

时间是天虹最好的伙伴，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2019年上半年公司实现营业收入96.76亿元，同比变动1.61%；实现归属于上市公司股东的净利润5.03亿元，同比增长3.65%；实现归属扣非净利润4.51亿元，较上年同期增长4.49%。经营现金流量净额-3.05亿元，较上年同期变动23.16%。

2. 我们的分析与判断

(一) 零售业务规模轻微下滑，超市/便利店等必选消费业态与购物中心创收表现亮眼

2019年上半年公司实现主营业务收入93.52亿元，较上年同期上升约1.11亿元。零售板块实现89.84亿元营收，较上年同期减少约0.21亿元，其中可比店下滑0.80亿元，按业态划分百货/超市/购物中心/便利店同店营收较去年同期分别变动-5.56/2.54/2.06/0.15亿元，剩余约0.59亿元的营收增量来自于新增各业态门店的经营；地产板块创收3.69亿元，较去年同期增长1.32亿元；其他业务提供营收增量约0.43亿元。上半年公司归母扣非净利较去年同期增长0.18亿元，同比涨幅达4.49%。公司持续进行门店业态调整、增加体验业态面积，可比店利润总额同比增长6.85%，较去年增速下滑12.21个百分点；其中贡献56.95%可比店营收的百货业态利润总额下滑3.36%，份额次之（35.58%）的超市业态利润大幅提升20.20%，二者仍为公司主要创收端；购物中心业态（占比同店营收6.63%）和便利店业态（占比同店营收0.85%）尽管规模体量较小，利润总额同比分别提升56.64%/86.63%，达到高速增长；从同店销售数据可以看出公司经营的必选消费渠道以及体验式购物中心盈利情况向好。

分品类来看，服装/食品/日用品/化妆精品/皮鞋皮具/家居童用/餐饮娱乐/电器产品分别实现营业收入29.96/27.95/7.46/7.44/6.98/6.04/3.63/0.37亿元，相比去年同期分别变化-3.31/3.27/1.01/-0.60/-0.75/-0.22/0.58/-0.18亿元。其中传统品类服装和食品类产品分别贡献了30.97%和28.89%的营业收入，合计占比59.86%，营收占比相对处于高位；其中服装类商品占比较去年同期明显下滑3.99个百分点，化妆精品/皮鞋皮具/家居童用/电器产品占比营收也出现不同程度的下滑；与之相反，食品类/日用品类/餐饮娱乐类等必选属性较强的品类营收占比出现提升，2019H1分别上升2.97/0.93/0.55个百分

天虹股份 (002419.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

☎：(8610) 83574089

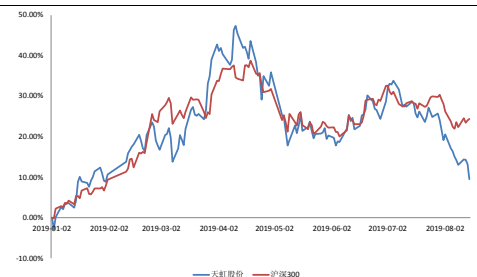
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.08.15



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

天虹股份(002419.SZ)2019 一季报点评_一
季度经营符合预期，维持推荐 2019.04.27

天虹股份(002419.SZ)2018 年年报跟踪点评
_一八年业绩符合预期，维持推荐

天虹股份(002419.SH)2018 三季报点评_三
季度业绩超预期，维持“推荐评级”
2018.10.19

天虹股份(002419.SH)2018 半年报点评_上
半年经营符合预期，下半年看好存量业绩提
升和门店拓展加速 2018.08.17

天虹股份(002419.SZ)2017 年报跟踪点评_
场景业态升级下的经营质量优势显现，一八

年看规模总量效应 2018.03.15

点至 28.89%/7.71%/3.75%。

分地区来看，华南区/华中区/东南区/华东区/北京/成都上半年零售业务营收分别变动 -1.71/1.80/0.08/-0.27/-0.09/-0.03 亿元，同比变动幅度分别为 -2.97%/11.98%/1.08%/-4.30%/-3.20%/-3.85%。其中，公司大本营华南区贡献营收 56.10 亿元，占零售业务收入的 57.98%，占比较去年同期下降 2.74 个百分点；华中区贡献营收 16.89 亿元，占零售业务收入的 17.45%，占比较去年同期上升 1.61 个百分点。

分经营模式来看，自营/联营/租赁可比店上半年分别实现营业收入 27.43/49.64/8.15 亿元，对应变动为 2.24/-4.75/1.56 亿元，同比变动幅度分别为 9.54%/-7.61%/14.86%。联营模式营收占可比店营收（不含便利店）的比重为 58.25%，占比较去年同期下降 4.87 个百分点；自营模式营收占比为 32.19%，较去年同期上升 2.95 个百分点。

（二）综合毛利率上升 1.78pct，期间费用率增长 1.61pct

公司 2019 年上半年综合毛利率为 28.38%，较去年同期提升 1.78 个百分点；其中主营零售板块毛利率为 26.92%，相较去年同期上浮 0.80 个百分点，地产板块毛利率为 37.94%，较去年同期上浮 10.51 个百分点。分品类来看，服装/食品/日用品/化妆精品/皮鞋皮具/家居童用类/餐饮娱乐类/电器类毛利率分别为 25.50% / 22.26% / 26.69% / 27.99% / 22.67% / 28.40% / 78.80% / 24.65%，同比变化 0.69/-0.55/0.20/3.00/0.30/0.68/-0.18/16.95 个百分点，家电类产品的毛利率提升水平明显。分地区来看，华南区/华中区/东南区/华东区/北京/成都零售业务毛利率分别为 27.26%/25.86%/25.42%/28.12%/28.25%/26.73%，北京地区毛利率仍居各地区首位，华东区毛利率水平维持在第二。

公司期间综合费用率为 21.63%，相比上年同期增长 1.61 个百分点，销售/管理/财务费用率分别为 19.62%/2.08%/-0.07%，相比去年同期分别增长 1.39/0.10/0.11 个百分点。销售费用率的增长和管理费用率的增长主要源于维持门店运营与新开门店带来的水电费、清洁费、广告宣传与促销费的增长，水电费/清洁费/广告宣传与促销费增长 69.28%/23.83%/13.31%，管理费用下清洁费/物业及租赁费/水电费同比上升 107.07%/52.16%/23.85%。本期利息收入/汇兑损失/手续费及其他分别变动 -22.46%/-92.32%/-2.71%，造成上半年财务费用比率下降。

（三）门店扩张战略稳步推行，业态升级提升实体店体验

报告期内，公司在广东省佛山市开设佛山天虹购物中心，聚焦“家庭欢乐体验”；在江西省吉安市开设吉安城南天虹购物中心，定位“城市花园”；公司旗下江西省南昌市中山天虹项目成功续约。除此之外，7 月份公司在深圳新开首家社区生活中心松瑞天虹，以及在莆田开设水韵城天虹购物中心（加盟），并新增便利店 18 家。公司旗下百货门店持续试行门店一楼街区化、其他楼层主题编辑化、互动体验项目多样化等，充实消费者的购物体验；而购物中心则致力于打造畅享欢乐时光的生活中心，聚焦欢乐时光和家庭生活。公司将稳定的门店增长战略与实体店消费体验提升计划相结合，增强顾客粘性，增厚公司收益。

（四）数字化技术提供高效服务，供应链整合精准匹配需求

公司以数字化手段作为促进收入增长的抓手。超市方面，公司开发线上拼团、线下取货业务，消费连带率超 50%，“天虹到家”业务销售同比增幅达 46%。百货方面，门店上线导购企业微信功能，会员管理、订单管理与用户营销全程在线化，便利品牌商直接触及消费者。截至报告期末，数字化会员已达 1882 万，占整体会员人数比例过半。此外，公司大力推进全国供应链的整合，通过与供应商、物流服务提供商加强合作与大力推进以战略核心产品为主的 brand management 的方式，打造质优价低高效的供应链，以期更好地满足消费者的需求。

3 . 投资建议

我们认为公司在百货、购物中心、超市和便利店多种业态中以服务领先、质量领先为特征优势，在行业独树一帜。公司以顾客需求为导向，通过数字化技术深耕线上服务，通过业态升级打造优质服务，通过供应链转型提供高效服务，提升商品品类管理效率。公司报告期内可比店业绩与往年相比虽略有轻微下滑，但零售业务毛利率稳步提高，存量百货业态逐步推行街区化、主体化升级改造的效果有待检验。此外，公司所经营的必选消费业态超市、便利店等规模业绩向好；体验式购物中心与主题街区与消费者追求体验式和个性化的消费趋势相匹配，与百货业态相比收入韧性更强，在经济下行时期的抗周期能力凸显。同时考虑公司扩张步伐稳健，外延方面门店储备项目充足。结合公司门店有序扩张及零售业务毛利率不断提升，我们维持预测公司2019/2020/2021年将分别实现营收215.67/225.81/237.05亿元，归母净利润10.74/12.09/13.21亿元，对应PS为0.64/0.61/0.58倍，对应PE为13/11/10倍，维持“推荐评级”。

4 . 风险提示

消费市场竞争分流的风险，店面到期续约的风险，快速开店带来的开店质量的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	18536.28	19137.95	21567.40	22580.75	23705.41
增长率(%)	7.31%	3.25%	12.69%	4.70%	4.98%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	718.19	904.38	1074.03	1208.78	1320.58
增长率(%)	37.03%	25.92%	18.76%	12.55%	9.25%
EPS(元/股)	0.60	0.75	0.90	1.01	1.10
销售毛利率	25.76%	27.25%	27.77%	28.57%	29.09%
净资产收益率(ROE)	11.92%	15.01%	17.83%	20.06%	21.92%
市盈率(P/E)	19	15	13	11	10
市净率(P/B)	2.21	2.10	1.92	1.75	1.60
市销率(P/S)	0.72	0.72	0.64	0.61	0.58

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年8月15日收盘价）

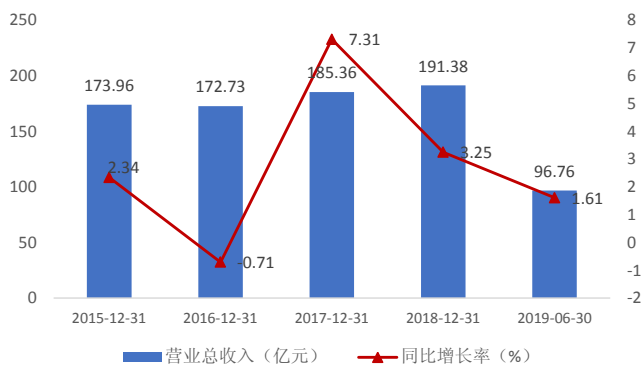
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	王府井	银座股份	翠微股份	合肥百货	鄂武商 A		
PE	12.18	52.56	21.38	17.52	8.04	22.34	17.52
PB	1.31	0.86	1.09	0.99	1.08	1.07	1.08
PS	0.55	0.20	0.69	0.37	0.51	0.46	0.51
	境外可比公司					均值	中位数
	罗斯百货	TJX公司	柯尔百货	梅西百货	伯灵顿百货		
PE	22.53	21.45	14.09	5.95	27.90	18.38	21.45
PB	10.82	13.00	2.04	1.04	35.85	12.55	10.82
PS	2.39	1.68	0.56	0.26	1.74	1.33	1.68

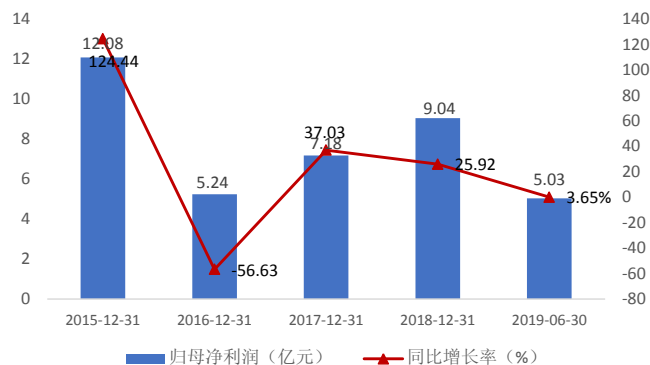
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2019Q2 营业收入(亿元)及同比(%)
图 2:2015-2019Q2 归母净利润(亿元)及同比(%)



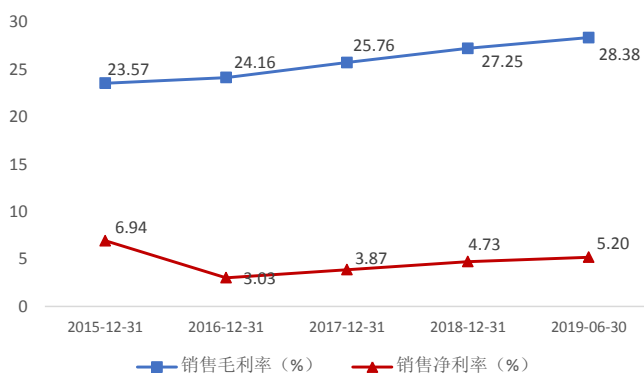
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2019Q2 毛利率(%)和净利率(%)变动情况

图 4: 2015-2019Q2 期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

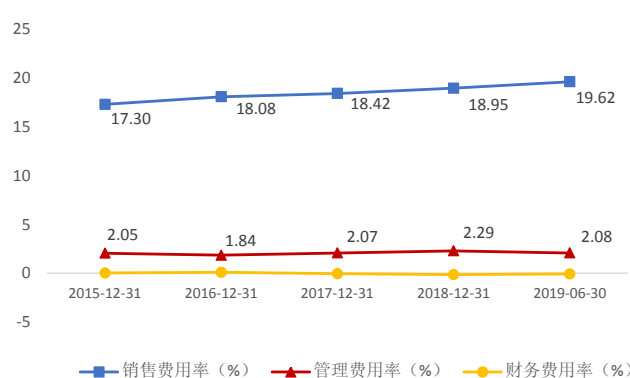
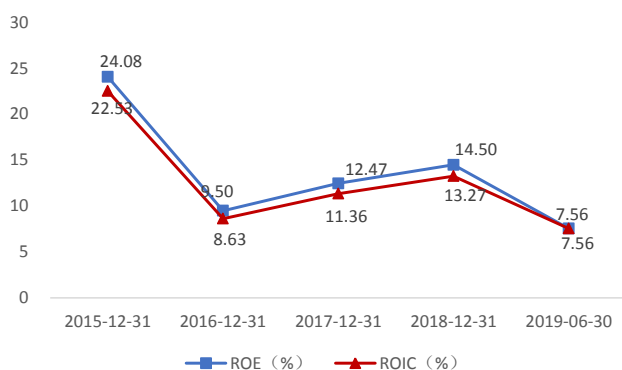


图 5: 2015-2019Q2 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3: 天虹股份 2019 年上半年门店分布情况

地区	综合百货		独立超市		购物中心		便利店	
	数量 (家)	面积 (m ²)	数量 (家)	面积 (m ²)	数量 (家)	面积 (m ²)	数量 (家)	面积 (m ²)
华南区	36	843,230	46	225,342	4	272,526	122	11,803
华中区	19	495,960	24	117,402	6	421,776	-	-
东南区	5	123,507	6	26,235	2	117,291	30	3,652

华东区	4	139,254	3	12,824	3	269,545	-	-
北京	3	72,680	2	11,457	-	-	-	-
成都	1	34,848	1	4,997	-	-	-	-
合计	68	1,709,479	82	398,257	15	1,081,138	152	15,455

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2019 年上半年新增门店情况

业态	地区	直营便利店	加盟便利店	合计
便利店	华南区	2	13	15
	东南区	1	2	3
	合计	3	15	18

门店名称	门店	业态	地区	面积 (㎡)	经营模式	物业权属
佛山天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华南区	79,886	直营	租赁物业
吉安城南天虹购物中心	购物中心店	购物中心/超市	华中区	82,575	加盟+超市直营	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5: 天虹股份 2019 年上半年重大事项进展

事件类型	内容
首次公开发行股票募集资金使用完毕及注销募集资金专项账户	5月22日,公司发布《关于首次公开发行股票募集资金使用完毕及注销募集资金专项账户的公告》。2010年5月6日,经中国证监会核准,公司向社会公众公开发行普通股(A股)股票5010万股,每股面值人民币1.00元,每股发行价人民币40.00元,共募集资金人民币20.04亿元,扣除发行费用人民币8214.93万元,募集资金净额人民币19.22亿元,超募资金人民币8.67亿元。截至公告日,募集资金均已按计划使用完毕,募集资金专项账户余额约285.31万元。公司已将募集资金专项账户中的利息结余约285.31万元转入公司其他账户用于永久补充流动资金。为便于公司银行账户管理,公司已依法办理完毕上述首次公开发行股票募集资金专项账户的注销手续。
与百脑汇(南昌)实业有限公司签署租赁合同	6月4日,公司发布《续租公告》。根据公司的战略发展规划和持续增长需要,鉴于公司江西省南昌市中山天虹所在物业的租赁期限将于2022年届满,公司第四届董事会第四十六次会议审议通过《关于公司续租江西省南昌市中山天虹项目的议案》,同意公司下属子公司南昌市天虹商场有限公司继续租赁江西省南昌市百脑汇科技大厦物业,用于经营南昌中山天虹。该续租项目面积约5.44万平方米,租赁期限20年,交易总金额约16.02亿元(含租金等)。此外,续租后,公司对南昌中山天虹进行装修改造及设备更新等投资约4984万元。
与南昌华茂置业有限公司签署租赁合同	6月28日,公司发布《租赁项目公告》。根据公司的战略发展规划和持续增长需要,公司下属子公司南昌市天虹商场有限公司向南昌华茂置业有限公司租赁位于江西省南昌市红谷滩新区丰和大道818号华茂国际广场地下三层至地上四层物业,用于开设商场。该项目租赁面积约7.7万平方米,租赁期限20年,交易总金额约7.60亿元(含租金、设备使用费及停车场使用费)。此外,公司对于该项目装修、设备购置等投资约4420万元。
拟对深圳天虹分拣中心进行更新改造	7月31日,公司发布《关于申报城市更新项目的公告》。公司拟将位于深圳市南山区深云路与侨深路交汇处西北角的侨香路网上天虹分拣中心进行更新改造,并与深圳市信义控股集团有限公司或其全资子公司合作完成。本项目的更新改造模式为“拆除重建类城市更新”,公司可取得的配套商业产权面积不少于1.49万平方米,以及可取得不少于0.15万平方米的产业用房和不少于200

个停车位。项目最终更新情况需有关政府部门审批。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4.公司前十大股东情况跟踪

表 6：天虹股份前十大股东情况（更新自 2019 年半年报）

排名	股东名称	持股数量 (万股)	报告期内持股数 量变动 (万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	中国航空技术深圳有限公司	52088.55		43.40		国有法人
2	五龙贸易有限公司	28985.53		24.15		境外法人
3	共青城奥轩投资合伙企业（有限合伙）	2388.50	-163.24	1.99	-0.14%	境内非国有法人
4	中国银行—华夏大盘精选证券投资基金	2228.03	1,048.03	1.86	0.87%	其他
5	全国社保基金五零三组合	1965.00	-5.20	1.64	0.00%	其他
6	中央汇金资产管理有限责任公司	1846.64		1.54		国有法人
7	香港中央结算有限公司	1840.90	-2,406.36	1.53	-2.01%	境外法人
8	中国光大银行股份有限公司—泓德优选成长混合型证券投资基金	1047.50	112.12	0.87	0.09%	其他
9	天虹商场股份有限公司—第 1 期员工持股计划	986.59		0.82		其他
10	中国工商银行股份有限公司—泓德泓富灵活配置混合型证券投资基金	955.55	-187.19	0.80	-0.16%	其他
合计		94332.80		78.6		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn