

天虹股份 (002419.SZ) / 商贸零售

毛利率持续提升, 超市便利店发展提速

评级: 增持 (维持)

市场价格: 10.92

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话: 15221203039

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

研究助理: 康璐

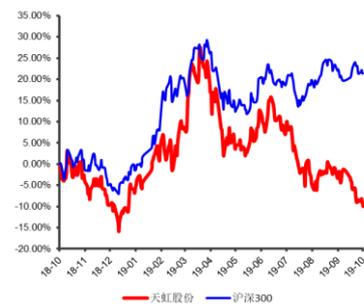
电话: 18817502392

Email: kanglu@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1200
流通股本(百万股)	1200
市价(元)	10.92
市值(百万元)	13100
流通市值(百万元)	13100

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 《天虹股份: 传统业态升级与新业态培育双轮驱动, 焕发经营活力》

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,536	19,138	19,833	21,958	24,387
增长率 yoy%	7.31%	3.25%	3.63%	10.71%	11.06%
净利润(百万元)	718	904	824	939	1,080
增长率 yoy%	37.03%	25.92%	-8.85%	13.86%	15.07%
每股收益(元)	0.60	0.75	0.69	0.78	0.90
每股现金流量	0.94	1.83	1.05	2.44	1.53
净资产收益率	11.92%	13.77%	11.79%	12.51%	13.34%
P/E	18.25	14.49	15.90	13.97	12.14
PEG	1.95	2.38	0.97	1.49	1.99
PB	2.18	2.00	1.87	1.75	1.62

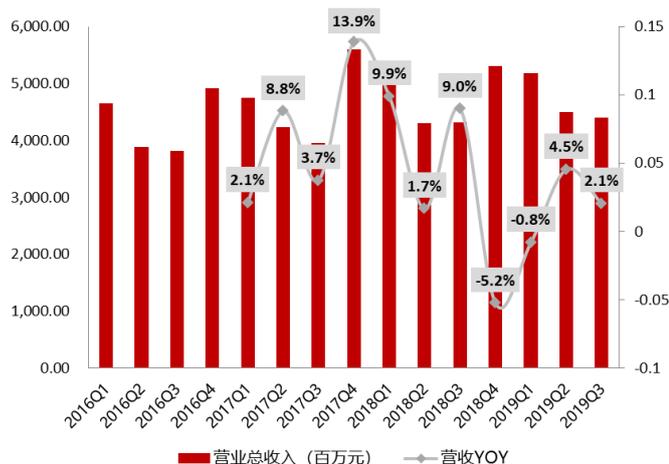
备注:

投资要点

- 事件: 2019Q1-3 公司实现营业收入 140.75 亿元, 同比增加 1.75%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6.52 亿元, 同比减少 3.15%; 扣非净利润 5.6 亿元, 同比减少 4.86%。2019Q3 单季度公司实现营业收入 44 亿元, 同比增长 2.05%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比减少 20.75%。收入保持平稳增长, 利润下滑较明显。**
- 零售业务小幅增长, 按区域来看: 除华中区和东南区以外, 其他区域收入都出现不同程度下滑。2019Q1-3 公司实现营业收入 140.75 亿元, 同比增加 1.75%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6.52 亿元, 同比减少 3.15%; 扣非净利润 5.6 亿元, 同比减少 4.86%。2019Q3 单季度公司实现营业收入 44 亿元, 同比增长 2.05%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比减少 20.75%。收入保持平稳增长, 利润下滑较明显。分行业来看, 零售业务小幅增长 0.66%, 地产业务增长 26.9%。分区域来看, 除了华中和东南区分别保持了 9.57%/3.08% 的增速, 其他区域零售业务收入均出现不同程度的下滑。**
- 综合毛利率持续提升, 其中零售主业毛利率提高 0.5 个百分点; 净利率下滑。2019Q3 公司综合毛利率维持在 29%, 较去年同期增加约 0.4pct, 保持了毛利率持续提升的趋势。分区域来看, 除华南区以外, 其他区域的零售业务毛利率较去年同期均有不同程度的提高, 其中东南区、华东区、北京和成都区域毛利率提升较为显著。2019Q3 净利率 3.4%, 同比减少 1pct。**
- 超市和便利店保持良好发展势头。分业态来看, 百货业绩下滑较多, 而超市和便利店发展提速。截至 2019Q3, 超市业态可比店收入增速达到 9.2%, 便利店同店收入增速达到 7.83%。公司持续优化超市数字化, 开发超市线上拼团业务, 顾客线上拼团线下单, 到店取货, 消费连带率超过 50%。**
- 费用率较去年同期上升 3.82pct: 报告期内销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 22.73%/2.48%/0.05%。销售费用率较 2018Q3 增加 1.76pct, 管理费用率提高约 0.2pct。激励机制下员工薪酬费用率的大幅抬升推动了整体费用率的持续提升。**
- 便利店和超市展店提速, 全新打造社区生活中心业态。截至 2019Q3, 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 26 个城市, 共经营购物中心业态门店 16 家 (含加盟、管理输出 5 家), 百货业态门店 69 家 (含加盟 3 家), 超市业态门店 84 家 (含独立超市 10 家), 便利店 164 家, 面积合计逾 322 万平方米。报告期内新开首家社区生活中心松瑞天虹、水韵城天虹购物中心, 新开 1 家独立超市以及 23 家便利店, 关闭了 11 家便利店; 另 10 月在江西省新开鹰潭天虹购物中心。报告期内, 公司新签约 5 个购物中心及百货项目, 5 个独立超市项目。**
- 投资建议: 公司作为百货龙头企业, 较早布局数字化升级, 且通过内生创新实现业态调整, 具有推进行业整合的能力与机会; 多业态协同发展的能力较强, 构筑了公司的核心竞争壁垒之一; 员工持股计划彰显了公司长期发展的信心。基于此, 我们认为可以给公司一定的估值溢价: 20-25 倍 PE。预计 2019-2021 年公司实现营收约 198/220/244 亿元, 同比增长 3.6%/10.7%/11.06%。实现净利润约 8.24/9.39/10.8 亿元, 同比增长 -8.85%/13.86%/15.07%。摊薄每股收益 0.69/0.78/0.90 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 16/14/12 倍。给予 2019 年 20XPE, 维持“增持”评级。**
- 风险提示事件: (1) 外延扩张存在风险, 次新区域开店培育期或长于预期。(2) 部分区域规模优势还未形成, 且竞争加剧, 或可能导致毛利率下滑。(3) 超市**

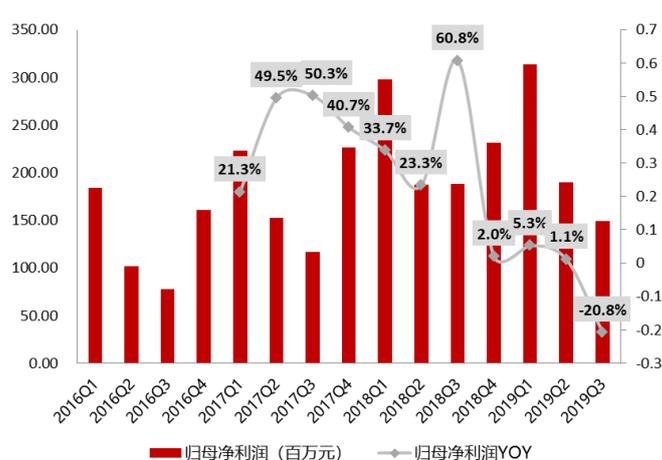
和便利店等新业态发展不及预期，在非华南区展店竞争激烈（4）百货主营产品类线上渗透率较高，在电商的冲击下，服饰、皮具和化妆品产品销量进一步下滑。

图表：营业收入（百万元）及增速（季度）



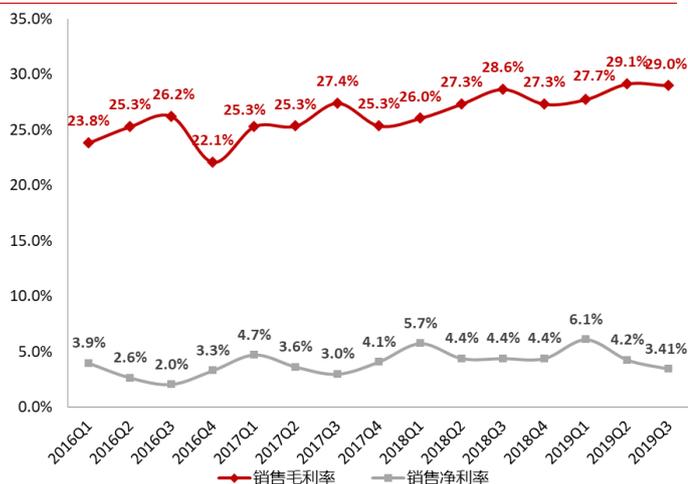
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：归母净利润（百万元）及增速（季度）



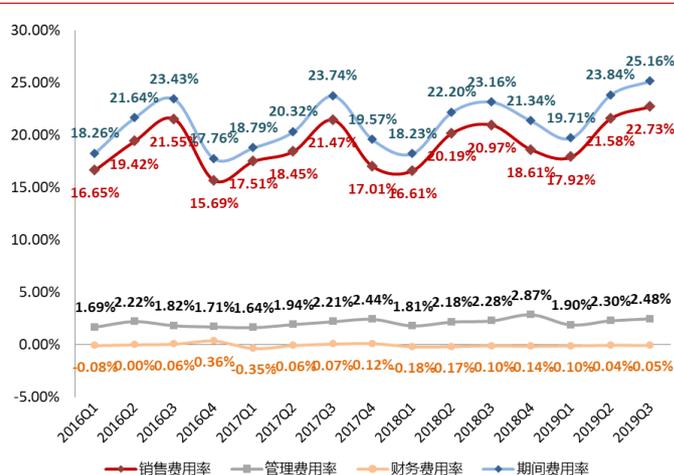
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：毛利率&净利率（季度）



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：期间费用率（季度）



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：门店统计

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
百货	期末门店数	59	62	67	62	67	67	68	68	68	69
	净新开门店数					5	0	1	0	0	1
超市	期末门店数						68	81	81	82	84
	净新开门店数							13	0	1	2
购物中心	期末门店数				3	4	7	13	13	15	16
	净新开门店数					1	3	6	0	2	1
便利店	期末门店数			158	166	157	148	159	157	152	164
	净新开门店数				8	-9	-9	11	-2	-7	12
合计		59	62	225	231	228	290	321	319	317	333

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：收入增速（按区域分）

图表：可比同店收入增速（按业态）

区域收入增速					
	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
华南区	2.84%	1.74%	-5.96%	-2.97%	-1.37%
华中区	6.53%	11.55%	10.87%	12.00%	9.57%
东南区	0.13%	-4.64%	-1.04%	1.07%	3.08%
华东区	15.82%	13.75%	-4.67%	-4.37%	-4.28%
北京	-4.73%	13.04%	-2.77%	-3.33%	-0.96%
成都	-4.43%	1.99%	-7.28%	-3.90%	-3.93%
地产	375.64%	-25.61%	30.31%	55.70%	26.90%

来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：可比同店收入增速（按业态分）

	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
百货	-0.08%	7.05%	2.68%	2.03%	0.03%	-10.11%	-6.11%	-5.64%
超市	-0.42%	0.26%	1.36%	3.14%	4.02%	10.63%	9.07%	9.20%
购物中心	-1.25%	11.50%	9.06%	7.63%	5.55%	1.59%	-0.08%	-0.17%
便利店	3.16%	/	-5.22%	-4.43%	-2.72%	2.90%	4.06%	7.83%
合计	-0.22%	4.96%	2.44%	2.59%	1.55%	-2.75%	-0.72%	0.03%

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表：天虹股份财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,536	19,138	19,833	21,958	24,387
增长率	7.3%	3.2%	3.6%	10.7%	11.1%
营业成本	-13,762	-13,922	-14,213	-15,694	-17,368
%销售收入	74.2%	72.7%	71.7%	71.5%	71.2%
毛利	4,775	5,216	5,620	6,265	7,019
%销售收入	25.8%	27.3%	28.3%	28.5%	28.8%
营业税金及附加	-162	-155	-161	-178	-198
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-3,414	-3,627	-4,145	-4,589	-5,097
%销售收入	18.4%	19.0%	20.9%	20.9%	20.9%
管理费用	-384	-439	-377	-417	-463
%销售收入	2.1%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	815	995	937	1,080	1,261
%销售收入	4.4%	5.2%	4.7%	4.9%	5.2%
财务费用	10	29	29	29	29
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	4	4	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	85	110	85	93	96
%税前利润	9.2%	9.7%	7.9%	7.7%	6.9%
营业利润	914	1,138	1,055	1,206	1,390
营业利润率	4.9%	5.9%	5.3%	5.5%	5.7%
营业外收支	8	6	19	15	14
税前利润	922	1,143	1,074	1,221	1,404
利润率	5.0%	6.0%	5.4%	5.6%	5.8%
所得税	-213	-264	-241	-274	-315
所得税率	23.1%	23.1%	22.4%	22.5%	22.5%
净利润	718	905	825	939	1,080
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	718	904	824	939	1,080
净利率	3.9%	4.7%	4.2%	4.3%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	718	905	825	939	1,080
加: 折旧和摊销	411	436	268	324	380
资产减值准备	4	4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-1	0	-29	-29	-29
投资收益	-85	-110	-85	-93	-96
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	487	-581	283	1,791	508
经营活动现金净流	1,123	2,195	1,262	2,931	1,842
固定资本投资	-1,314	95	-682	-682	-672
投资活动现金净流	-1,310	-1,898	-553	-731	-675
股利分配	-360	-360	-398	-433	-483
其他	72	-9	28	29	29
筹资活动现金净流	-288	-369	-370	-404	-454
现金净流量	-475	-73	340	1,797	713

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,656	3,969	4,308	6,105	6,818
应收款项	13	16	14	19	17
存货	1,365	1,050	1,415	1,307	1,706
其他流动资产	2,601	4,091	4,091	4,098	4,099
流动资产	8,634	9,126	9,828	11,529	12,640
%总资产	56.0%	56.1%	57.4%	60.4%	61.9%
长期投资	176	175	166	157	151
固定资产	3,817	4,469	4,891	5,260	5,577
%总资产	24.8%	27.5%	28.6%	27.6%	27.3%
无形资产	799	939	973	1,032	1,091
非流动资产	6,772	7,129	7,281	7,564	7,771
%总资产	44.0%	43.9%	42.6%	39.6%	38.1%
资产总计	15,407	16,255	17,109	19,093	20,411
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	8,779	8,894	9,322	10,799	11,520
其他流动负债	533	668	668	668	668
流动负债	9,312	9,561	9,989	11,467	12,187
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	68	122	122	122	122
负债	9,380	9,684	10,112	11,589	12,310
普通股股东权益	6,023	6,568	6,993	7,499	8,096
少数股东权益	4	4	4	4	4
负债股东权益合计	15,407	16,255	17,109	19,093	20,411

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.60	0.75	0.69	0.78	0.90
每股净资产(元)	5.02	5.47	5.83	6.25	6.75
每股经营现金净流(元)	0.94	1.83	1.05	2.44	1.53
每股股利(元)	0.30	0.30	0.33	0.36	0.40
回报率					
净资产收益率	11.92%	13.77%	11.79%	12.51%	13.34%
总资产收益率	4.66%	5.57%	4.82%	4.92%	5.29%
投入资本收益率	-84.69%	4345.17%	83.13%	66.58%	440.56%
增长率					
营业总收入增长率	7.31%	3.25%	3.63%	10.71%	11.06%
EBIT增长率	30.05%	22.91%	-7.60%	14.91%	15.68%
净利润增长率	37.03%	25.92%	-8.85%	13.86%	15.07%
总资产增长率	4.40%	5.50%	5.26%	11.59%	6.90%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	27.1	22.7	22.4	22.3	22.2
应付账款周转天数	93.3	92.4	92.8	92.6	92.7
固定资产周转天数	57.6	77.9	84.9	83.2	80.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-65.85%	-65.56%	-87.25%	-90.86%	-110.88%
EBIT利息保障倍数	-88.1	-38.4	-35.5	-40.8	-47.2
资产负债率	60.88%	59.57%	59.10%	60.70%	60.31%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。