

天虹股份 (002419)

证券研究报告

2019年10月22日

中航国际直接持股 43.40%成第一大股东，国企改革有望加速推进

事件

2019年10月2日，公司收到控股股东中航国际深圳的通知，中航国际与中航国际控股及中航国际深圳拟进行吸收合并。

点评

中航国际直接持股 43.40%成第一大股东，国企改革有望加速推进。为进一步降低管理成本、提升企业运营效率、实现国有资产保值增值，中航国际拟与中航国际深圳、中航国际控股实施重组。根据三方签订的《吸收合并协议》，中航国际拟吸收合并中航国际深圳和中航国际控股。本次合并前，中航国际未直接持有公司股份，中航国际全资子公司中航国际深圳直接持有公司 43.40%的股份，为公司控股股东；**本次合并后，中航国际将直接持有公司 43.40%的股份，成为公司控股股东。**在中航国际控股股东权益变化的大背景下，国企改革有望加速推进，公司市场化活力将进一步释放。

公司持续推出员工持股计划，彰显信心调动积极性。2017年12月，公司推出第一期员工持股计划，参加增持计划的总人数不超过242人，其中董事长高书林认购82万元，董事总经理张旭华认购84万元，董秘万颖认购66万元，最终该计划通过二级市场累计987万股，占公司总股本的0.82%，交易金额1.18亿元，交易均价11.96元。此次公司推出第二场员工持股计划，筹集资金总额上限为9309万元，总人数不超过295人，参与对象是主要管理人员及业务骨干，能够充分调动员工的积极性和创造性，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力，同时彰显了公司对于未来发展的信心。

全国性百货龙头公司，加速新开门店拓展全国。公司拥有百货、超市和便利店三种业态，形成多业态战略发展格局。截至2019年6月，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计8省/市的25个城市，共经营购物中心业态门店15家（含加盟、管理输出4家），百货业态门店68家（含加盟3家），超市业态门店82家（含独立超市9家），便利店152家，面积合计达320万平方米。公司将继续加快新开门店，给公司持续提供新的增长点。

投资建议

公司是百货为主的多业态龙头，加速开店且培育期短，盈利不断优化，员工持股价有安全边际。综合预计2019-21年净利润分别为10/12/14亿，当前市值对应13/11/9xPE，维持买入评级。

风险提示： 同店增长不达预期，门店拓展不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,536.28	19,137.95	20,074.39	22,360.78	24,885.83
增长率(%)	7.31	3.25	4.89	11.39	11.29
EBITDA(百万元)	1,080.43	1,327.03	1,496.18	1,699.52	1,950.83
净利润(百万元)	718.19	904.38	1,042.01	1,220.06	1,435.60
增长率(%)	37.03	25.92	15.22	17.09	17.67
EPS(元/股)	0.60	0.75	0.87	1.02	1.20
市盈率(P/E)	18.48	14.68	12.74	10.88	9.25
市净率(P/B)	2.20	2.02	1.88	1.74	1.59
市销率(P/S)	0.72	0.69	0.66	0.59	0.53
EV/EBITDA	5.75	5.69	4.11	2.27	1.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.06元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,200.30
流通A股股本(百万股)	1,199.84
A股总市值(百万元)	13,275.32
流通A股市值(百万元)	13,270.25
每股净资产(元)	5.49
资产负债率(%)	55.95
一年内最高/最低(元)	16.05/10.02

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

马松 分析师
SAC执业证书编号：S1110518120001
masong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天虹股份-公司点评:同店承压&地产基数拖累 Q4 营收&业绩, 扩张提速经营领先行业!》 2019-03-04
- 《公司点评:天虹股份(002419.SZ): 推出第二期员工持股计划, 彰显信心调动积极性》 2019-01-29
- 《天虹股份-半年报点评:18H1 归母净利+29.52%yoy 符合预期, 门店创新不止供应链优化持续!》 2018-08-20

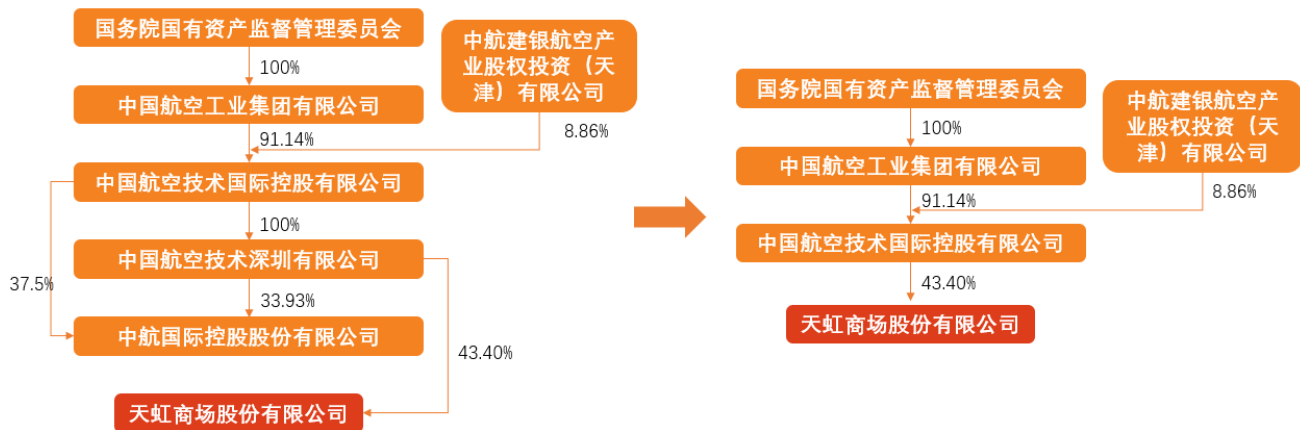
1. 事件

2019年10月2日，公司收到控股股东中航国际深圳的通知，中航国际与中航国际控股及中航国际深圳拟进行吸收合并。

2. 点评

中航国际直接持股 43.40%成第一大股东，国企改革有望加速推进。为进一步降低管理成本、提升企业运营效率、实现国有资产保值增值，中航国际拟与中航国际深圳、中航国际控股实施重组。根据三方签订的《吸收合并协议》，中航国际拟吸收合并中航国际深圳和中航国际控股。本次合并前，中航国际未直接持有公司股份，中航国际全资子公司中航国际深圳直接持有公司 43.40%的股份，为公司控股股东；**本次合并后，中航国际将直接持有公司 43.40%的股份，成为公司控股股东。**在中航国际控股股东权益变化的大背景下，国企改革有望加速推进，公司市场化活力将进一步释放。

图 1：公司股权结构变化图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司持续推出员工持股计划，彰显信心调动积极性。2017年12月，公司推出第一期员工持股计划，参加增持计划的总人数不超过242人，其中董事长高书林认购82万元，董事总经理张旭华认购84万元，董秘万颖认购66万元，最终该计划通过二级市场累计987万股，占公司总股本的0.82%，交易金额1.18亿元，交易均价11.96元。此次公司推出第二期员工持股计划，筹集资金总额上限为9309万元，总人数不超过295人，参与对象是主要管理人员及业务骨干，能够充分调动员工的积极性和创造性，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力，同时彰显了公司对于未来发展的信心。

表 1：公司第一期与第二期员工持股情况

名称	时间	人数	对象	交易金额	交易均价
第一期员工持股计划	2017.12.29	242人	董事长等9级及9级以上	1.18亿	11.96元
第二期员工持股计划	2018.1.15	295人	8级、9级且未参与第一期的员工	9309万	--

资料来源：公司公告，天风证券研究所

全国性百货龙头公司，加速新开门店拓展全国。公司拥有百货、超市和便利店三种业态，形成多业态战略发展格局。截至2019年6月，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计8省/市的25个城市，共经营购物中心业态门店15家（含加

盟、管理输出 4 家), 百货业态门店 68 家 (含加盟 3 家), 超市业态门店 82 家 (含独立超市 9 家), 便利店 152 家, 面积合计达 320 万平方米。公司将继续加快新开门店, 给公司持续提供新的增长点。

3. 投资建议

公司是百货为主的多业态龙头, 加速开店且培育期短, 盈利不断优化, 员工持股价有安全边际。基于公司披露的最新一季财报数据, 对盈利预测进行小幅调整, 综合预计 2019-21 年净利润分别为 10/12/14 亿, 当前市值对应 13/11/9xPE, 维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,656.30	3,968.52	5,803.53	8,332.63	9,457.73
应收票据及应收账款	48.86	65.12	56.55	74.93	73.53
预付账款	30.92	32.00	69.39	27.00	77.30
存货	1,364.57	1,050.33	1,696.46	1,357.61	2,025.15
其他	2,468.44	3,951.86	3,065.32	3,236.91	3,489.21
流动资产合计	8,569.09	9,067.84	10,691.26	13,029.08	15,122.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,817.48	4,469.32	4,301.71	4,153.96	4,005.15
在建工程	748.12	1.22	36.73	70.04	72.02
无形资产	799.26	938.83	904.10	869.38	834.66
其他	1,060.95	1,311.05	982.58	769.32	618.70
非流动资产合计	6,425.80	6,720.41	6,225.12	5,862.71	5,530.53
资产总计	15,406.83	16,254.63	17,381.70	19,339.66	21,113.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,671.52	3,473.46	3,993.41	4,352.06	4,869.49
其他	5,640.63	6,087.67	6,235.90	7,245.81	7,813.26
流动负债合计	9,312.16	9,561.12	10,229.31	11,597.87	12,682.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	67.79	122.46	89.51	93.25	101.74
非流动负债合计	67.79	122.46	89.51	93.25	101.74
负债合计	9,379.95	9,683.58	10,318.81	11,691.13	12,784.49
少数股东权益	3.85	3.51	2.97	2.82	2.65
股本	800.20	1,200.30	1,200.30	1,200.30	1,200.30
资本公积	1,709.19	1,309.09	1,309.09	1,309.09	1,309.09
留存收益	5,222.86	5,367.06	5,859.61	6,445.42	7,125.87
其他	(1,709.22)	(1,308.91)	(1,309.09)	(1,309.09)	(1,309.09)
股东权益合计	6,026.88	6,571.04	7,062.88	7,648.54	8,328.82
负债和股东权益总	15,406.83	16,254.63	17,381.70	19,339.66	21,113.31

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	718.09	904.64	1,042.01	1,220.06	1,435.60
折旧摊销	411.31	435.62	226.82	229.15	231.55
财务费用	(0.55)	0.00	(100.37)	(145.19)	(182.73)
投资损失	(85.22)	(110.42)	(80.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	512.87	(554.31)	1,175.29	1,776.85	275.23
其它	(433.24)	1,519.03	(0.53)	(0.15)	(0.17)
经营活动现金流	1,123.26	2,194.56	2,263.21	3,020.72	1,699.49
资本支出	1,586.12	215.34	92.95	76.25	41.51
长期投资	(15.42)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,880.57)	(2,113.08)	(71.90)	(78.81)	(43.49)
投资活动现金流	(1,309.87)	(1,897.74)	21.05	(2.56)	(1.98)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	9.94	28.88	100.19	145.19	182.73
其他	(298.41)	(398.23)	(549.45)	(634.25)	(755.15)
筹资活动现金流	(288.47)	(369.35)	(449.26)	(489.06)	(572.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(475.08)	(72.53)	1,835.01	2,529.10	1,125.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,536.28	19,137.95	20,074.39	22,360.78	24,885.83
营业成本	13,761.60	13,921.92	14,595.20	16,225.73	17,973.96
营业税金及附加	162.13	155.32	150.94	181.73	197.11
营业费用	3,413.84	3,626.91	3,673.61	4,024.94	4,479.45
管理费用	383.87	439.00	461.71	514.30	572.37
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(10.18)	(28.67)	(100.37)	(145.19)	(182.73)
资产减值损失	3.85	3.71	3.57	3.71	3.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	85.22	110.42	80.00	60.00	60.00
其他	(187.13)	(253.59)	(160.00)	(120.00)	(120.00)
营业利润	923.09	1,162.95	1,369.73	1,615.57	1,902.00
营业外收入	44.37	32.90	44.24	40.50	39.22
营业外支出	36.20	27.05	25.34	29.53	27.30
利润总额	931.26	1,168.80	1,388.63	1,626.54	1,913.91
所得税	213.17	264.16	347.16	406.64	478.48
净利润	718.09	904.64	1,041.47	1,219.91	1,435.43
少数股东损益	(0.11)	0.26	(0.53)	(0.15)	(0.17)
归属于母公司净利润	718.19	904.38	1,042.01	1,220.06	1,435.60
每股收益(元)	0.60	0.75	0.87	1.02	1.20

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.31%	3.25%	4.89%	11.39%	11.29%
营业利润	37.24%	25.98%	17.78%	17.95%	17.73%
归属于母公司净利润	37.03%	25.92%	15.22%	17.09%	17.67%
获利能力					
毛利率	25.76%	27.25%	27.29%	27.44%	27.77%
净利率	3.87%	4.73%	5.19%	5.46%	5.77%
ROE	11.92%	13.77%	14.76%	15.96%	17.24%
ROIC	-84.69%	4345.17%	100.47%	-1669.89%	-72.49%
偿债能力					
资产负债率	60.88%	59.57%	59.37%	60.45%	60.55%
净负债率	-77.26%	-60.39%	-82.17%	-108.94%	-113.55%
流动比率	0.93	0.95	1.06	1.13	1.20
速动比率	0.78	0.84	0.90	1.01	1.04
营运能力					
应收账款周转率	355.66	335.81	329.96	340.13	335.25
存货周转率	13.27	15.85	14.62	14.64	14.71
总资产周转率	1.23	1.21	1.19	1.22	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.75	0.87	1.02	1.20
每股经营现金流	0.94	1.83	1.89	2.52	1.42
每股净资产	5.02	5.47	5.88	6.37	6.94
估值比率					
市盈率	18.48	14.68	12.74	10.88	9.25
市净率	2.20	2.02	1.88	1.74	1.59
EV/EBITDA	5.75	5.69	4.11	2.27	1.47
EV/EBIT	6.93	6.85	4.84	2.62	1.67

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com