8: 天虹股份的 PE 目前基本处于行业平均水平.....	31
表 9: 取公司对应上证综指近 60 个月 Beta 值, 永续增速 1.50%, DCF 下每股价值 16.13 元	32

1. 全国扩张的百货领先企业，管理层及股东结构优异

1.1. 四大业态+移动品牌格局确立，18年 Q1-3 业绩持续好于预期

四大零售业态+线上移动平台格局成型，多业态协同并进。①业态：公司1984年诞生于深圳，发展至今已经形成了线下的“百货+购物中心+超市+便利店”四大实体业态，线上的“虹领巾”移动生活消费服务平台，共同推进线上线下的多业态融合发展。②品牌：公司旗下的品牌也有成立之初的双品牌战略，发展至现在的“天虹”、“君尚”、“sp@ce”和“微喔”四大品牌布局，并进行不断的创新发展。③战略：发展战略上，公司确立了百货主题编辑化（主打丰富业态+高性价比+主题编辑）、购物中心主题街区化（主打吃喝玩乐购）、超市独立化、便利店试水无人化的发展方向。

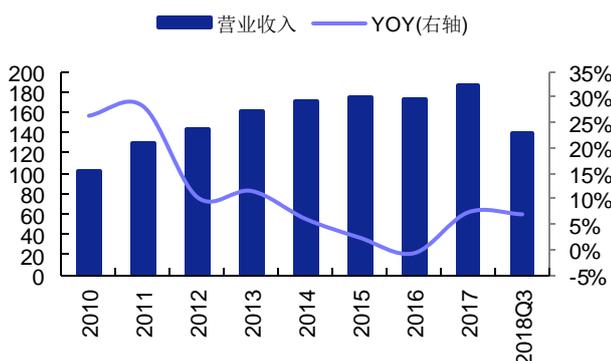
图 1：天虹的四大实体业态与线上平台的定位格局和发展战略



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

公司业绩在 2016 年触底反弹，2018 年 Q1-3 业绩持续超预期。公司于 2010 年上市，收入和业绩增速在 2012-16 年间持续下滑主要是受期间线下的百货行业受网购的冲击、叠加商业地产的供给过剩使得一线百货行业竞争加剧所致。对此，公司在 2012-16 年间积极实施转型，对亏损的门店及时关闭，并在 2015 年推出“虹领巾”发展 O2O 模式，为目前的商业格局奠定了基础。在 2016 年起，先后受益高端和中端消费的崛起，公司的业绩出现持续反弹。在 2018 年 Q1-3，公司实现营收 138.34 亿元/+6.92%，剔除地产的影响因素后，估算 18Q1-3 的零售主业收入和净利润增速分别+5.7%/+37%，业绩持续复苏且好于预期。

图 2：公司 18Q3 收入增长 6.92% 延续增长势头（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

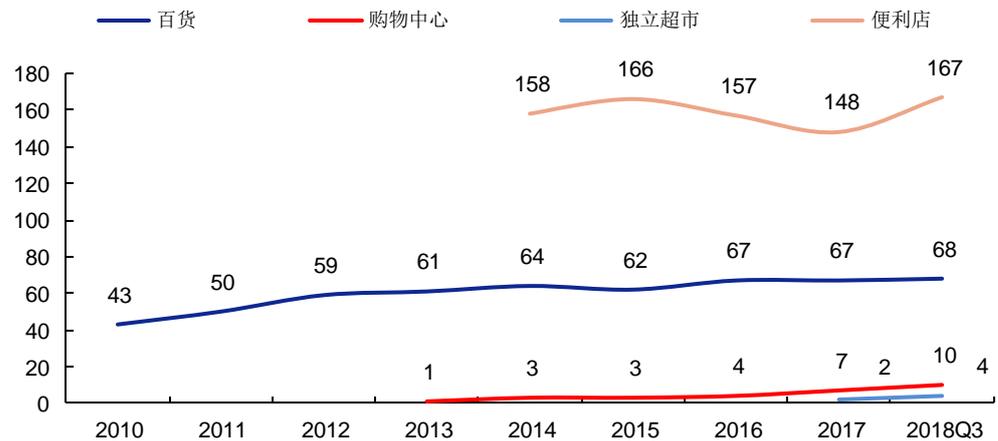
图 3：公司 18Q3 扣非净利润同比增长 35.34%（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1) 门店数量分布: 百货门店 68 家, 购物中心近 6 年新增 10 家, 增长快速。截止 2018 年 9 月 30 日, 公司共有门店 318 家, 百货、购物中心、超市、便利店门店分别为 68 家、10 家、73 家、167 家 (超市业态中独立超市 4 家); 公司门店总面积约 279 万平, 百货、购物中心、超市、便利店门店面积分别合计为 173.95 万平、68.47 万平、35.23 万平、1.49 万平, 分别占比 62.3%、24.5%、12.6%、0.5%。

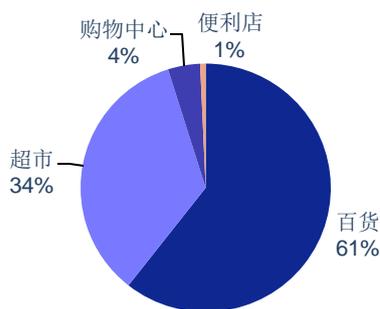
图 4: 公司 2010-18Q3 各业态门店数量分布 (单位:家)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

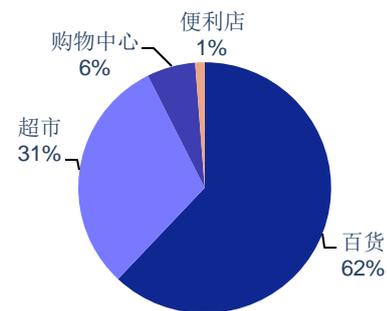
2) 收入构成: 百货约占零售主业收入 60.7%, 超市 (基本为非独立超市) 约占 34.6%。2018 年 1-9 月, 天虹实现总营收 133.9 亿元, 其中零售业务的营收为 130.5 亿元, 地产业务的收入为 3.4 亿元。按零售业务的可比店口径来看 (占总零售收入的 95.8%), 百货业态实现营收 75.8 亿元/+2.03%, 超市业态实现营收 43.2 亿元/+3.14%, 购物中心实现营收 5.2 亿元/+7.63%, 便利店实现营收 0.9 亿元/-4.43%。

图 5: 18Q1-3 公司可比店中各业态营业收入占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

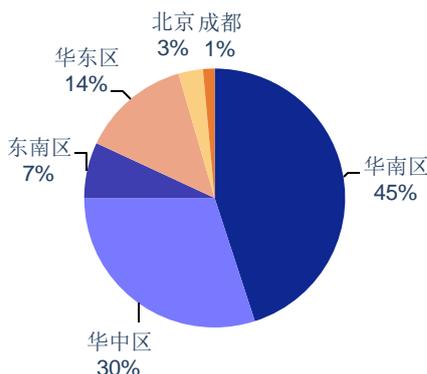
图 6: 18Q1-3 公司可比店中各业态毛利润占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

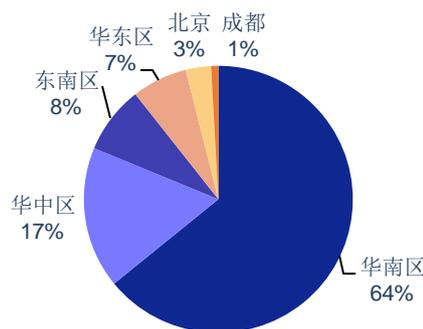
3) 门店地区分布: 华南地区依旧为重心, 全国扩张格局初步成型。截至 18 年三季度, 公司门店总数 (百货+购物中心) 也由 2010 年的 43 家增长至 2018 年 Q3 的 82 家, 已完成了华南 (广东, 占收入 64%)、华中 (湖南、江西, 占收入 17%)、东南 (福建, 占收入 8%)、华东 (江苏、浙江, 占收入 7%)、北京 (占收入 1%)、四川 (占收入 1%) 等 8 个省市、25 个城市的广泛布局。经过 16 年的区域扩张后, 公司在全国扩张格局初步成型。

图 7：公司 2018Q3 各地区门店面积分布(含便利店)



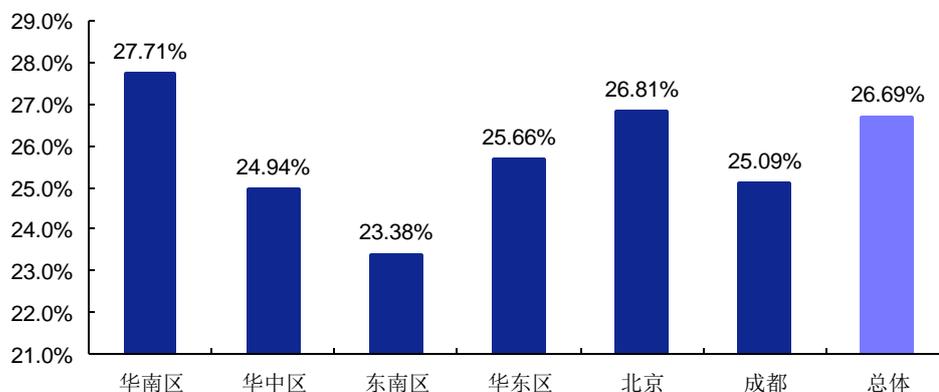
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2018Q1-3 华南营收占比 64.1%，华中占比 17.2%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：2018Q1-3 总体毛利率 26.69%，华南区毛利率 27.7%、华中地区 24.9%

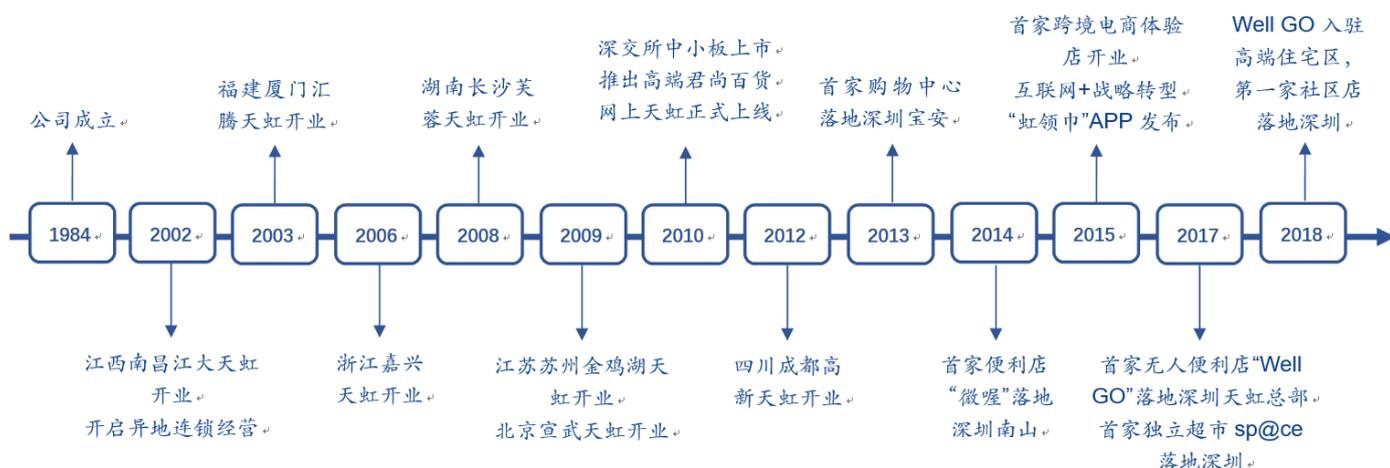


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 展店：全国门店扩张为差异化优势，18-20 年展店或有望加速

国内百货行业多为地方性国企，全国区域扩张的意愿相对较弱，天虹则为其中少数几个在过去持续异地扩张，且获得成功的企业。公司 1985 年在深圳新开了第一家商场——深南天虹，在确立了地区优势后，逐步向华南以北的地区实现扩张。从 2002 年开始，公司陆续进入江西、福建、湖南等华中、东南地区，并在 2009 年开业北京宣武天虹。在过去 16 年间，公司在区域扩张上基本采用“众星拱月”的战略，由城市中心店率先在重点省份的省会城市核心地段进行布局和品牌树立，再利用社区购物中心占所在省会及省内二三线城市的市场份额。叠加公司管理团队的持续创新和学习精神，为每家店的品牌招商布局和风格设计均采用与最适宜当地市场的搭配，精准定位中高端的家庭消费者，实现了由深圳向长三角、湖南江西以及闽三角、长三角的门店扩张。

图 10: 天虹股份的区域扩张及各业态发展历程



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

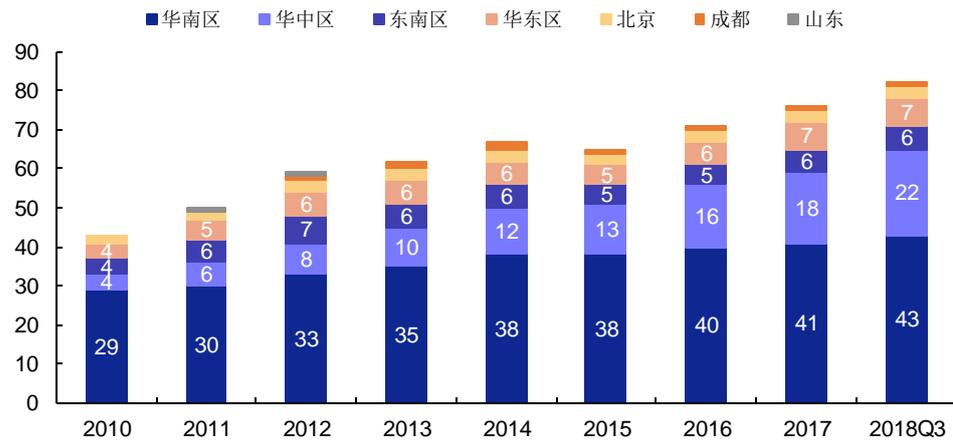
得益于公司较早布局的先发优势+华中地区二三线百货下沉, 公司在湖南和江西两地的区域扩张势头强劲。天虹在 2002 年开店江西南昌, 2008 年布局湖南长沙, 均为较早在该两省会城市成立百货的企业。目前, 公司在华中地区快速发展, 截止 2018 年 9 月 30 日, 百货、超市、购物中心三种业态在华中地区分别为 18 家、22 家、4 家, 分别占公司各业态总门店数的 26.5%、30.1%、40.0%。

图 11: 天虹 2002-18 年全国门店扩张路径 (红线为已重点开拓省份、虚线开拓力度尚较小)



资料来源: 联商网、百度地图、公司公告、安信证券研究中心整理

图 12: 受益二三四线城市百货下沉, 天虹在华中区扩张快速



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 1: 2010 年至今持续经营的新开门店明细 (不含便利店, 按时间先后排序)

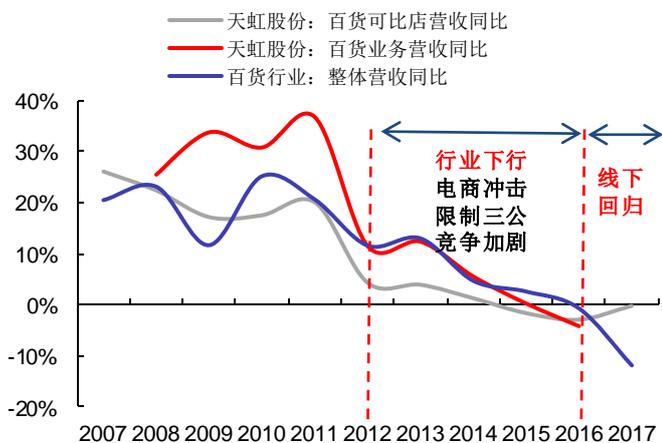
序号	开业时间	门店名称	城市分布	经营方式	序号	开业时间	门店名称	城市分布	经营方式
1	2010/4/24	东莞黄江天虹	二线	直营	25	2014/11/28	南昌进贤天虹	二线	直营
2	2010/4/29	北京国展天虹	一线	直营	26	2014/12/31	福州王庄天虹	二线	直营
3	2010/4/30	深圳公明天虹	一线	直营	27	2015/8/28	惠州开城天虹	二线	直营
4	2010/12/25	深圳横岗天虹	一线	直营	28	2015/8/29	南昌象湖新城天虹	二线	直营
5	2011/9/8	东莞虎门天虹	二线	直营	29	2016/1/16	湘潭天虹	三线	直营
6	2011/11/12	赣州天虹	三线	直营	30	2016/9/23	南昌天虹 COOL+	二线	直营
7	2011/12/28	娄底天虹	四线	直营	31	2016/12/10	珠海天虹	三线	直营
8	2011/12/23	苏州木渎天虹	二线	直营	32	2016/5/8	江西九江共青城天虹	三线	特许经营
9	2012/1/6	北京新奥天虹	一线	直营	33	2016/12/9	深圳君尚 3019	一线	直营
10	2012/4/28	绍兴柯桥天虹	二线	直营	34	2016/12/16	深圳新沙天虹购物中心	一线	直营
11	2012/4/29	厦门海沧天虹	二线	直营	35	2017/3/28	sp@ce 前海超市	一线	直营
12	2012/7/7	岳阳天虹	三线	直营	36	2017/4/28	厦门君尚	二线	直营
13	2012/11/3	深圳东环天虹	一线	直营	37	2017/5/19	苏州石路天虹 CC.Mall	二线	直营+托管
14	2012/11/29	成都高新天虹	二线	直营	38	2017/9/27	长沙沙湾公园天虹 CC.Mall	二线	直营
15	2012/12/28	株洲天虹	三线	直营	39	2017/11/29	江西泰和天虹购物中心	县级市	加盟
16	2012/12/29	深圳坪山天虹	一线	直营	40	2017/12/29	苏州相城天虹购物中心	二线	直营
17	2013/2/1	南昌红谷中心天虹	二线	直营	41	2017/12/22	sp@ce 石岩超市	一线	直营
18	2013/3/30	宝安天虹购物中心	一线	直营	42	2018/2/3	宁乡天虹购物中心	县级市	直营
19	2013/8/30	南昌京东天虹	二线	直营	43	2018/2/4	上饶余干天虹购物中心	三线	直营
20	2013/12/31	惠州三环天虹	二线	直营	44	2018/5/11	sp@ce 阳江超市	四线	直营
21	2014/6/7	深圳坂田天虹	一线	直营	45	2018/7/27	宜春天虹购物中心	三线	直营
22	2014/6/27	杭州天虹购物中心	二线	直营	46	2018/9/19	浏阳天虹购物中心	县级市	直营
23	2014/7/16	吉安天虹购物中心	四线	直营	47	2018/9/29	sp@ce 佛山 ipark 超市	二线	直营
24	2014/8/21	深圳松柏天虹	一线	直营					

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

1.3. 同店：16Q4 起行业回暖，公司业绩率先实现复苏

行业低谷期积极调整厚积薄发，公司同店利润跨过拐点进入利润释放期。从同店的数据来看，在 2012-16 年间，由于期间百货行业受到线上网购的冲击以及行业内竞争加剧、购物中心抢占市场份额、限制三公消费等因素影响，使得百货行业整体的收入增速持续下滑。公司同样受到行业影响，营收和扣非净利润增速受此影响逐渐下行，甚至出现负增速。面对挑战，公司积极推荐内生变革转型：积极发展高客流量的购物中心业态；明确提出全渠道的发展战略；果断关闭未达经营目标的门店等，使得天虹在 2012-15 年间的营收增速低于行业平均。在 2016 年至今，受益百货行业的回暖以及公司门店业态调整后进入了业绩释放的拐点，天虹在 2016-17 同店利润领先行业持续反弹，并在 18Q1-3 业绩增速持续超市场预期。

图 13：百货行业及天虹百货业务的营收同比



资料来源：国家统计局，公司公告，安信证券研究中心整理

注：2017 年由于公司披露口径改变，未披露百货业务营收同比

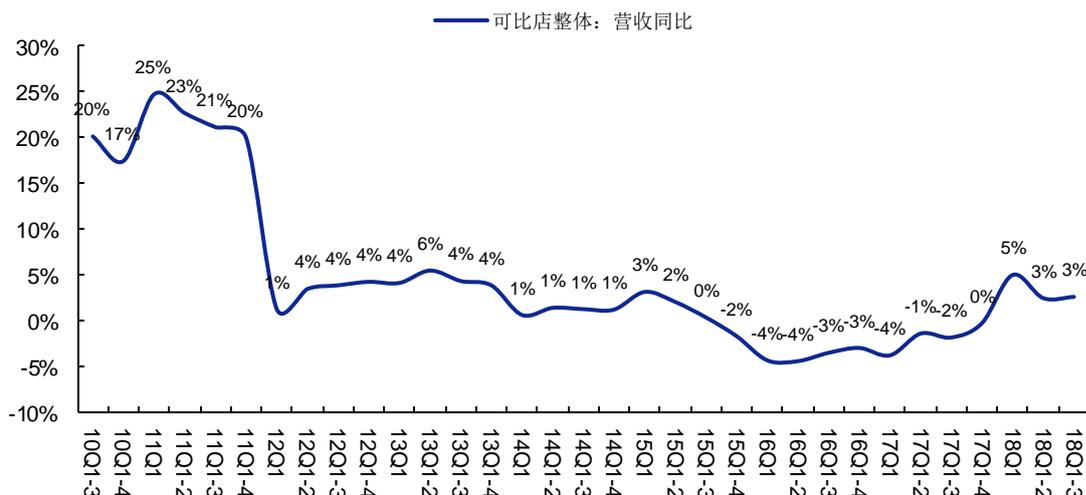
图 14：百货行业及天虹百货业务的利润同比



资料来源：国家统计局，公司公告，安信证券研究中心整理

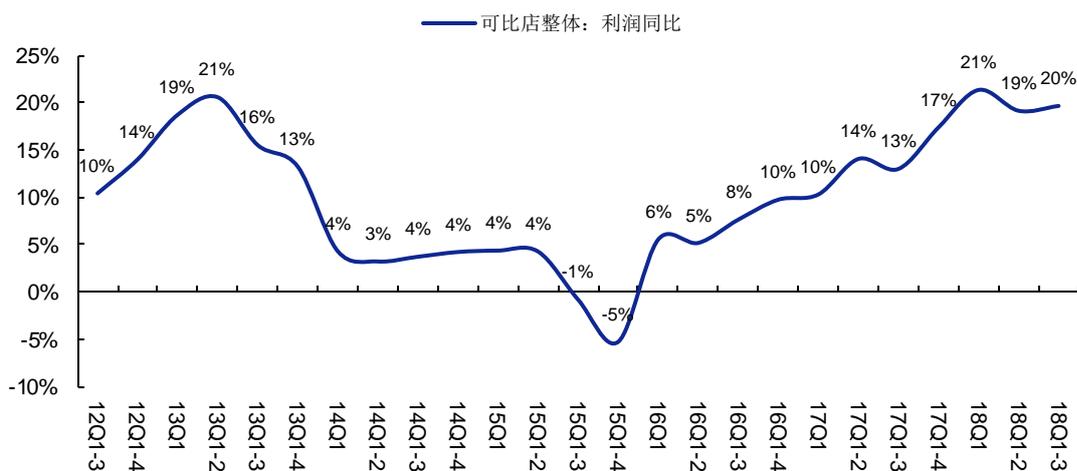
注：2017 年由于公司披露口径改变，未披露百货业务毛利同比

图 15：公司可比店的整体营收在 17Q4 开始回暖（季度数据）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16: 公司可比店的整体利润在 16Q1 开始回暖 (季度数据)

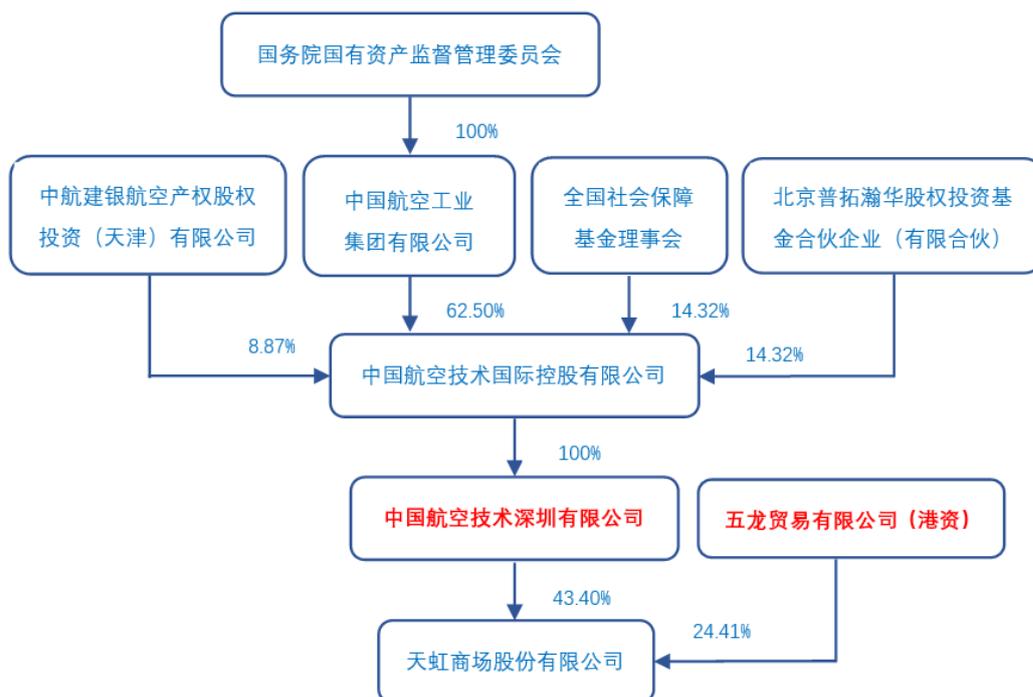


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.4. 股权: 中外合资治理优秀, 高管持股+超额利润分享激励充分

公司作为 A 股市场上市的百货公司中的唯一央企, 控股股东为中国航空技术深圳有限公司, 持股比例 43.4%, 实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。中国航空技术深圳有限公司是中国航空技术国际控股有限公司全资子公司, 是最早参与深圳特区建设的央企之一。旗下拥有电子信息、现代服务业、物业资产经营三大业务, 旗下拥有中航国际控股(0161.HK)、深天马(000050.SZ)、飞亚达(A:000026, B:200026)、天虹股份(002419.SZ)、深南电路(002916.SZ)等五家境内外上市公司。公司借助央企背景在融资上享受一定优势的同时, 进一步借助控股股东中国航空技术深圳有限公司的企业平台, 持续扩大布局。

图 17: 天虹在成立之初就已引入港资参股, 公司治理的优质在百货标的中突出



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司的成立之初便引入港资参股。公司前身为深圳市天虹商场，1983年12月24日由中国航空技术进出口公司深圳工贸中心与深圳市华侨商品供应公司在深圳共同投资设立。1986年10月20日，华侨供应公司退出深圳市天虹商场的合资经营，深圳市天虹商场由中航技深圳工贸中心和五龙贸易公司合资经营。公司在早期就引入了港资参股，使得公司的治理机制更加灵活，没有部分百货央企机制僵化的缺陷；同时公司诞生于深圳特区，对新技术新观念的接受程度高，更易于技术观念的创新发展和方法方式的不断更新，为公司注入源源不断的活力。

2002年公司引入管理层持股。2002年，天虹商场经营管理层出资组建了深圳市奥尔投资发展有限公司、深圳市奥轩投资咨询有限公司（现更名为“可来公司”）和深圳市奥昂投资咨询有限公司（现更名为“康达特公司”），由上述三公司以现金方式对天虹商场进行增资，从而实现了经营管理层间接持有天虹商场股权。2018年三季度，奥尔公司被其股东深圳市奥轩投资股份有限公司吸收合并，奥尔公司所持公司股份由深圳市奥轩投资股份有限公司持有。根据2018年三季度报数据，深圳市奥轩投资股份有限公司目前持股2.13%。

表 2：天虹高管均持有公司股份，利益绑定良好

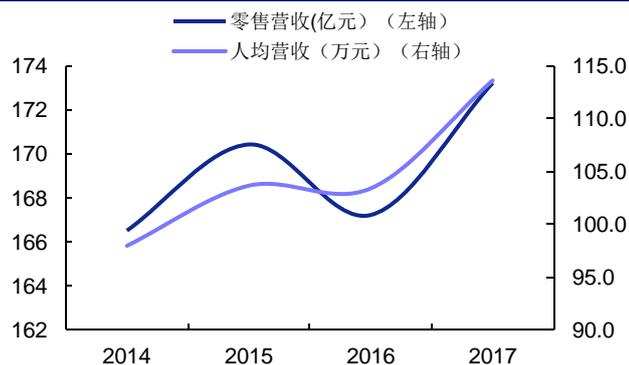
高管姓名	职位	持股数量 (万股)	对应市值 (万元)	占总股本比例
高书林	董事长	190.27	2,777.93	0.16%
宋瑶明	副总经理,总会计师	184.1	2,687.92	0.15%
孙金成	副总经理	182.78	2,668.65	0.15%
侯毅	副总经理	128.53	1,876.56	0.11%
吴健琼	副总经理	110.7	1,616.22	0.09%
万颖	董事会秘书	70.97	1,036.13	0.06%
陈瑀	监事	50.7	740.28	0.04%
郑蔓	副总经理	46.67	681.44	0.04%
姜勇	副总经理	35.79	522.59	0.03%
张旭华	董事,总经理	9.26	135.12	0.01%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

2017年底公司公告市场化股票员工增持计划。公司第四届董事会第二十二次会议及2018年第一次临时股东大会审议通过《公司市场化股票增持计划（草案）及其摘要的议案》等事项，对符合条件的公司部分董事、监事、高级管理人员及业务骨干等（不超过242人）实施员工持股计划，参与对象认购的资金总额不超过人民币11,844万元，存续期为60个月。截至18年6月25日，公司已通过二级市场累计购买公司股票986.59万股，占总股本0.82%，交易均价11.96元。目前公司股价为11.77元（截止2018年12月13日），依旧低于员工持股计划均价。

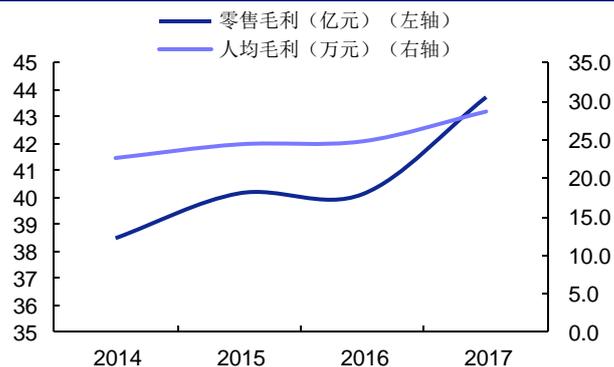
基层激励，超额利润分享计划，进一步激发员工活力。2015年，公司提出门店超额利润分享计划，推广至今效果显著。为进一步完善员工分配制度，综合考虑劳动、技术和管理等要素，按贡献参与分配，公司试行超额分享等约束激励机制实现薪资肯定和高绩效工作过程与产出的鼓励，以达到激励绩优、提高效率、兼顾公平的分配效果。2017年超过90%门店获得了超额利润分享，对提升公司的业绩和人效提供了有力保障。2014年天虹员工人均创收97.93万元，到2017年末，员工人均创收达113.59万元，三年CAGR为5.07%；天虹员工人均创利数从2014年的22.64万元，增加到2017年末的28.68万元，三年CAGR为8.19%。可见，该计划初显成效。

图 18: 2014-2017 年人均创收趋势



资料来源: 公司公告, 东方财富 choice, 安信证券研究中心

图 19: 2014-2017 年人均创利趋势



资料来源: 公司公告, 东方财富 choice, 安信证券研究中心

公司通过完善“管理层间接持股+员工持股计划+超额利润分享计划”三级激励机制，从上至下，充分激励，通过绑定利益激发员工的积极性和创造性，促使员工在关注公司当期效益的同时，关注公司更长远的发展，为公司创造更大的价值。

2. 实力领先+战略得当，天虹持续实现逆势扩张

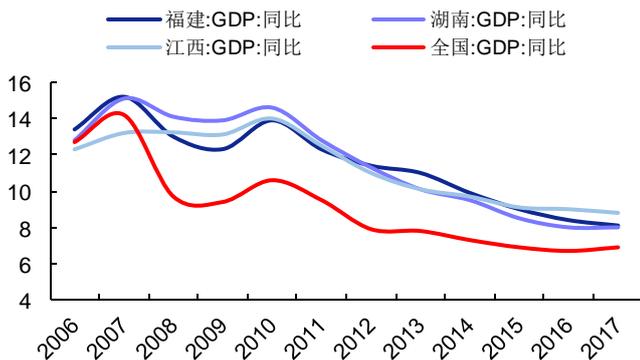
天虹在百货行业景气下行的 2012-2016 年期间，依旧新开了 32 家门店（百货+购物中心），（门店业态调整后再开业 2 家、关店 9 家、总大店数量净增加 21 家），成功实现了在江西、湖南、福建三个重点省份的省外扩张。我们认为主要是外部+内部的两个层面的因素共同推动：1) 外部因素：湖南、江西、福建三省的 GDP 高增速+城镇化率持续提升+当地无百货龙头下，为外部百货企业区域扩张提供难得机会；2) 内部因素：天虹早期就已具备区域扩张经验+不同省份的不同打法得当+城市社区双模式门店经营+首创“百货+超市+X”早期实现千店千面的竞争优势。

2.1. 外部因素：人均收入增长+城市化推进+无地区性龙头

2.1.1. GDP 增速及城镇化率好于全国，奠定百货下沉基础

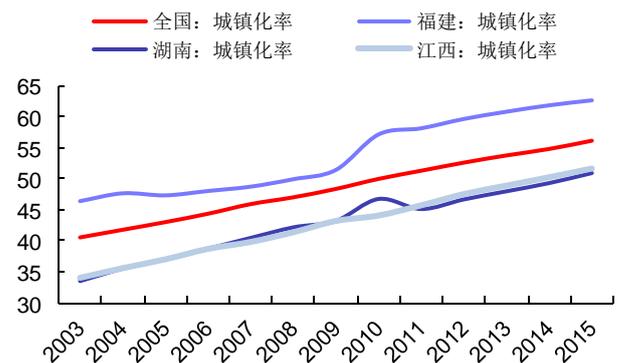
湖南、江西及福建三省过去的 GDP 增速显著高于全国平均，推动中高端消费的需求增长。受益第三产业占比提升以及制造业向中部转移，湖南、江西的 GDP 增速在 2008~2017 年间持续高于全国平均，也推动了中高端消费的需求持续增长，为百货业态的发展提供需求基础。

图 20：湖南、江西和福建 GDP 增速近年来持续高于全国



资料来源：国家统计局，Wind，安信证券研究中心

图 21：湖南、江西省的城镇化率高增长，但潜力依旧大



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

湖南、江西省的城镇化率持续提升下出现更多新城区及商业圈，为新进入的百货企业提供布局机会。城镇由于群聚效应，相比人口分散的乡镇更容易形成的商业圈和新城区，为百货及购物中心等业态提供物业及市场基础。根据国家统计局的数据，在 2003-2015 年间，湖南和江西省的城镇化率分别 2003 年的 34%和 36%，提升至 2015 年的 51%和 52%，城镇化率的持续提升使得两个省份中出现了更多的新城区和新商业圈，为外部百货及购物中心企业的布局提供了进入机会。

2.1.2. 天虹先发抢占三省百货市场，成为后续加密的品牌优势基础

与北京的王府井、浙江的银泰、东北的大商、江苏的金鹰、湖北的武商等不同，江西、湖南和福建三省当地百货龙头发展及在门店扩张相对较晚，在 2002~2008 年间竞争环境相对宽松，为外部优质百货企业进入留下了良好的市场空间。天虹在外部扩张时抓住这一机遇，分别在 2002、2003、2008 年进入江西、福建、湖南市场，率先在这三个省份的省会建立百货旗舰店，建立品牌知名度和渠道布局，为后续的社区店及二三线城市下沉打下了先发优势。

图 22：江西、福建、湖南三省均无强势百货龙头，2000-10 年间竞争格局相对宽松



资料来源：公司公告、联商网、安信证券研究中心整理

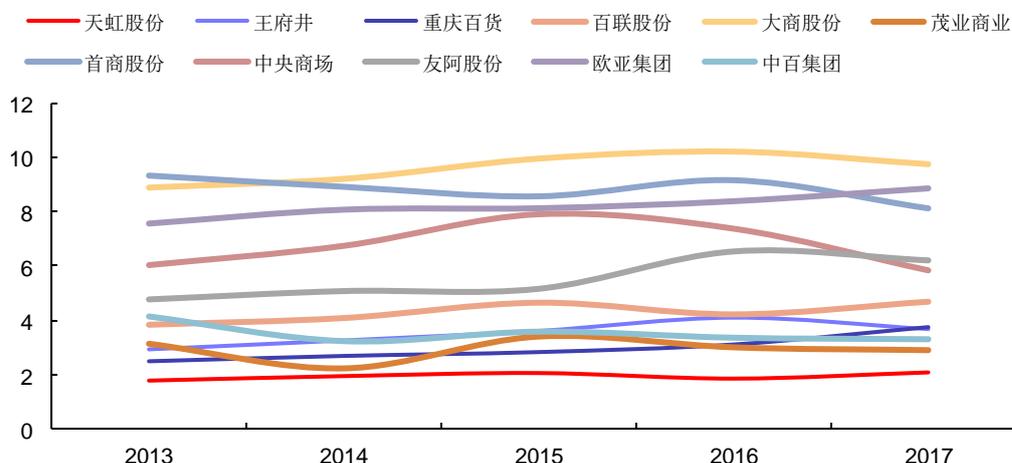
2.2. 内部因素：经营实力奠基，差异化定位+先发优势+扩张策略得当

2.2.1. 高效管理及早期积累的经营经验，为天虹异地复制的实力基础

天虹布局百货时间较早，区域扩张时经营及管理已具备领先优势。天虹成立于 1983 年的深圳，成立之初就引入港资，因此体制市场化。经过 20 多年在深圳及周边县市的稳健发展，天虹在 2002~08 年区域扩张江西、福建、湖南等省份时，已在百货管理经验、门店选址、业态布局、区域扩张策略、异地供应链搭建等方面，相比该三个省份当地的龙头已有了较明显的领先优势，成为快速抢占当地市场份额做得实力基础。

学习型组织+市场化精细运营，公司管理效率处于行业领先水平。公司市场化的管理体制以及学习型的企业文化，使得天虹运营的效率及适应性上均得到良好的体现。例如天虹在百货行业内较早就提出基于当地顾客和竞争对手而定制的“百货+超市+X”模式，以及在 2010 年就开始布局第一批布局电商，均体现了公司对时代变化的敏感性以及善于创新的企业精神。细分来看，公司于 2010 年上市之前，在管理上就已经贯彻实施了“平衡计分卡”战略管理工具、“精益六西格玛”流程改进工具、“卓越绩效模式”评价准则等管理工具，使公司的组织运营管理和战略执行水平得以不断提高。从过去 5 年各百货企业的管理费用率来看，天虹均处于行业内的管理费用率最低水平，从财务角度验证了公司的管理效率。

图 23：天虹股份的管理费用率在百货行业内基本处于最低水平

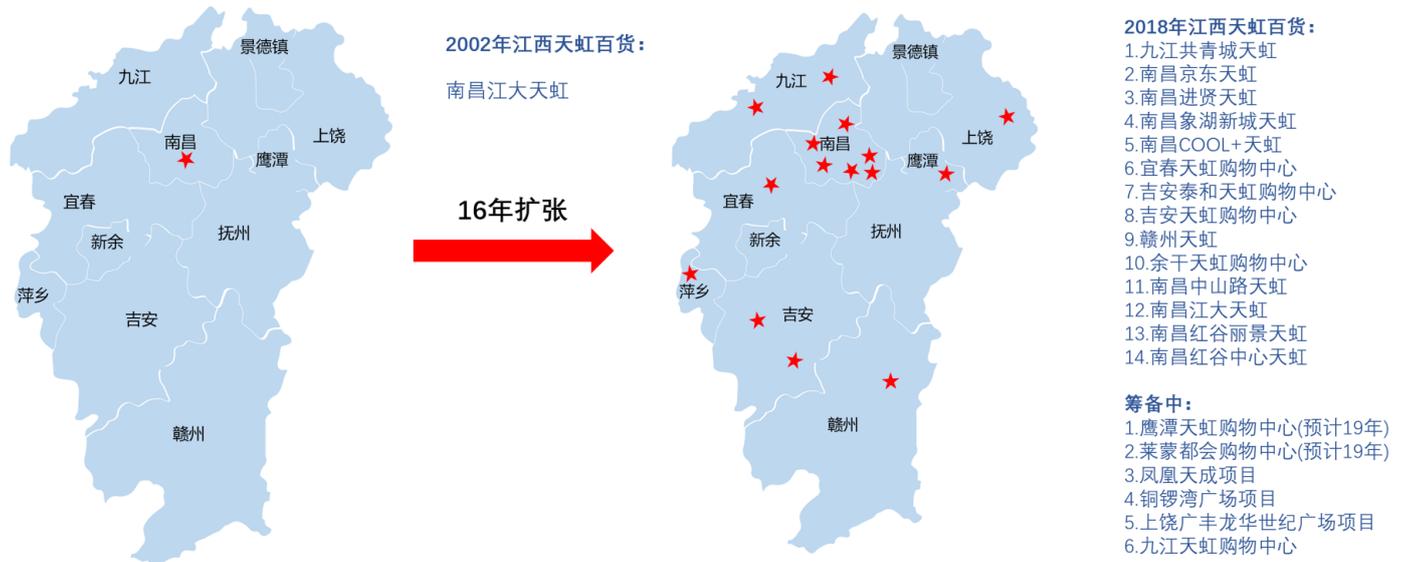


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2.2. 蓝海市场“众星拱月”，红海市场“另辟战场”，扩张战略得当

公司在异地扩张的战略上同样因地制宜。①在还没有出现百货地方性龙头的市场，如江西、福建、湖南等，公司采取核心力量布局省会，再一步步二三线下沉，最大可能抢占市场。早期省会城市由于在省内较大的影响力及在教育、医疗、文化等资源均相对集中，省内的二三线人群前往省会城市的客流较大，因此百货企业将旗舰店设立在省会城市可以起到良好的品牌效应，为后续下沉打好品牌基础。天虹分别在 2002 年和 2003 年进入江西、福建市场，2008 年进入湖南市场，均采用该扩展策略，分别利用城市中心店以旗舰的形式在三省的省会城市建立品牌影响力，再逐步从省会以及省内的经济强市适时下沉。

图 24：天虹 2002 年在南昌开第一家店，随后 16 年间扩张至 14 家门店及 6 个储备项目



资料来源：联商网、公司公告、安信证券研究中心整理

截止 2018 年 9 月 30 日：①公司在江西共有大店 14 家，其中百货 10 家、购物中心 4 家，2007 年开业的江西南昌中山天虹更是连续进入公司营业收入排名前三的门店；②在福建共有大店 6 家，其中百货 5 家、购物中心 1 家；③在湖南省共有大店 8 家，其中百货 6 家、购物中心 2 家；异地扩张效果显著。

图 25：天虹 2008 年在长沙开第一家店，随后 10 年间扩张至 8 家门店及 4 个储备项目



资料来源：联商网、公司公告、安信证券研究中心整理

②在本地已经有知名度较高的百货公司，如杭州（银泰）、南京（新百和金陵）等市场，公司则采取先核心下沉周边二三线的城市的打法，避免直接竞争。对于浙江、江苏等省份，天虹分别在 2006 年和 2009 年进入当地市场，但在各省的首座城市布局并没有选择杭州和南京，而选择了嘉兴、绍兴、苏州等非省会但消费实力同样较好的城市，旨在通过打好周边市场的基础，再向中心城市包围的方式抢占市场，避免与杭州银泰、南京新百及金陵百货等直接正面竞争。根据公司公告，截止 2018 年 9 月底，公司已在浙江共有门店 3 家，其中百货 2 家（嘉兴、绍兴各 1 下），购物中心 1 家（位于杭州、16 年 6 月营业）；在江苏共有门店 4 家，其中百货和购物中心各 2 家（均位于苏州）。

2.2.3. 城市中心+社区中心店细分市场，“百货+超市+X”模式实现“千店千面”

在单个城市的市场开拓上，天虹根据门店周边的客户群不同，将百货店的模式进一步划分为城市中心和社区中心店两类实现细分。①城市中心店：大多位于核心商业圈，以核心经营中高端百货为主，用于积累在当地的品牌形象。目标客群以年龄 26-45 岁、个人月收入 5,000 元以上（或家庭年收入在 10 万元以上）的城市中高收入居民为主，核心特点是消费能力较强、更注重购物环境以及对价格的敏感性较低。因此，公司的城市中心店在业态上更强调商品的品质可选择性和质量。②社区中心店：主要是位于城市次级商圈或重要社区，目标顾客以周边社区的中高收入居民为主，用于满足目标顾客的日常消费需求，强调一次购足和便利性。目标客群以年龄 20-55 岁，个人月收入在 2000-8000 元的普通白领工薪阶层为主，核心特点为较关注价格、质量与服务，对价格敏感性强，对促销活动较为敏感，追求便利、实惠。在当地市场的实际开拓中，公司将两类型门店互相配合，以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额并在数量上发力，在优势城市中采用集群式发展，充分发挥连锁经营的规模优势。

图 26：城市中心店位于核心商圈，用于树立品牌形象



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

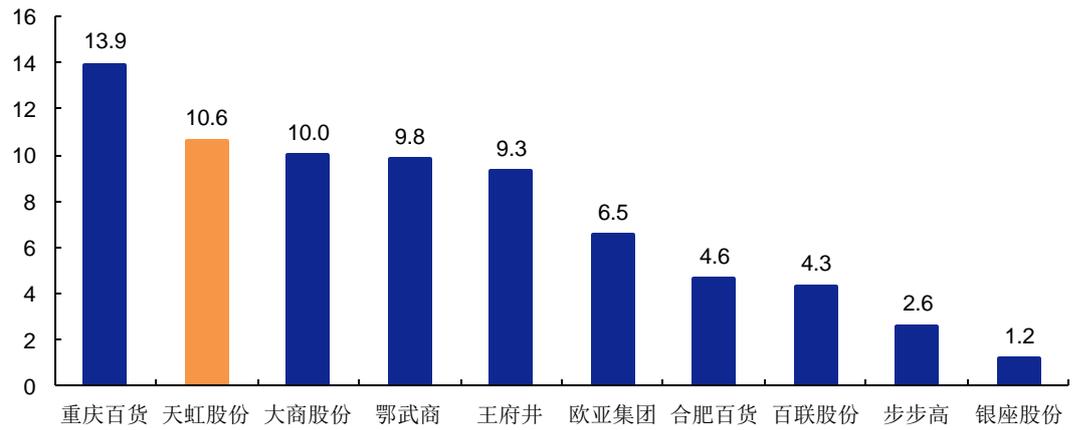
图 27：社区中心店为天虹抢占市场的主力门店



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在单个门店的经营上，公司针对不同地区的顾客需求及竞争对手的不同，首创“百货+超市+X”模式，初期就在百货中引入购物中心基因。公司的“百货+超市+X”模式中的“X”部分为根据顾客需求和竞争对手灵活配置的如电器、家居、餐饮等业态，适应门店的弹性定制，强化业态间的协同效应，有利于满足顾客的“一站式”购物需求，并利用定位准确的差异化业态组合，促进公司的整体规模和盈利能力增长。

图 28: 2018Q1-3 期间, 天虹的摊薄净资产收益率在行业中处于较高水平



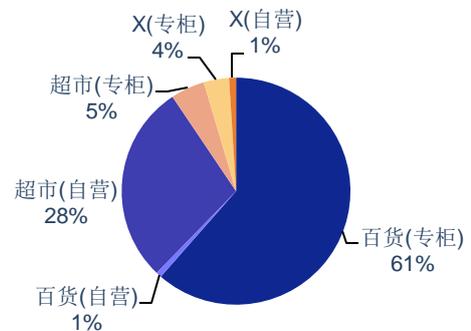
资料来源: 东方财富 Chioce, 安信证券研究中心

图 29: 天虹百货中的生活超市 space 可吸引周边社区流量



资料来源: 赢商网, 安信证券研究中心

图 30: 天虹百货/超市/X 各占零售收入 62%/33%/5% (16 年)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 数字化+优化门店+加速展店，内生外延共驱未来成长

天虹的核心看点来自较强的成长属性，在百货景气时期增速更优，下行时韧性更强，未来即使在百货行业维持平稳下，天虹仍有望在内生上通过数字化变革和门店体验优化来提高同店销售额，在外延上凭借 2018-20 年的加速展店（已签约 30 个储备项目）及次新店成熟来提高整体业绩，在百货行业中具备较突出的成长性，中长期看具备成为国内百货龙头的潜力。

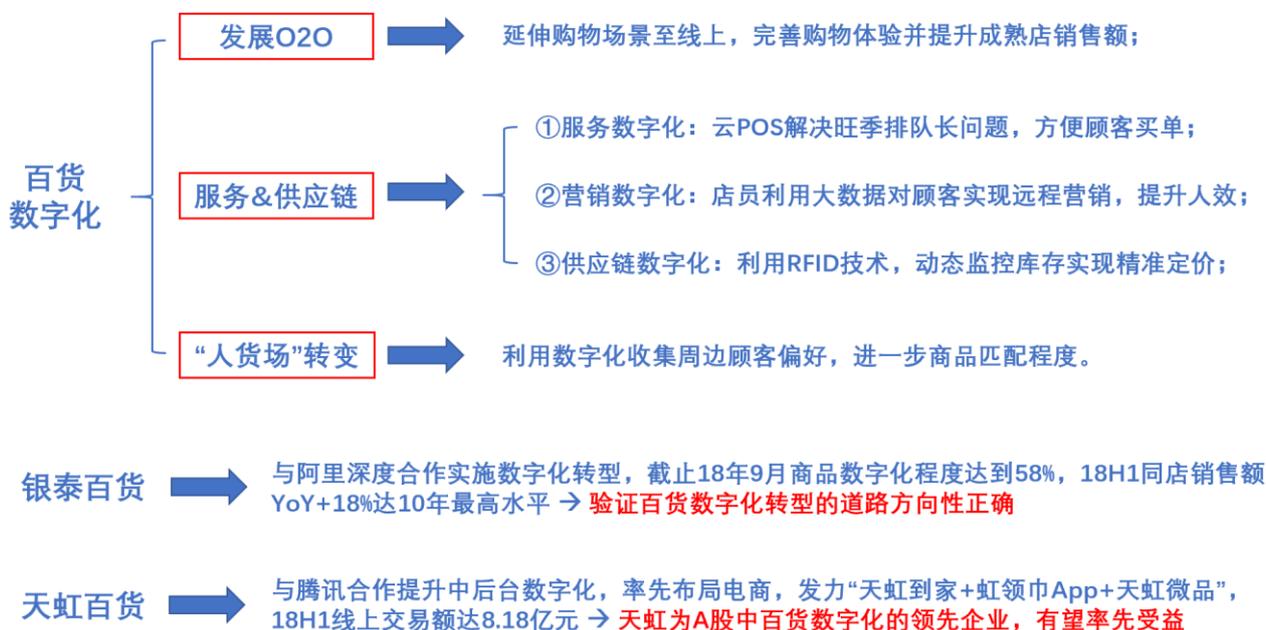
3.1. 天虹数字化革新业内领跑，有望推动成熟店迎二次成长

目前，以银泰和天虹为代表的百货企业向数字化转型升级已经走在了行业前列，未来有望在本轮百货数字化变革中继续率先受益。根据银泰 CEO 陈晓东在 18 年云栖大会上公开的数据，经过 1 年多数字化转型，银泰在 18H1 期间实现同店销售额增长 18%，验证了百货数字化转型的方向性正确，且未来仍将进一步深入。回顾天虹，公司在 2015 年就推出自有 App，2016 年首次将数字化转型提升到了公司战略层面，截止目前虹领巾会员数达 750 万人，线上交易在 18H1 期间已达 8.2 亿元，未来公司在 6 个层面的深度数字化变革，叠加与腾讯强强联手，有望持续受益数字化转型，在门店人效、同店销售额、中后台效率等方面仍较大的增长潜力。

3.1.1. 数字化为百货未来重要发展趋势

在国内线上零售在 2009 年开始快速普及以来，百货行业在 2010~2016 年间收到了显著的冲击。在未来线上线下互相融合的背景下，百货行业的数字化内容基本可包括：发展 O2O、服务和供应链数字化渗透，以及利用大数据实现向“人货场”转变。

图 31：百货企业三个维度的数字化及代表性标的



资料来源：云栖大会银泰峰会、天虹股份公告，安信证券研究中心整理

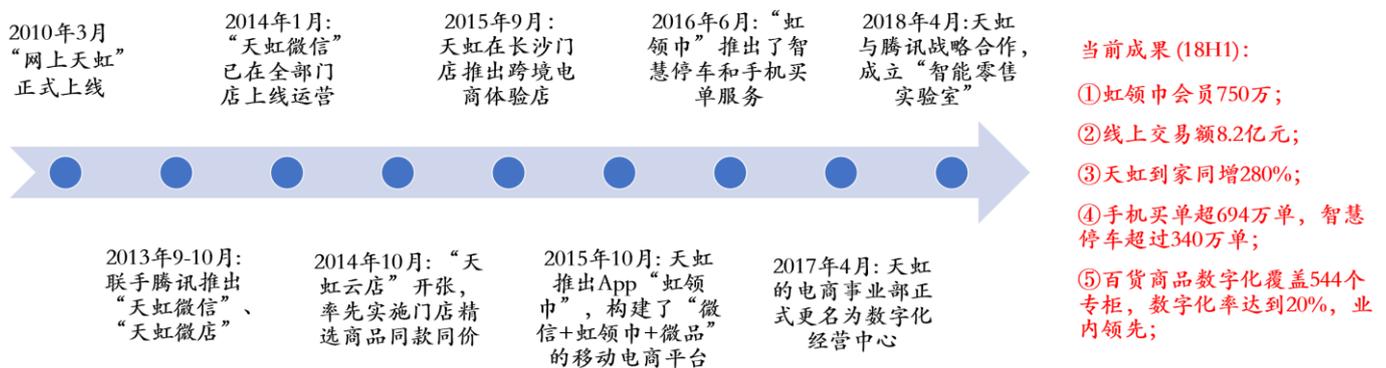
①发展 O2O 模式，开发线上移动端等平台实现购物的延伸。由于顾客对移动端选货、支付等偏好提升，单一线下的百货销售场景已无法满足顾客的需求，O2O 模式开始在 2014~15 年间成为百货企业向数字化转型的重要一步，在增加同店销售额的同时还可以提高顾客的体验。对此，银泰与阿里合作推出了喵街 App，天虹推出的虹领巾和天虹到家，王府井在 2015 年定增发力 O2O，欧亚也在 2013 年推出了“欧亚 e 购”发力线上业务等。

41%的百货企业仅在 17 年才开始布局 O2O, 银泰和天虹等企业已处领跑位置有望持续受益。根据中国百货商业协会在 2018 年 3 月发布的报告, 百货企业为了全面探索零售业态升级, 纷纷致力建构“实体+线上+移动端”全渠道数字化模式, 但更多企业出于“补课”的性质, 约有 41%的百货企仅在 2017 年才开始布局 O2O 的模式, 深度数字化的改造进程则相比银泰和天虹更加落后, 我们认为在数字化和 O2O 的发展已开始迎来收获阶段的龙头标的在未来有望持续受益。

3.1.2. 率先布局百货数字化, 6 层面发力下公司有望继续收获红利

天虹为国内最早发力 O2O 和数字化转型的百货企业之一, 已具备先发优势。天虹电商板块布局最早为 2010 年 3 月正式上线的“网上天虹”, 初步构建了商品、物流、客服的运营体系; 2013 年, 公司倾力打造的“天虹微信”、“天虹微店”分别于 9 月、10 月上线运行, 实现线上销售的多渠道推广; 2014 年 1 月, “天虹微信”已在天虹全部门店上线运行; 2015 年 10 月, 随着“虹领巾”App 正式上线, 公司构建了“微信+虹领巾+微品”的多渠道移动电商平台, 并通过“天虹到家+自提点+跨境电商体验店”的方式实现线下门店电商化。2016 年公司首次将数字化转型提升至战略层面, 并在 2017 年 4 月, 正式将电商事业部更名为数字化经营中心, 并于 18H1 完成组织架构的调整, 目前已发展至 300 多人的大型团队。2018 年 4 月, 天虹还与腾讯签署了“智能零售实验室”的战略开发合作, 继续深入数字化改革。

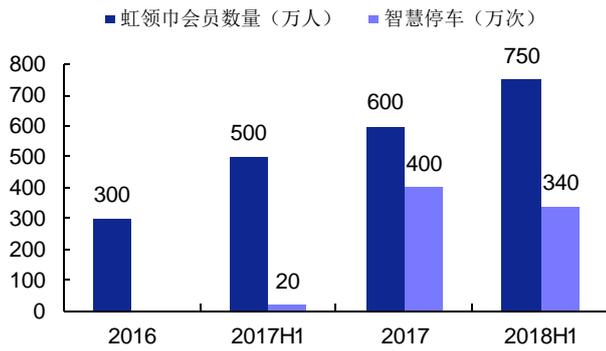
图 36: 天虹股份在数字化领域布局早且转型坚定, 截至 18H1 数字化带来的成果已开始显现



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

天虹数字化转型的成果在 2017-18H1 期间已开始初步展现成效。根据公告, 2018 H1 天虹线上交易额总计 8.18 亿元, 占公司 18H1 零售总收入 9.08%, 已处于行业中较领先水平, 但对标老牌的英国百货玛莎 30%的线上销售额占比目标, 天虹未来的线上业务仍有较大空间。此外, “虹领巾”会员人数截至 18H1 已达到 750 万, 并持续保持高增长趋势。在百货领域, 截至 18H1 的专柜 PAD 收银客单量占比已达 91.9%, 全渠道合作专柜的数量增至 544 个。2017 年公司在全部门店中主推的“天虹到家”业务销售额在 17H1、17 年、18H1 的同比增速分别达到 873%、900%、280%, 发展势头强劲。

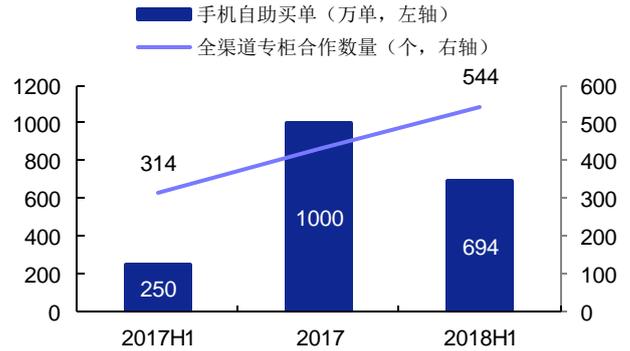
图 37: 虹领巾 App 会员人数及智慧停车使用快速增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 智慧停车 17H1、18H1 为半年累计值, 2017 年为全年累计值

图 38: 手机买单及全渠道合作专柜数量继续增多



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: ①手机买单 17H1、18H1 为半年累计值, 2017 年为全年累计值;

②全渠道合作专柜数量仅 17H1 和 18H1 公布;

天虹 2018 年以来在 6 个层面进一步发力数字化, 未来有望继续释放变革红利。

①**顾客数字化**: 庞大且有效的线上会员人数为百货发展数字化的基石。天虹在 2015 年 10 月推出“虹领巾”App 以来, 会员人数已由 2016 年的 300 万人增至 2018 年 H1 的 750 万人, 数量上已处于行业内的前列, 且仍保持增长趋势。

②**商品数字化**: 国内百货由于基本为联营模式 (未来较长时间内仍将延续该格局), 因此百货商品的数字化是一个逐步推进的过程。天虹在 17 年实施专柜全渠道推进以来, 合作专柜数截止 18H1 已达 544 个, 渗透率提升至 20% 左右的行业内较领先水平, 且增长快速。基于公司持续完善的 O2O 生态圈和不断增长的虹领巾会员人数, 公司百货商品的数字化率仍有望继续提升。

③**供应链数字化**: 公司 18 年应用了线上采购交互平台, 并与哈布数据共同开发了智能化品类管理系统, 用于酱油、醋的品类深挖及选品, 并在天虹到家的板块中, 将移动拣货终端应用在宝购、君尚 3019、民治等 4 家门店, 未来计划 18Q3 开始推广全国。

图 39: 天虹股份在 2018 年来 6 个层面继续深入数字化变革



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

④**服务数字化**：公司对服务数字化的发力包括了手机快速买单、全渠道服务评价系统、以及智慧停车 3 个方面。在 18H1 期间，公司的手机快速买单使用量超过 694 万单，约占超市总体客单量的 21%，同比大幅增长了 177.6%，核心用于解决高峰期排队时间较长的问题；全渠道服务评价系统主要基于公司在全国范围内的电子小票的服务评价、购物中心整体评价以及商户评价开发，并已在 18H1 期间上线；智慧停车截至 18H1 已上线 36 家门店，总订单数量超过 340 万单（17H1 仅 20 万单，实现同比快速增长），预计未来 1~2 年内仍将向全国门店实施推广和渗透。

⑤**营销数字化**：营销数字化主要用于解决店员在线下顾客较少时候，有效服务工作量不足的问题。对此，公司推出了优惠券礼包分享、以及千人千面电子海报等功能，让已数字化的专柜店员实现远程发放优惠券及礼包等功能，并结合大数据对顾客的商品推送实现精准营销，未来有望进一步提升店员的营销效率。

⑥**管理商品数字化**：管理商铺数字化核心应用于中后台，实施主体为大内总管 App，其为天虹在 2017 年通过整合后台商品库存、会员信息、单据等一系列数据，打造的数字化运营平台，可为店员提供动态的商品库存监测、不同门店的客流分析等。公司在 2018 年 H1 期间继续对大内总管实施优化，推出了实施数据、特惠码优化、扫码绑定、分享商品、大客户消费通知、积分预警等多项功能，有望继续优化商品的数字化管理水平。

天虹与腾讯在 2018 年 4 月签署战略合作共同开发百货数字化，强强联手有望让公司持续保持领先优势。天虹在 2013 年就已经于腾讯展开合作，并在 2018 年 4 月签署了《天虹-腾讯战略合作谅解备忘录》，双方联合成立“智能零售实验室”，研发支持零售业务数字化、智能化发展的系统产品模组，并探索零售业务前沿的技术应用。天虹有望将线下百货零售的经验与腾讯的大数据优势强强联手，进一步推动公司向深度数字化迈进，保持领先优势。

图 40：天虹与腾讯合作成立“智能零售实验室”，未来有望在 4 个层面深入数字化应用



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3.2. 门店优化：百货主题编辑化+购物中心主题街区化，持续提升购物体验

对于传统百货单一的购物陈设，近年来在线下不断受到了业态更加丰富且对消费者更具吸引力的购物中心竞争。对此，百货企业一方面可以迎合市场需求，持续在新增项目上更多考虑购物中心和奥特莱斯等业态，另一方面对现有的百货门店实施购物中心化、主题编辑化等优化顾客体验并从门店同质化中脱颖而出的改造。

天虹对于一线城市等竞争激烈的百货市场，推出了“天虹 Discovery”、“天虹 COOL+”、“Kids Republic”、“YES! 街”等一系列针对 80 后女性、家庭消费者等不同核心目标群体的主题编辑门店，获得顾客持续好评，并在进行全国推广和复制。

1) **百货购物场景主题编辑化，实现同质化竞争中脱颖而出。**百货的主题编辑化指的是门店根据顾客需求重组品类、百货品牌和买手集合店等，并以旅游休闲、商务办公等不同场景实现重组，与顾客购物时的心态实现共鸣，提升购物体验。公司将这种转型方式率先在天虹超市板块寻找突破，在 2014 年间天虹重点从婴幼、厨房、糖果、美容品类上进行了商品结构优化和关联陈列改进。2015 年公司完成对福民天虹、宝安前进天虹和沙河天虹三家超市门店的主题编辑调整。在 2016 年 9 月，公司首家主题编辑百货门店南昌“天虹 COOL+”正式开业，取得了顾客的高度评价，同年新开的君尚 3019、珠海天虹、民治天虹等门店也紧随其后实现了百货业态全面主题编辑化。2017 年，深南天虹正式转型为“天虹 Discovery”主题编辑门店，主要服务 80 后女性群体。为了避免各百货门店品类布局的重复和相似，天虹还推出了买手制百货自营平台天虹“Rain&Color”，提升商品的竞争力。

图 41：天虹 Discovery 主推主题编辑化，对抗同质化



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 42：天虹 Rain&Color 买手店引入更多热门商品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2) **购物中心主题街区化，强复制助力门店布局扩张。**天虹从 2017 年开始注重主题街区设计与推广：2017 年 6 月 24 日深圳宝安购物中心 Kids Republic 英伦小镇正式开街，为全国首家集儿童零售、娱乐、体验、培训、餐饮于一体的亲子主题街区。2017 年 12 月 29 日开业的苏州相城天虹购物中心，公司继续打造了 2 万平的埃及小镇“Kids Republic”、3000 平的餐饮主题街区“YES! 街”、1.5 万平“影食界”及灯光广场等多个主题化街区，致力于为为顾客提供全天候、一站式的欢乐购物体验。由于主题街区通过不同主题的虹吸效应大大增加了客流量，同时由于开发受限较少，开发经验可以复制，公司目前正大力推广 Kids Republic、YES! 街、生活+、灯光广场、云端乐园等已经成熟的系列主题街区在全国门店范围内的复制与应用。

图 43：天虹 Kids Republic 店铺与英伦装修融为一体



资料来源：中购咨询，安信证券研究中心

图 44：天虹 Kids Republic 引入的英伦小火车



资料来源：中购咨询，安信证券研究中心

3.3. 外延扩张：展店有望迎来加速，18-20 年门店扩张带动业绩增长

天虹未来的外延扩张可以看成是过去逆势展店的成功延续，但以 2018 年的时点来看，我们认为天虹外延扩张潜力已开始形成以储备项目多、店龄梯队分布合理、开始大力管理输出等 3 个驱动力共同发力，相比过去的几年中的单一门店扩张成长状态更优。叠加国内二三四线城市的百货和购物中心数量等仍具备较大潜力，我们认为公司外延扩张的成长性仍将延续。

3.3.1. 展店加速：已签约项目达 30 个，2018-20 年门店扩张或迎来加速

公司 18 年展店速度相比 15-17 年大概率提速，充足储备项目助力 19-20 年快速扩张势头有望延续。根据公司近年来披露的年报和半年报以及赢商网等第三方新闻的统计，截至到 2018 年中报，公司未开业的储备项目共 20 个，叠加 18 年三季报新披露的 7 个项目和 18 年 9-12 月期间新闻中披露的 3 个项目，我们统计得到公司目前的百货和购物中心储备项目数量合计达 27 个，独立超市项目 3 个。以不同城市划分，该 30 个项目中，位于二三线城市的为 22 个，占整体比重 73%；位于华南和华中地区的比重分别为 47% 和 33%，可以看出天虹未来短中期的展店节奏仍是在优势区域内继续下沉和加密。此外，我们还对统计的 30 个储备项目经营方式做了归类，公司直营的项目为 23 个，管理输出、加盟等轻资产方式的储备项目共 7 个，轻重资产并行扩张的方式预计仍是未来核心。

考虑到 2018 年 Q3 期间公司已新开门店 6 家，我们维持全年综合展店约 10 家的预期。对比 2015-17 年每分别新开 2 家、7 家、7 家的展店速度，公司在 18 年展店步伐大概率提速。未来在百货、购物中心下沉二三线城市带动下，我们认为公司在 2019-20 年的展店仍有望保持每年新增 8-10 家的快速扩张水平，奠定未来的业绩成长。

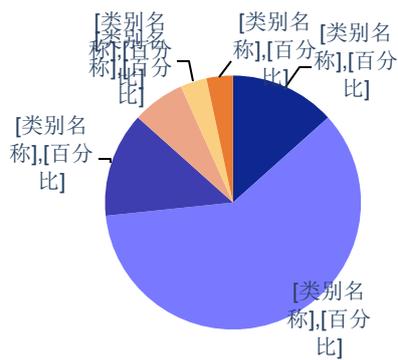
表 3：截止至 18 年 12 月，公司已签约未开业的百货和购物中心项目达 27 个，独立超市 3 个

编号	城市	项目名称	面积（平方米）	签约时间	签约期限	经营方式	备注
1	广东佛山	岭君广场项目	80000	2014/6/18	20 年	直营	
2	广东深圳	闽泰项目	100000	2015/7/14	20 年	直营	
3	江西鹰潭	鹰潭天虹	76492	2015/9/14	-	直营	自有物业
4	江西南昌	凤凰天成项目	80000	2015/11/30	20 年	直营	
5	福建厦门	枋湖社区发展中心项目（一期）	71844	2016/4/28	20 年	直营	
6	江西南昌	南昌莱蒙都会商业中心	150000	2016/11/30	-	直营	自有物业
7	江西吉安	铜锣湾广场项目	82600	2017/9/15	20 年	加盟	
8	福建莆田	涵城水韵城项目	35900	2017/11/22	5+2 年	加盟	5 年后未提出终止则自动延续 2 年
9	广东惠州	惠东县创富商贸广场项目	61700	2017/12/26	20 年	直营	
10	广东东莞	大朗镇里悦里购物中心项目	6400	2017/12/28	10 年	直营	
11	江西上饶	上饶广丰龙华世纪广场项目	54000	2018/1/10	20 年	直营	
12	湖南长沙	宁乡县春城万象广场项目	20115	2018/1/17	5 年 3 个月	管理输出	项目一期已开业
13	湖南永州	永州天虹购物中心	100000	2018/1/18	20 年	直营	
14	江苏苏州	吴江财智商业中心项目	63000	2018/3/16	20 年	直营	
15	江苏泰州	泰州天虹购物中心	130000	2018/3/29	20 年	加盟	
16	广东东莞	万江家汇商业广场项目	4325	2018/5/4	15 年	直营	
17	江西九江	九江天虹购物中心	100000	2018/5/18	5 至 20 年	加盟	购物中心 20 年，商业街 5 至 15 年不等
18	广东佛山	佛山南海广场项目	3073	2018/6/1	10 年	直营	
19	福建厦门	厦门百脑汇项目	1749	2018/6/19	10 年 2 个月	直营	
20	广东深圳	深圳坂田彩生活项目	3953	2018/6/25	13.5 年	直营	
21	广东深圳	深圳松岗松瑞天虹	18400	2018/6/25	13 年 9 个月	直营	
22	湖南长沙	长沙世景国际广场项目	54000	2018/7/5	20 年	直营	

23	广东惠州	博罗龙溪万润城超市项目	3460	2018/7/6	10年	加盟
24	广东惠州	盛汇广场超市项目	4543	2018/7/10	15年	直营
25	广东惠州	博罗润发广场项目	61545	2018/7/19	20年	直营
26	广东东莞	东莞旧锡边城市更新项目	96000	2018/7/23	20年	直营
27	福建厦门	厦门松柏项目	43014	2018/7/27	21年	直营
28	广东惠州	新圩诚杰壹天地超市项目	3000	2018/9/13	11年	加盟
29	广东深圳	宝安新桥街道鸿荣源禧园项目	13000	2018/10/12	-	直营
30	湖南长沙	方略城市广场项目	80000	2018/11/20	20年	直营

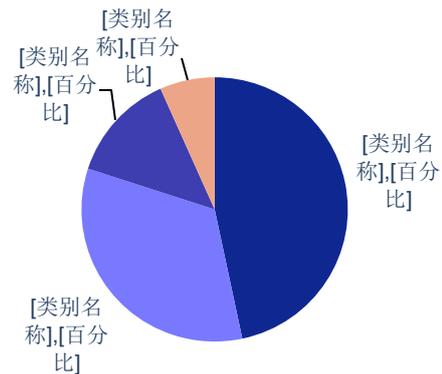
资料来源：公司公告，赢商网，安信证券研究中心整理

图 45：储备项目在二三线城市共计 22 个，占整体的 73%



资料来源：公司公告，赢商网，安信证券研究中心

图 46：30 个储备项目按地区分，华南和华中合计占比 80%



资料来源：公司公告，赢商网，安信证券研究中心

图 47：相比 2015-17 年的开店节奏，我们预计天虹未来 3 年展店有望加速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

3.3.2. 新店成熟：当前店龄分布合理，2018-21 年次新店爬坡有望推动业绩

公司当前店龄结构分布合理，2018-20 年在次新店成熟下有望持续推动业绩增长。根据公告的数据统计，公司的百货门店成熟期约在 2-4 年左右。以百货门店为例，前三年培育期的单店盈利水平基本为第一年亏损（约 1000 万元），第二年基本盈亏平衡，第三年盈利（1000 万元~4000 万元）。经过 2013-15 年间对部分亏损门店的关店调整，以及在 2016-18 年间恢复快速展店，公司目前的店龄结构以及门店质量已显著改善。公司在 2015-17 年期间门店（百货+购物中心+独立超市）分别新开 2 家、7 家、7 家，18 年预计新开 10 家门店，19-20 我们维持每年 8~10 家的公司开店预期。考虑到百货次新店一般在第 3~4 年开始扭亏释放业绩

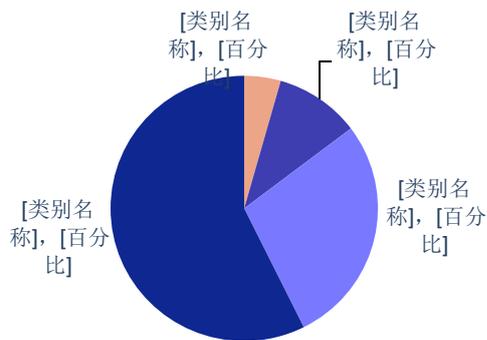
(购物中心一般在第2年开始扭亏为盈), 公司2016-18年新开的次新店有望在2018-21年释放业绩, 且数量逐步递增, 未来有望持续推动整体的业绩增长。

表 4: 2010 年至今公司各报告期门店开关情况 (不含便利店)

	报告期末门店数	报告期新开门店数	报告期新关门店数
2010	43	7	1
2011	50	8	1
2012	59	10	1
2013	62	5	2
2014	67	8	3
2015	65	2	4
2016	71	7	1
2017	76	7	2
2018H1	79	3	-
2018Q3	82	3	-

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

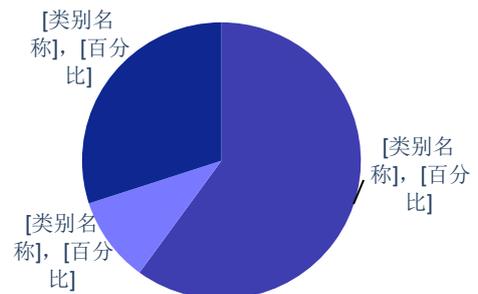
图 48: 截至 18Q3, 百货店中 0~4 年门店占比约 15%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 截至 18Q3, 公司百货的总门店数为 68 家

图 49: 截至 18Q3, 购物中心 0~2 年门店占比约 60%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 截至 18Q3, 公司购物中心的总门店数为 7 家

表 5: 截止 2018Q3 天虹百货、购物中心、独立超市业态门店店龄

店龄	百货	占比	购物中心	占比	独立超市	占比
0~2	3	5%	6	60%	4	100%
2~4	7	10%	1	10%		
4~8	19	28%	3	30%		
>8	39	57%				
合计	68		10		4	

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

3.3.3. 管理输出: 地产商主业承压催化与百货龙头合作, 天虹轻资产输出潜力大

地产商主业承压催化对百货轻资产合作空间, 优势百货龙头管理输出潜力大。天虹的首单轻资产输出项目在 2006 年的梅林天虹项目, 其后至 2016 年的 10 年间仅落地 2 单, 过去的轻资产发展一直没发力我们认为主要原因或系过去地产商的利润较好, 对其持有的百货及购物中心等业态即便在业绩相对不理想情况下, 但只需提高楼盘的平均房价, 依旧有较高容忍度; 而在 2017 年后, 房地产企业纷纷转型为主, 过去对经营不佳的百货和购物中心等业态开始更加迫切需要更专业的团队来管理从而增厚利润, 因此地产商与优质百货龙头企业由过去的竞争转向未来的持续合作, 我们认为或系未来的行业内发展趋势之一。

天虹在百货行业内的经营优势和门店管理较为突出，未来有望与更多地产商合作，实现加盟经营和管理输出。地产商在经营百货和购物中心上最大的优势在于好的物业地段，但劣势在于相比专心经营百货的企业而言，在百货经营层面的经验相对不足，供应链层面的上下游议价能力和布局也相对较弱。而天虹在百货行业内的经营能力强，经营经验丰富，有突出的门店管理优势，双方未来在综合运用合作开发、租赁、加盟、管理输出等多种合作模式潜力大，可实现强强联手、优势互补。

天虹管理输出项目 18 年增长快速，未来有望助力业绩增厚及全国扩张。①天虹管理输出在 17 年开始发力，收入占比仍较低：截止 2018Q3，公司共有 79 家门店（不含便利店），其中有加盟店 3 家，分别为深圳梅林天虹、江西泰和天虹购物中心、江西九江共青城天虹，加盟店服务收入共计 1,487.65 万元，占公司营收的 0.16%。②项目以利润分成为主，实现利益绑定：加盟、管理输出等方式开展门店拓张，可帮助公司降低前期资金投入压力，并同时加快异地扩张的步伐。以 2017 年的湖南宁乡万象广场项目为例，天虹不直接向开发商支付租金，而是与开发商进行项目经营利润来分成，将天虹与开发商进行利益绑定，合作互利，实现双赢。在管理输出方面，已 2018 年 9 月 29 日公司与招商蛇口佛山公司合作的佛山 IPARK 购物中心为例，公司凭借丰富和专业的零售管理经验，为佛山招商置地 IPARK 项目提供招商、营销策划、运营管理咨询等服务，并为合作方的管理团队提供培训服务。同时，旗下品牌 sp@ce 天虹超市也已成功入驻佛山 IPARK 项目。③截止 18Q3，公司目前的储备轻资产项目数量已增加至 7 个，增长快速，未来有望对公司的业绩增长和加速扩张持续做出贡献。

表 6：截止 2018Q3，公司已开业的轻资产项目 6 个，储备轻资产项目 7 个

编号	城市	门店	业态	经营方式	经营状态	签约时间	备注
1	广东深圳	梅林天虹	百货	加盟	已开业	2006/12/13	
2	江西九江	九江共青城天虹	百货	加盟	已开业	2015/6/27	
3	江苏苏州	苏州石路 CC.Mall	购物中心	直营+管理输出	已开业	2016/10/19	直营、管理输出各一半
4	江西泰和	泰和天虹购物中心	购物中心	加盟	已开业	2017/9/15	
5	江西吉安	铜锣湾广场项目	购物中心	加盟	—	2017/9/15	
6	福建莆田	涵城水韵城项目	百货	加盟	—	2017/11/22	
7	江苏扬州	扬州中集文昌商业中心项目	商业综合体	顾问服务	—	2017/12/15	
8	广东佛山	佛山招商置地中心 ipark 项目	购物中心	管理输出	已开业	2018/1/15	
9	湖南长沙	宁乡县春城万象广场项目	购物中心	利润分成	一期已开业	2018/1/17	
10	江苏泰州	泰州天虹购物中心	购物中心	加盟	—	2018/3/29	
11	江西九江	九江天虹购物中心	购物中心	加盟	—	2018/5/18	
12	广东惠州	惠州博罗龙溪万润城超市项目	超市	加盟	—	2018/7/6	
13	广东惠州	惠州新圩诚杰壹天地超市项目	超市	加盟	—	2018/9/13	

资料来源：公司公告，赢商网，安信证券研究中心整理

4. 投资建议

4.1. 盈利预测：预计零售主业 2018~20 年业绩复合增速 26.5%

公司的整体业务可分为零售业务、房地产业务、其他业务。我们对该三部分的业务未来 3 年业绩预测假设如下：

1) 零售主业：公司的零售主业为百货、购物中心、超市三个业态为主。截至 2018 年 12 月的储备直营项目约 23 个（19 家大店、4 家独立超市），我们基于现有储备项目在地区的分布叠加对 19-20 年新签约项目的中性估计，预计 2018~20 年的每年新增直营门店数均在 8~10 家左右，并对成熟店整体（店龄在 1 年以上）的收入及毛利增速进行分别预测，得到公司零售业务的收入在 2018-20 年分别为 188 亿元/+8.47%、210 亿元/+11.56%、234 亿元/+11.75%，净利润在 2018-20 年分别为 8.51 亿元/+35.0%、10.51 亿元/+23.5%、12.46 亿元/+18.50%。

2) 房地产业务：公司的房地产业务主要来自南昌九州天虹和苏州相城天虹两个地产项目。我们根据项目整体的均价及总建面估算，两个项目完全结算后的总收入分别约 8.75 亿元和 11.50 亿元，合计 20.05 亿元，预计对应 2018-19 年的地产收入分别为 8.20 亿元和 3.07 亿元，净利率均维持在 11.5% 左右。

3) 其他业务：其他业务主要为轻资产业务，包括加盟业务和管理输出业务。该部分业务截止 2018 年 12 月已开业项目 6 个，储备项目 7 个，预计在 18-20 年间每年新增 2~3 个新项目，毛利率预计仍维持在 35% 左右。

表 7：天虹股份盈利预测模型（单位：亿元）

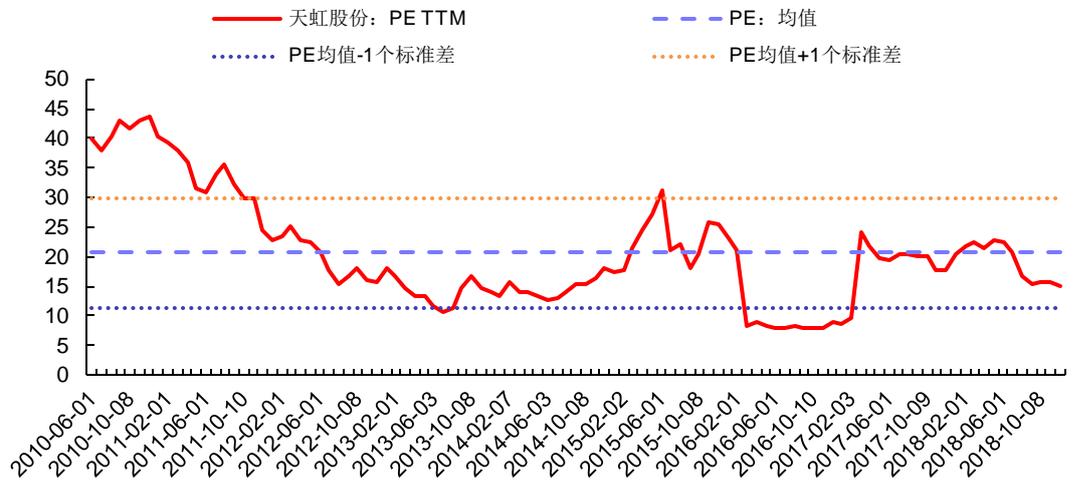
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
零售主业（直营+轻资产）						
营业收入	171.17	177.94	193.65	216.71	242.90	269.97
YoY		3.96%	8.83%	11.90%	12.09%	11.15%
毛利	40.14	43.73	49.28	55.28	61.95	68.85
YoY		8.94%	12.68%	12.19%	12.05%	11.13%
毛利率	23.45%	24.58%	25.45%	25.51%	25.50%	25.50%
净利润	5.05	6.30	8.51	10.55	12.77	15.00
YoY		24.83%	35.00%	24.00%	21.00%	17.50%
房地产业务						
营业收入	1.56	7.42	8.2	3.07	0	0
毛利	0.35	2.37	2.58	0.97	0.00	0.00
净利润	0.18	0.88	0.94	0.35	0.00	0.00
净利率	11.50%	11.80%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
公司整体						
营业收入	172.73	185.36	201.85	219.78	242.90	269.97
YoY		7.31%	8.90%	8.88%	10.52%	11.15%
毛利	40.49	46.10	51.86	56.25	61.95	68.85
YoY		13.86%	12.49%	8.47%	10.13%	11.13%
毛利率	23.44%	24.87%	25.69%	25.59%	25.50%	25.50%
净利润	5.23	7.18	9.45	10.91	12.77	15.00
YoY		37.28%	31.67%	15.37%	17.08%	17.50%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心预测

4.2. 相对估值：公司 PE 处于历史较低水平，横向对比估值有优势

天虹股份的 PE TTM 自成立以来均值在 20.6x 左右，截止 19 年 1 月 3 日公司的 PE TTM 已调整至 14.1x，已处于历史较低的水平。

图 50：天虹股份目前的 PE TTM 处于历史较低的水平



资料来源：wind，安信证券研究中心

与行业的横向对比，天虹目前 2018-20 年的预测 PE 处于百货行业的平均水平。考虑到天虹在数字化和门店改在带动下的内生长、外延展店速度及公司治理等方面相对较优，中长期成长性向好，目前的公司估值在百货行业横向对比中具备一定优势。

表 8：天虹股份的 PE 目前基本处于行业平均水平

股票简称	股票代码	总市值(亿元)	最新收盘价	EPS			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
王府井	600859.SH	105.26	13.56	1.50	1.68	1.92	9.02	8.05	7.07
鄂武商 A	000501.SZ	72.90	9.48	1.49	1.47	1.57	6.36	6.44	6.03
重庆百货	600729.SH	115.05	28.30	2.06	2.55	3.02	13.22	10.72	9.05
友阿股份	002277.SZ	44.76	3.16	0.16	0.16	0.19	20.07	19.17	17.02
百联股份	600827.SH	147.48	8.45	0.48	0.51	0.57	17.66	16.48	14.85
利群股份	601366.SH	55.76	6.48	0.51	0.56	0.68	12.58	11.12	9.47
首商股份	600723.SH	40.89	6.21	0.59	0.64	0.69	10.51	9.71	9.07
茂业商业	600828.SH	81.23	4.69	0.69	0.73	0.77	6.82	6.39	6.13
可比公司 18-20 预测 PE 平均值							12.03	11.01	9.84
天虹股份	002419.SZ	122.43	10.20	0.79	0.91	1.06	12.91	11.20	9.62

资料来源：Choice 一致预期，安信证券研究中心整理

注：表格中天虹股份的盈利预测为安信证券预测，其余公司均为 Choice 的一致预期。

4.3. 绝对估值：DCF 估值下公司每股价值 16.13 元

公司作为百货优秀企业，过去经营活动现金流净额均相对稳健可观。我们基于对公司 2018-21 年的业绩增速预测，取公司股价与上证综指过去 60 个月的 Beta 值(为 1.06，计算得到 WACC 为 10.36%)，并在 2022-29 年给予半显性业绩增速为第一年 8%，后续每年递减 1%，并在 2029 年后给予永续增速 1.5%进行 DCF 计算，得到天虹股份每股权益价值为 16.13 元。

表 9：取公司对上上证综指近 60 个月 Beta 值，永续增速 1.50%，DCF 下每股价值 16.13 元

Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
11.50%	13.42	13.92	14.20	14.52	14.87	15.27
11.00%	14.09	14.66	14.99	15.36	15.77	16.24
10.50%	14.82	15.48	15.87	16.30	16.79	17.34
10.00%	15.63	16.40	16.85	17.36	17.94	18.59
9.50%	16.53	17.43	17.96	18.56	19.25	20.05
9.00%	17.54	18.59	19.22	19.94	20.77	21.74

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

投资建议：公司核心客群定位为中端家庭消费者，相比高端定位的百货具备更好的同店抗周期性。未来受益公司加码数字化转型+门店主题化+展店提速及次新店爬坡+深耕超市供应链，我们预计公司 2018-20 年的整体归母净利润分别为 9.45 亿元/10.91 亿元/12.77 亿元，增速 31.6%/15.4%/17.1%，EPS 分别为 0.79 元/0.91 元/1.06 元。其中，公司零售主业的 2018-20 年业绩分别为 8.5 亿元/10.6 亿元/12.8 亿元，增速 35%/24%/21%；地产业务的 2018-20 年业绩分别为 0.94 亿元/0.35 亿元/0.00 亿元。给予公司买入-A 的投资评级，并结合 DCF 模型测算，6 个月目标价为 14.35 元。

5. 风险提示

- 1) 经济下行抑制可选消费风险：**百货行业为中高端的可选消费为主，若经济下行则存在抑制顾客购买力的风险。天虹虽然定位中端家庭消费者为主要客群，但经济若下行仍可能对其同店营收造成一定影响。
- 2) 百货、购物中心竞争加剧：**目前百货和购物中心的竞争格局均相对理性，未来若百货和购物中心行业出现竞争加剧的现象，则可能造成物业租金上涨以及顾客分流等风险。
- 3) 门店扩展进度不及预期：**公司外延业绩的增量较大部分来自门店扩张，未来若门店扩张速度不及预期，会对 2019-20 年的零售主业产生一定影响。
- 4) 数字化改革效果不及预期：**公司未来有望通过数字化革新，进一步提高人效以及同店营收，未来若数字化改革效果不及预期，可能对同店收入增速产生一定影响。
- 5) 次新店爬坡不及预期：**公司过去的百货新店大多在第二年实现盈亏平衡，第三年开始盈利，第四年盈利继续提升的路径。未来若次新店业绩爬坡不及预期，可能对零售主业产生一定影响。

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	20,185.6	21,977.9	24,290.0	成长性					
减:营业成本	13,099.8	13,761.6	14,781.9	16,046.1	17,680.7	营业收入增长率	-0.7%	7.3%	8.9%	8.9%	10.5%
营业税费	98.4	162.1	175.6	191.2	211.3	营业利润增长率	-61.8%	37.2%	32.5%	15.9%	16.4%
销售费用	3,123.1	3,413.8	3,730.3	4,041.7	4,454.8	净利润增长率	-56.6%	37.0%	31.6%	15.4%	17.1%
管理费用	318.3	383.9	430.0	457.1	495.5	EBITDA 增长率	-55.7%	27.5%	20.3%	14.4%	15.4%
财务费用	16.5	-10.2	-79.6	-104.6	-126.1	EBIT 增长率	-60.9%	30.1%	27.6%	14.8%	16.1%
资产减值损失	3.2	3.8	4.8	3.9	4.2	NOPLAT 增长率	-60.4%	39.6%	25.3%	14.8%	16.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	-102.4%	886.7%	-770.0%	-23.8%
投资和汇兑收益	58.9	85.2	80.8	74.9	80.3	净资产增长率	1.5%	7.7%	15.0%	7.8%	8.7%
营业利润	672.6	923.1	1,223.4	1,417.4	1,649.9	利润率					
加:营业外净收支	42.7	8.2	7.0	3.0	13.0	毛利率	24.2%	25.8%	26.8%	27.0%	27.2%
利润总额	715.3	931.3	1,230.4	1,420.4	1,662.9	营业利润率	3.9%	5.0%	6.1%	6.4%	6.8%
减:所得税	192.1	213.2	281.8	325.3	380.8	净利润率	3.0%	3.9%	4.7%	5.0%	5.3%
净利润	524.1	718.2	944.9	1,090.7	1,277.0	EBITDA/营业收入	4.9%	5.8%	6.4%	6.8%	7.1%
						EBIT/营业收入	4.0%	4.8%	5.7%	6.0%	6.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	38	58	69	67	63
						流动营业资本周转天数	-99	-100	-96	-103	-104
						流动资产周转天数	191	177	165	183	189
						应收帐款周转天数	7	7	7	7	7
						存货周转天数	26	27	25	26	26
						总资产周转天数	298	293	285	292	288
						投资资本周转天数	-17	-8	2	-9	-17
						投资回报率					
						ROE	9.4%	11.9%	13.7%	14.6%	15.8%
						ROA	3.5%	4.7%	5.7%	5.8%	6.5%
						ROIC	-65.0%	-84.7%	4364.6%	507.7%	-88.0%
						费用率					
						销售费用率	18.1%	18.4%	18.5%	18.4%	18.3%
						管理费用率	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
						财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
						三费/营业收入	20.0%	20.4%	20.2%	20.0%	19.9%
						偿债能力					
						资产负债率	62.1%	60.9%	58.2%	60.8%	58.9%
						负债权益比	163.6%	155.6%	139.2%	154.8%	143.3%
						流动比率	1.05	0.93	1.03	1.08	1.13
						速动比率	0.90	0.78	0.88	0.94	0.97
						利息保障倍数	41.73	-88.06	-14.36	-12.55	-12.08
						分红指标					
						DPS(元)	0.24	0.30	0.37	0.46	0.53
						分红比率	55.0%	50.1%	47.2%	50.8%	49.4%
						股息收益率	2.4%	2.9%	3.6%	4.5%	5.1%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,968.1	4,656.3	5,550.8	7,856.7	8,313.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	339.3	364.9	404.0	445.6	483.4
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	56.5	30.9	108.4	29.3	114.3
存货	1,429.2	1,364.6	1,463.2	1,652.0	1,816.1
其他流动资产	2,774.3	2,217.7	2,364.9	2,452.3	2,345.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3
长期股权投资	15.4	-	-	-	-
投资性房地产	24.9	24.2	24.2	24.2	24.2
固定资产	2,109.3	3,817.5	3,968.0	4,177.8	4,368.7
在建工程	1,141.9	748.1	823.6	821.5	820.1
无形资产	706.8	799.3	767.3	735.4	703.4
其他非流动资产	889.0	884.5	775.6	469.7	377.5
资产总额	14,758.0	15,406.8	16,573.7	19,039.7	19,765.0
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	4,031.0	4,429.9	3,919.6	5,523.5	4,897.3
应付票据	-	-	4.0	0.7	1.4
其他流动负债	5,050.5	4,882.3	5,651.5	5,972.7	6,674.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	78.3	67.8	68.9	71.7	69.4
负债总额	9,159.7	9,380.0	9,644.0	11,568.6	11,642.1
少数股东权益	5.1	3.8	7.6	12.0	17.1
股本	800.2	800.2	1,200.0	1,200.0	1,200.0
留存收益	4,792.7	5,222.9	5,722.0	6,259.1	6,905.8
股东权益	5,598.3	6,026.9	6,929.6	7,471.1	8,122.9

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	523.2	718.1	944.9	1,090.7	1,277.0
加:折旧和摊销	374.2	411.3	155.9	174.2	192.5
资产减值准备	3.2	3.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	6.6	-0.5	-79.6	-104.6	-126.1
投资损失	-58.9	-85.2	-80.8	-74.9	-80.3
少数股东损益	-0.9	-0.1	3.8	4.4	5.1
营运资金的变动	430.8	512.3	123.8	2,016.7	-68.3
经营活动产生现金流量	1,632.2	1,123.3	1,068.0	3,106.5	1,199.9
投资活动产生现金流量	-1,269.6	-1,309.9	-207.2	-351.6	-239.3
融资活动产生现金流量	-610.5	-288.5	33.7	-449.0	-504.1

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.44	0.60	0.79	0.91	1.06
BVPS(元)	4.66	5.02	5.77	6.22	6.75
PE(X)	23.4	17.0	13.0	11.2	9.6
PB(X)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
P/FCF	29.4	-91.9	16.0	4.7	12.8
P/S	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.6	5.7	4.2	2.3	1.8
CAGR(%)	27.9%	21.3%	-7.7%	27.9%	21.3%
PEG	0.8	0.8	-1.7	0.4	0.4
ROIC/WACC	-6.3	-8.2	421.3	49.0	-8.5
REP	1.1	-37.6	0.1	-0.1	0.4

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
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	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