

毛利率稳步提升，三大战略协同提高公司盈利能力

——天虹股份（002419）年度财报点评

2019年03月15日

推荐/维持

天虹股份

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

2019年3月15日，天虹商场股份有限公司发布《2018年年度报告》，现2018年全年实现营业收入191.38亿元，同比增长3.25%；营业利润11.63亿元，同比增长25.74%；归属上市公司股东的净利润9.04亿元，同比增长25.92%。其中Q4实现营业收入53.04亿元，同比下降-5.23%；Q4实现营业利润3.09亿元，同比增长12.36%；Q4实现归属于上市公司股东净利润2.31亿元，同比增长2.21%。公司全年业绩符合预期。

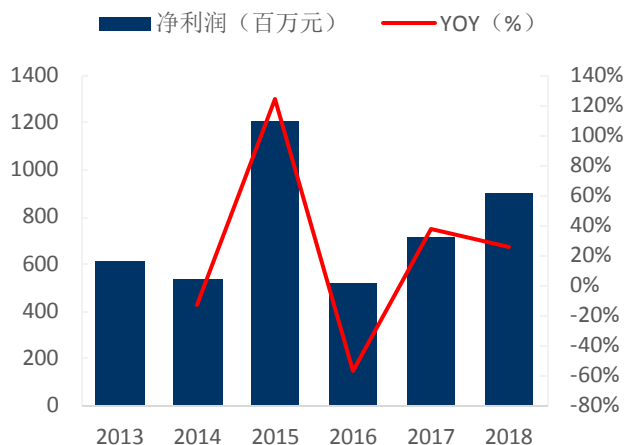
公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	4231.73	3955.76	5596.59	5221.24	4302.25	4310.64	5303.83
增长率（%）	8.81%	3.75%	13.84%	9.89%	1.67%	8.97%	-5.23%
毛利率（%）	25.33%	27.39%	25.32%	26.02%	27.31%	28.64%	27.30%
期间费用率（%）	20.32%	23.74%	19.57%	18.23%	22.20%	23.16%	21.34%
营业利润率（%）	4.90%	3.87%	4.77%	7.25%	5.36%	5.67%	5.83%
净利润（百万元）	151.97	116.79	226.55	298.06	187.53	187.79	231.26
增长率（%）	49.89%	51.17%	40.53%	33.79%	23.40%	60.80%	02.08%
每股盈利（季度，元）	0.19	0.15	0.28	0.37	0.16	0.16	0.19
资产负债率（%）	59.01%	61.47%	60.88%	58.72%	57.45%	59.03%	59.57%
净资产收益率（%）	2.67%	2.01%	3.76%	4.71%	3.05%	2.96%	3.52%
总资产收益率（%）	1.10%	0.78%	1.47%	1.95%	1.30%	1.21%	1.42%

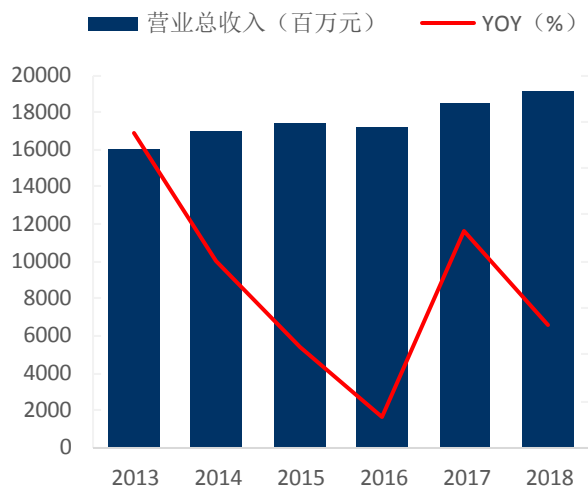
观点：

- 2018年公司零售业务主业增长3.79%，实现营业收入179.78亿元；地产业务增速下滑25.56%拖累公司整体表现，全年实现营业收入5.52亿元。分地区看，华东地区零售业务增速最高，实现营业收入11.9亿元，同比增长13.78%；北京、华中地区零售业务增长稳健实现营业收入5.26亿元、31.11亿元，同比增长分别为12.98%、11.54%，主要由于百货和购物中心业态的拉动作用，其余华南、东南、成都增速分别为1.74%、-4.65%、1.85%。

➤

图 1: 天虹股份净利润及增长率


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 2: 主营业务收入及增长率


资料来源: Wind、东兴证券研究所

- 同店方面, 公司全年可比店整体销售额与利润双增长, 营业收入同店增速1.55%, 其中百货业态同店增0.03%, 超市业态同店增速4.02%, 购物中心业态同店增速5.55%, 便利店同店增速-2.72%。由于门店改造等影响营收坪效表现, 公司全年可比店营业收入坪效下滑, 其中其中百货业态同店下滑10.87%, 超市业态同店增速+1.91%, 购物中心业态同店下滑14.28%, 便利店同店下浮7.9%。而可比店百货在街区化改造带动下毛利坪效增长+6.31%, 利润增长17.07%。

➤

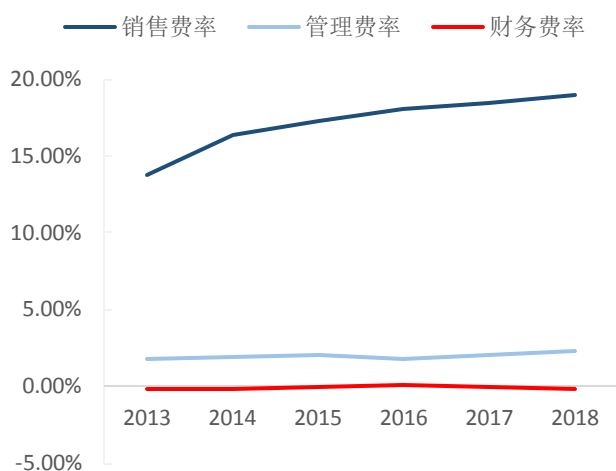
表 1: 公司各业态营收、毛利、坪效

业 态	营业收入 (百万元)	营业收入同比增幅	毛利额 (百万元)	毛利额同比增幅	月均毛利坪效	
					(元/平米)	营业坪效 (元/平米)
百货	10,248.86	0.03%	2750.66	6.96%	147.49	6,594.51
超市	5,600.53	4.02%	1343.12	3.19%	400.81	20,055.53
购物中心	712.10	5.55%	281.78	16.16%	76.97	2,334.18
便利店	111.78	-2.72%	50.56	2.75%	694.90	18,435.74
合计	16,673.27	1.55%	4426.12	6.27%	171.94	7772.41

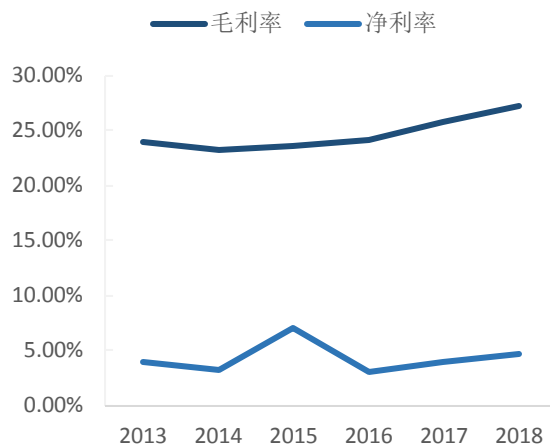
资料来源: Wind、东兴证券研究所

➤

- 经营能力改善毛利率稳步提升。2018年毛利率为27.3%, 同比增加1.5pct; 零售板块毛利率为26.52%, 同比增加1.27pct, 地产板块毛利率为33.15%, 同比增加1.25pct。公司期间费用率基本保持稳定, 同比增加6.59%。其中财务费用同比下降181.66%主要是由于报告期内定期存款利息增加所致。毛利率提升叠加公司加大费用管控力度, 公司全年净利润同比增长25.9%, 净利润为9.04亿元。

图 3: 公司三项期间费用率


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 4: 天虹股份毛利率和净利润


资料来源: Wind、东兴证券研究所

- ▶ 公司展店稳健, 储备店面充足。年内门店加快布局华东和华南地区, 其中华东地区新开3家百货和购物中心, 华南地区新开7家独立超市。全年新开百货1家, 独立超市8家, 直营购物中心4家, 管理输出1家, 便利店48家, 另外关闭百货1家, 超市1家, 便利店37家。截止2018年底共有百货68家, 超市81家, 购物中心13家, 便利店159家。其中Q4在厦门五缘湾开设一家购物中心。另与江西赣州定南、九江签约2家购物中心签约管理输出服务, 着手门店计划改造。
- ▶ 公司以新零售为契机, 继续优化升级“数字化、体验式、供应链”三大战略。与腾讯加强新零售合作加速线上线下消费一体化融合, 通过强化供应链和提升客户服务打造公司核心竞争力。

供应链——公司以消费者健康快速出发, 建立品质好、价格低、速度快的高效供应链体系, 以全球采购网、生鲜直采基地、打造自有品牌及2R自营商品。公司建立59个生鲜直采基地, 并与全国42家供应商签约。2018年国际直采、生鲜直采、自有品牌全年销售分别增长61%、3.2%、102%。

数字化——公司积极布局新零售市场, 加深与腾讯战略合作。除以建立的“零售智能实验室”、AI实体商业应用外, 11月与微信支付联合打造了首家天虹&微信支付智慧零售门店, 多维度的大数字领域合作, 助力公司达到数字化消费、精准消费服务, 提高公司营收和运营能力。2018年全年“天虹到家”销售同比增长118%。天虹数字化会员人数达1644万, 占整体会员总数91.33%, 其中天虹APP会员人数达840万, 占整体会员总数51.09%。

体验式——多业态整合调整同时以体验消费、娱乐消费模式出发, 继续开展门店街区化提升消费。“YES! 街”、儿童主题街等各色主题推出, 提升门店高曝光度, 从而提高门店毛利率。购物中心可比店营业收入同比增长5.55%, 利润总额增长64.41%。

结论：

- 公司处于转型调整阶段，我们预计新零售业务的继续拓展和数字化精准消费提质，公司Q1购物中心和百货业态门店坪效将有明显改善，看好公司长期发展趋势。我们预计公司19/20/21年天虹实现收入212.49/242.04/268.51亿，增速11.03%/13.91%/10.94%，同期实现归母净利10.65/12.43/14.12亿，同比增速17.83%/16.68%/13.50%，EPS为0.89/1.04/1.18，对应PE为13.94、11.95、10.53，维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	8634	9126	11312	12856	14362	营业收入	18536	19138	21249	24204	26851
货币资金	4656	3969	6036	7351	8651	营业成本	13762	13922	15707	17928	19943
应收账款	49	65	72	82	91	营业税金及附加	162	155	162	184	204
其他应收款	316	329	365	416	462	营业费用	3414	3627	3644	4066	4430
预付款项	31	32	32	32	32	管理费用	384	439	425	508	564
存货	1365	1050	1185	1353	1505	财务费用	-10	-29	-42	-62	-84
其他流动资产	2151	3621	3621	3621	3621	资产减值损失	3.85	3.71	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	6772	7129	5419	5419	5419	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	85.22	110.42	0.00	0.00	0.00
固定资产	3817.4	4469.3	4469.3	4471.6	4471.6	营业利润	923	1163	1350	1576	1791
无形资产	799	939	0	0	0	营业外收入	44.37	32.90	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	140	345	345	345	345	营业外支出	36.20	27.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	15407	16255	16731	18275	19781	利润总额	931	1169	1360	1586	1801
流动负债合计	9312	9561	9420	10227	11063	所得税	213	264	294	343	389
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	718	905	1066	1244	1412
应付账款	3672	3473	3999	4565	5078	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4349	4583	4753	4995	5318	归属母公司净利润	718	904	1066	1244	1412
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1866	2266	1347	1533	1726
非流动负债合计	68	122	99	99	99	EPS (元)	1.53	1.93	0.89	1.04	1.18
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	9380	9684	9519	10327	11162	成长能力					
少数股东权益	4	4	4	4	4	营业收入增长	7.31%	3.25%	11.03%	13.91%	10.94%
实收资本(或股本)	800	1200	1200	1200	1200	营业利润增长	37.24%	25.98%	16.05%	16.80%	13.58%
资本公积	1709	1309	1309	1309	1309	归属于母公司净利润	17.86%	16.68%	17.86%	16.68%	13.50%
未分配利润	3110	3572	3641	3721	3812	获利能力					
归属母公司股东权	6023	6568	7208	7956	8805	毛利率(%)	25.76%	27.25%	26.08%	25.93%	25.73%
负债和所有者权益	15407	16255	16731	18286	19970	净利率(%)	3.87%	4.73%	5.02%	5.14%	5.26%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	11.92%	13.77%	14.79%	15.63%	16.03%	
经营活动现金流	1123	2195	692	2283	1978	偿债能力					
净利润	718	905	1066	1244	1412	资产负债率(%)	61%	60%	57%	56%	56%
折旧摊销	953.37	1132.1	0.00	0.36	0.36	流动比率	0.93	0.95	1.20	1.26	1.30
财务费用	-10	-29	-42	-62	-84	速动比率	0.78	0.84	1.08	1.12	1.16
应收账款减少	0	0	-7	-10	-9	营运能力					
预收帐款增加	0	0	170	242	322	总资产周转率	1.23	1.21	1.29	1.38	1.40
投资活动现金流	-1310	-1898	198	-3	-3	应收账款周转率	356	336	309	313	309
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.20	5.36	5.69	5.65	5.57
长期股权投资减少	0	0	210	0	0	每股指标(元)					
投资收益	85	110	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.53	1.93	0.89	1.04	1.18
筹资活动现金流	-288	-369	-383	-434	-479	每股净现金流(最新)	-0.59	-0.06	0.42	1.54	1.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.53	5.47	6.01	6.63	7.34
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	400	0	0	0	P/E	8.07	6.41	13.94	11.95	10.53
资本公积增加	0	-400	0	0	0	P/B	1.64	2.26	2.06	1.87	1.69
现金净增加额	-475	-73	508	1846	1496	EV/EBITDA	2.81	4.81	6.55	4.90	3.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。