

2020年03月04日

天虹股份 (002419.SZ)

19年业绩有所承压，门店陆续复工3-4月数据有望改善

■事件：公司发布业绩 2019 年度快报：1) 2019 年：实现收入 193.92 亿元/YOY+1.33%，归母净利润 8.59 亿元/YOY-5.00%。剔除房地产业务影响，营收 YOY+1.18%，利润总额 YOY-9.59%。2) 2019Q4 单季度：营收 53.18 亿元/YOY+0.26%，归母净利润 2.07 亿元/YOY-10.38%，相较 2019Q3 单季度归母净利润 YOY-20.75% 实现环比提速。剔除房地产业务影响，2019Q4 单季度营收 YOY+1.37%。

■19 年新开 11 家购物中心门店数，3 4 月份销售数据有望逐步改善：1) 新开门店：19 年公司新开购物中心门店数 11 家，符合开店指引。预计在 2020-21 年有望继续保持大店 8-10 家/年的开店速度。2) 同店数据：今年 1-2 月份门店经营受到疫情的一定影响，但期间公司积极发力到家业务来改善门店营收。考虑到疫情期间消费者的购物需求被抑制，后续或有望迎来消费反弹，叠加公司目前门店预计已过半恢复营业，预计 3-4 月的同店销售数据有望逐步改善。

■核心逻辑：19-21 年展店加速+数字化降本提效+高管团队员工持股计划彰显信心，内生外延助力成长可期。1) 外延扩张加速：天虹百货+购物中心截至 19Q3 末共 85 家门店，未来有望继续享受二三线城市消费崛起带来的市场红利；2) 内生业态升级：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，实现降本提效；3) 轻资产扩张推进：公司管理模式的大店项目拥有多个储备，未来有望继续与国内领导型地产商落实更多管理输出项目，实现合作共赢；4) 治理优异：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+一二期股票增持计划绑定，公司治理结构优异。

■投资建议：买入-A 投资评级。预计公司 2019-2021 年收入 194 亿元/172 亿元/184 亿元，增速 1.3%/-11.5%/6.9%；归母净利润 8.59 亿元/7.21 亿元/8.70 亿元，增速 -5.0%/-16.0%/20.6%，EPS 为 0.72 元/0.60 元/0.72 元，6 个月目标价 10.85 元。

■风险提示：新冠肺炎影响线下消费、经济下行抑制可选消费、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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	18,536.3	19,138.0	19,392.5	17,162.4	18,345.8
净利润	718.2	904.4	859.1	721.3	869.8
每股收益(元)	0.60	0.75	0.72	0.60	0.72
每股净资产(元)	5.02	5.47	5.81	6.10	6.44

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	14.9	11.8	12.4	14.8	12.3
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4
净利润率	3.9%	4.7%	4.4%	4.2%	4.7%
净资产收益率	11.9%	13.8%	12.3%	9.9%	11.3%
股息收益率	3.4%	4.5%	4.2%	3.5%	4.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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：10.85 元

股价 (2020-03-04) 9.01 元

交易数据

总市值(百万元)	10,814.70
流通市值(百万元)	10,810.58
总股本(百万股)	1,200.30
流通股本(百万股)	1,199.84
12 个月价格区间	8.65/15.47 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.07	-29.77	-51.72
绝对收益	2.5	-6.24	-24.38

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

- 天虹股份：19Q3 业绩受高基数承压，可比店收入增速环比改善/刘文正 2019-10-25
- 天虹股份：19Q2 可比店收入增速环比改善，门店下沉+数字化助力成长/刘文正 2019-08-16
- 天虹股份：18 年业绩符合预期，内生外延助力成长可期/刘文正 2019-03-19
- 天虹股份：拨云见日，柳暗花明/黄守宏 2019-01-04

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,536.3	19,138.0	19,392.5	17,162.4	18,345.8	成长性					
减:营业成本	13,761.6	13,921.9	14,044.4	12,528.5	13,208.4	营业收入增长率	7.3%	3.2%	1.3%	-11.5%	6.9%
营业税费	162.1	155.3	168.7	149.3	159.6	营业利润增长率	37.2%	26.0%	-4.0%	-16.4%	18.9%
销售费用	3,413.8	3,626.9	3,665.2	3,235.1	3,449.0	净利润增长率	37.0%	25.9%	-5.0%	-16.0%	20.6%
管理费用	383.9	439.0	566.3	497.7	609.1	EBITDA 增长率	27.5%	22.8%	-6.4%	-14.2%	16.1%
财务费用	-10.2	-28.7	-91.0	-92.6	-107.7	EBIT 增长率	30.1%	22.9%	-6.9%	-18.0%	19.1%
资产减值损失	3.8	3.7	3.6	3.7	3.7	NOPLAT 增长率	39.6%	24.7%	-10.7%	-18.0%	19.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-102.4%	4590.1%	-19.5%	177.3%	-79.9%
投资和汇兑收益	85.2	110.4	80.8	92.1	85.0	净资产增长率	7.7%	9.0%	6.2%	5.0%	5.7%
营业利润	923.1	1,162.9	1,116.2	932.7	1,108.6	利润率					
加:营业外净收支	8.2	5.9	11.4	14.0	33.0	毛利率	25.8%	27.3%	27.6%	27.0%	28.0%
利润总额	931.3	1,168.8	1,127.6	946.7	1,141.6	营业利润率	5.0%	6.1%	5.8%	5.4%	6.0%
减:所得税	213.2	264.2	265.0	222.5	268.3	净利润率	3.9%	4.7%	4.4%	4.2%	4.7%
净利润	718.2	904.4	859.1	721.3	869.8	EBITDA/营业收入	5.8%	6.9%	6.4%	6.2%	6.7%
						EBIT/营业收入	4.8%	5.8%	5.3%	4.9%	5.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	58	78	82	92	86
						流动资产周转天数	-100	-93	-86	-88	-88
						流动资产周转天数	177	167	176	188	194
						应收账款周转天数	7	7	7	7	7
						存货周转天数	27	23	25	25	24
						总资产周转天数	293	298	305	331	327
						投资资本周转天数	-8	9	16	30	25
						投资回报率					
						ROE	11.9%	13.8%	12.3%	9.9%	11.3%
						ROA	4.7%	5.6%	5.2%	4.9%	4.7%
						ROIC	-84.7%	4345.2%	82.8%	84.2%	36.2%
						费用率					
						销售费用率	18.4%	19.0%	18.9%	18.9%	18.8%
						管理费用率	2.1%	2.3%	2.9%	2.9%	3.3%
						财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
						三费/营业收入	20.4%	21.1%	21.4%	21.2%	21.5%
						偿债能力					
						资产负债率	60.9%	59.6%	58.0%	50.9%	58.0%
						负债权益比	155.6%	147.4%	138.3%	103.5%	137.9%
						流动比率	0.93	0.95	1.03	1.08	1.10
						速动比率	0.78	0.84	0.86	0.98	0.95
						利息保障倍数	-88.06	-38.43	-11.26	-9.08	-9.30
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	0.40	0.38	0.31	0.38
						分红比率	50.1%	53.1%	52.7%	52.0%	52.6%
						股息收益率	3.4%	4.5%	4.2%	3.5%	4.3%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	718.1	904.6	859.1	721.3	869.8	EPS(元)	0.60	0.75	0.72	0.60	0.72
加:折旧和摊销	411.3	435.6	217.0	225.6	236.5	BVPS(元)	5.02	5.47	5.81	6.10	6.44
资产减值准备	3.8	3.7	-	-	-	PE(X)	14.9	11.8	12.4	14.8	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4
财务费用	-0.5	-	-91.0	-92.6	-107.7	P/FCF	-80.2	-464.2	10.2	-16.9	4.2
投资损失	-85.2	-110.4	-80.8	-92.1	-85.0	P/S	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
少数股东损益	-0.1	0.3	3.5	2.9	3.5	EV/EBITDA	5.7	5.7	3.6	5.1	2.7
营运资金的变动	512.3	-554.6	646.2	-1,015.0	1,953.6	CAGR(%)	0.3%	-1.2%	18.1%	0.3%	-1.2%
经营活动产生现金流量	1,123.3	2,194.6	1,554.0	-249.9	2,870.7	PEG	52.5	-10.1	0.7	52.2	-10.5
投资活动产生现金流量	-1,309.9	-1,897.7	-268.2	-240.4	-277.0	ROIC/WACC	-7.0	357.0	6.8	6.9	3.0
融资活动产生现金流量	-288.5	-369.4	-362.5	-282.4	-349.9	REP	-44.2	0.0	0.9	0.4	2.7

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

刘文正声明, 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	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@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	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@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