

# 匠心独运，厚积薄发

2018年12月10日

## 投资要点

- ❖ **全国零售龙头，跨区域、多业态、全渠道布局，逆势成长。**1984年成立于深圳；截至2018Q3末，已覆盖8省/市的25个城市，经营百货/购物中心/超市（店中店）/便利店各68/10/73/167家，建筑面积合计约279万平方米。公司移动端APP虹领巾会员数超750万。2018Q1-Q3，百货/超市/地产营业收入分别占比58.6%/31.2%/2.5%；公司整体营业收入/归属净利润为138.3亿/6.7亿元，同比+6.9%/+36.9%；剔除地产，同比+7.1%/+42.0%。
- ❖ **三大核心竞争力：强适应性、新零售先锋、治理优秀。**
  - ✓ **强适应性。**一线城市至四线县市、核心商圈至社区城郊、十万平米大店至数平米无人值守便利店，文艺范儿至时尚和酷炫风格，门店定制、千店千面；儿童共和国、yes街等模块化复制，兼顾扩张效率。
  - ✓ **新零售先锋。**数字化：由前台（商品、顾客、营销、服务等）走向后台（供应链、运营等），截至2018年11月，天虹超市前台业务数字化已实现90%，中后台实现约50%，百货商品数字化为约20%。智能化：数据、软硬件结合推动无人化/少人化/自动化，2014-2017年大店由50增至76家，用工减少10.3%。平台化：与腾讯成立“智能零售实验室”，未来或技术输出赋能同业。
  - ✓ **治理优秀，学习型组织。**国企控股（中航）、外资参股（港资）、员工持股；管理团队年轻（平均年龄49岁）、稳定，激励到位（持股、超额分享等多层激励）。
- ❖ **内外兼修，快速扩张、快速培育。**剔除部分专柜转为租赁模式的影响，推算2017年/2018Q1-Q3可比店GMV同比约+6.4%/+10.6%，显著优于同业。深圳以外门店盈利改善且仍有巨大提升空间，2016/2017/2018Q1-3外埠门店利润贡献约为-8%/18%/43%。稳健经营、聚客效应、规模优势使公司具较强物业获取能力，叠加轻资产模式，一线至四线快速扩张，每年新增5-10家大店；区域加密、规模效应、经营提效、购物中心租金模式共同推动新店培育期降至1.0-1.3年左右。未来不排除以并购方式外延扩张。
- ❖ **稀缺性：唯一同时拥有大量账面现金、良好现金流、大量自有物业、无有息负债、分红丰厚的零售公司。**2018Q3末，公司账面货币资金42.8亿元，短期理财24.5亿元。上市以来，年经营现金流净额在4.9亿~17.2亿元。自有物业64万平米，公司RNAV 218亿元，较现市值溢价55%。2015-2017年分红比例为126%/55%/50%，分红收益率4.1%/2.4%/2.9%。历史动态PE中枢17X(2018/12/7动态PE为14X)。
- ❖ **风险因素：**经济放缓消费疲软；主力区域竞争加剧；开店不达预期。
- ❖ **投资建议：公司兼具成长与价值，业绩确定性较强，维持2018-20年营业收入预测为198.4亿/213.0亿/232.2亿元，同比+7.0%/+7.3%/+9.0%；维持公司商业主营归属净利润预测为8.9亿/10.7亿/12.8亿元，同比+41.9%/+20.0%/+20.0%；2018-20年地产归属净利润预测分别为0.88亿/0.14亿/0亿元（原2019：0亿元）；对应上市公司归属净利润为9.8亿/10.8亿/12.8亿元，上调目标价至14.5元，对应2019年16X PE，维持“买入”评级。**

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,273	18,536	19,841	21,299	23,221
增长率 YoY%	-0.7	7.3	7.0	7.3	9.0
净利润(百万元)	524	718	980	1084	1283
增长率 YoY%	-56.6	37.0	36.4	10.7	18.4
每股收益 EPS(元)	0.44	0.60	0.82	0.90	1.07
毛利率%	24.2	25.8	27.3	27.7	28.0
净资产收益率 ROE%	9.4	11.9	15.0	15.4	16.7
PE	27	20	14	13	11
PB	1.7	1.6	2.2	2.0	1.8
PS	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年12月7日收盘价



## 买入（维持）

当前价：11.71元

目标价：14.5元

中信证券研究部

徐晓芳

电话：0755-23835427

邮件：xuxiaofang@citics.com

执业证书编号：S1010515010003

## 相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深300指数	3181.56点
总股本/流通股本	1200.3/1199.9百万股
近12月最高/最低价	21.18元/9.73元
近1月绝对涨幅	-2.58%
近6月绝对涨幅	-24.49%
今年以来绝对涨幅	17.85%
12个月日均成交额	134.67百万元

## 相关研究

1. 天虹股份(002419)2018年三季报点评—商业主营逆势增长提速，业绩超预期..... (2018-10-19)
2. 天虹股份(002419)2018年中报点评—千店千面，逆势成长(2018-08-17)
3. 天虹股份(002419)2018年一季报点评—核心竞争力突显，业绩超预期 (2018-04-27)
4. 天虹股份(002419)2017年年报点评—变革成效显现，2018厚积薄发 (2018-03-15)
5. 天虹股份(002419)2017年业绩快报点评—收入、利润超预期，兼具价值与成长..... (2018-02-28)
6. 天虹股份(002419)重大事项点评—增持助力价值修复，新零售或将提速 (2017-12-29)

## 目录

<b>全国性零售龙头，逆势成长</b> .....	<b>1</b>
全国性零售龙头，跨区域、多业态、全渠道布局 .....	1
转型先锋，逆势成长 .....	2
<b>三大核心竞争力：强适应性、新零售先锋、治理优秀</b> .....	<b>3</b>
强适应性，千店千面 .....	3
层级：从一线城市到四线城市 .....	3
布局：核心商圈、社区、郊区全覆盖 .....	4
业态：从十万平米购物中心至数平米无人值守便利店 .....	5
风格：从购物属性到情感链接 .....	7
新零售转型先锋，引领同业 .....	8
数字化：从前台走向中后台 .....	8
智能化：无人/少人/自动，降本提效 .....	12
平台化：携手腾讯，未来或技术输出赋能同业 .....	14
治理优秀，学习型组织 .....	15
三层激励机制，广泛覆盖 .....	15
学习型组织，年轻、稳定、创新 .....	17
<b>内外兼修，快速扩张、快速培育</b> .....	<b>19</b>
内生提效，深圳以外盈利改善、深圳门店稳健成长 .....	19
可比店增速优于同业 .....	19
深圳以外门店盈利改善，盈利能力趋势性向上 .....	21
深圳门店稳健成长，关外加密空间大 .....	24
快速扩张，快速培育 .....	26
高线精细运营，低线快速展店 .....	26
每年新增 5-10 家大店，以购物中心为主 .....	29
错位选址、轻资产扩张、差异化经营 .....	30
现金充足，并购或将落地 .....	33
<b>风险因素</b> .....	<b>35</b>
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>36</b>
自有物业 64 万平米，现金及等价物 67 亿元，RNAV/市值=1.6x .....	36
分红比例、分红收益率保持较高水平 .....	37
估值：历史动态 PE 中枢 17X，动态 PS 中枢 0.6X .....	37
投资建议 .....	39

## 插图目录

图 1: 截至 2018Q3 末天虹股份门店分布图 .....	1
图 2: 天虹股份百货及购物中心门店数量 .....	1
图 3: 2018Q3 天虹股份各业态建筑面积占比 .....	1
图 4: 天虹股份营业收入及增速 .....	2
图 5: 天虹股份营业收入及增速 .....	2
图 6: 天虹股份归属净利润及增速 .....	2
图 7: 天虹股份归属净利润及增速 .....	2
图 8: 天虹股份按业态营业收入结构 .....	3
图 9: 2018Q1-Q3 天虹股份按地区营业收入及占比 .....	3
图 10: 2018Q1-Q3 天虹股份按经营模式营业收入及占比 .....	3
图 11: 2018H1 天虹股份按产品营业收入结构 .....	3
图 12: 天虹股份百货/购物中心门店按城市层级分布 .....	4
图 13: 天虹股份百货/购物中心门店按城市层级分布 .....	4
图 14: 2018Q3 天虹股份门店分布（按数量） .....	5
图 15: 2018Q3 天虹股份门店分布（按面积） .....	5
图 16: 天虹股份商圈、社区、城郊门店 .....	5
图 17: 天虹股份多业态布局 .....	6
图 18: 天虹股份各业态门店数量 .....	6
图 19: 首家独立 sp@ce 超市（石岩店） .....	7
图 20: 2018Q3 天虹股份超市分地区分布 .....	7
图 21: 天虹股份可比店超市业态营业收入、增速及占比 .....	7
图 22: 苏州相城天虹购物中心店 .....	8
图 23: 天虹股份全面数字化进阶之路 .....	9
图 24: 虹领巾 APP .....	9
图 25: 天虹股份系统顾客数字化标签示例 .....	10
图 26: 数字化功能赋能天虹实体零售生态圈 .....	10
图 27: 天虹股份数字化发展现状（累计） .....	11
图 28: 天虹到家销售额同比增速 .....	11
图 29: PAD 收银客单量占比 .....	11
图 30: 虹领巾月活跃用户数 .....	11
图 31: 天虹股份四大客服矩阵 .....	12
图 32: 天虹股份数字化：从前台走向中后台 .....	12
图 33: 智能化无人、少人、自动，全面提效 .....	13
图 34: 天虹股份员工总人数及增速 .....	13
图 35: 天虹股份人均创收 .....	13
图 36: 天虹股份人均扣非净利润 .....	13
图 37: 天虹 Well-GO 及其他无人便利店对比 .....	14

图 38: 天虹全球 in 选店面展示 .....	14
图 39: 天虹股份股权结构（截至 2018Q3） .....	15
图 40: 天虹股份管理层间接持股结构（2010Q2） .....	16
图 41: 天虹股份管理层间接持股结构(2018Q3) .....	16
图 42: 天虹股份董监高持股情况.....	17
图 43: 天虹股份第一/二大股东持股变化.....	17
图 44: 天虹股份组织架构 .....	17
图 45: A 股主要百货公司董事长、总经理、非独董、管理层年龄对比（截至 2018Q3 末） .....	19
图 46: 天虹股份可比店营业收入增速-季度累计.....	20
图 47: 天虹股份可比店利润总额增速-季度累计.....	20
图 48: 主要百货上市公司同店对比 .....	20
图 49: 天虹百货和购物中心店龄比例（按门店数量） .....	21
图 50: 天虹百货和购物中心店龄比例（按建筑面积） .....	21
图 51: 2018Q1-Q3, 天虹股份单位面积营业收入 .....	22
图 52: 2018Q1-Q3, 天虹股份单位面积毛利.....	22
图 53: 天虹股份分地区可比店营业收入同比 .....	22
图 54: 天虹股份分地区可比店利润总额同比 .....	22
图 55: 截至 2018Q3 末天虹股份湖南省门店分布图 .....	23
图 56: 截至 2018Q3 末天虹股份江西省门店分布图 .....	24
图 57: 截至 2018Q3 末天虹股份华南地区（只有广东省）门店分布图 .....	25
图 58: 深圳市 GDP .....	25
图 59: 深圳市常住人口总数.....	25
图 60: 深圳市人均可支配收入 .....	25
图 61: 深圳市人均消费支出.....	25
图 62: 2017Q2 我国城市人均百货+购物中心资源面积国际比较 .....	26
图 63: 2018Q3 不同城市级别商场客流指数对比 .....	26
图 64: 1996-2017 年中国 30 城新增购物中心（含奥特莱斯）数量&建筑面积.....	27
图 65: 2017 年不同城市层级新开业百货/大型购物中心数量占比 .....	27
图 66: 2016、2017 年主要百货集团百货、购物中心展店情况.....	30
图 67: 天虹股份区域扩张、业态扩张主要事件时间轴 .....	30
图 68: 2012-2018Q3 天虹股份加盟店数量.....	32
图 69: 天虹股份便利店数量.....	32
图 70: 天虹股份经营性现金流净额与净利润 .....	34
图 71: 天虹股份经营性现金流及资本开支 .....	34
图 72: 天虹股份货币资金和净现金 .....	35
图 73: 中日美三国百货行业集中度 .....	35
图 74: 中日美三国百货行业集中度 .....	35
图 75: 天虹股份与 A 股、CS 零售公司现金分红比例比较 .....	37
图 76: 天虹股份与 A 股、CS 零售公司分红收益率(对于年底股价) 比较 .....	37
图 77: 天虹股份上市以来 PE-Band（动态） .....	38
图 78: 天虹股份上市以来 PE 水平变化（动态） .....	38

图 79: 天虹股份上市以来 PS-Band (动态) .....	38
图 80: 天虹股份上市以来 PS 水平变化 (动态) .....	39
图 81: 天虹股份上市以来 PB-Band (动态) .....	39
图 82: 天虹股份上市以来 PB 水平变化 (动态) .....	39

## 表格目录

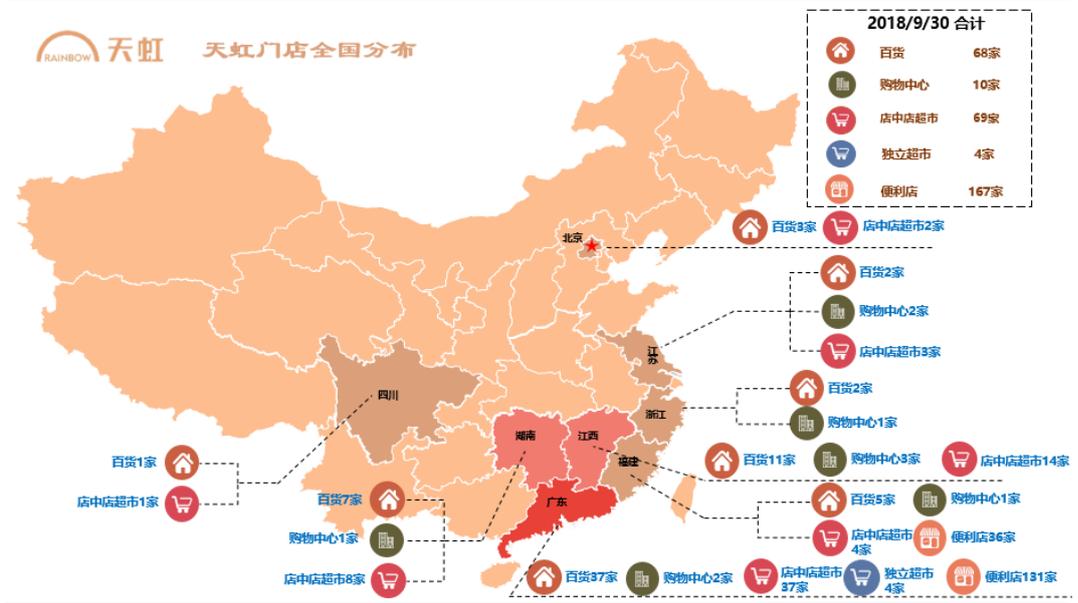
表 1: 2018Q3 天虹股份门店数量及建筑面积 .....	6
表 2: 天虹股份市场化增持计划 .....	16
表 3: 天虹股份现任管理层 .....	18
表 4: 天虹股份董事会与高管平均年龄与任职概况 .....	18
表 5: 天虹股份母公司、外埠及其他业务营业收入及净利润 .....	22
表 6: 天虹股份各业态门店分区域分布 .....	23
表 7: 天虹租赁项目租金水平及装修设备费用分析 .....	27
表 8: A 股百货上市公司实际控制人及公司属性 .....	28
表 9: 天虹股份综合百货及购物中心开关店情况 .....	29
表 11: 天虹股份门店运营模式解析 .....	31
表 12: 截至 2018Q3 天虹百货/购物中心轻资产模式扩张门店列表 .....	32
表 14: 天虹股份部分门店项目开店投入情况 .....	33
表 15: 天虹股份新开业购物中心资金投入测算-以 7 万平方米购物中心为例 .....	34
表 16: 天虹股份自有物业: 门店、办公楼、物流 .....	36
表 17: 天虹股份门店物业属性 .....	36
表 18: RNAV 重估 .....	36
表 19: 2018 年天虹股份预期分红收益率 (对于现价) 敏感性分析 .....	37
表 20: 天虹股份盈利预测与业绩拆分 .....	40
表 20: 天虹股份盈利预测与估值 .....	40

## 全国性零售龙头，逆势成长

### 全国性零售龙头，跨区域、多业态、全渠道布局

**30年专注经营，跨区域、多业态、全渠道布局。**公司成立于1984年，立足珠三角向全国扩张。截至2018Q3末，公司已覆盖广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计8省/市的25个城市。公司业态涉及百货、购物中心、超市、便利店：截至2018Q3末，公司经营百货68家，建筑面积约174万平方米；经营购物中心10家，建筑面积约68万平方米；经营超市（店中店）73家，建筑面积约35万平方米；经营便利店167家，建筑面积约1.5万平方米；公司各业态门店共318家，建筑面积合计约279万平方米。此外，公司还拥有移动生活消费服务平台APP虹领巾，截至2018H1会员数超750万。

图1：截至2018Q3末天虹股份门店分布图



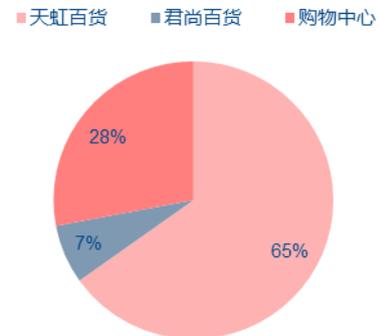
资料来源：公司公告，虹领巾APP，中信证券研究部

图2：天虹股份百货及购物中心门店数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：不包括管理输出的门店

图3：2018Q3天虹股份各业态建筑面积占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：不包括管理输出的门店

## 转型先锋，逆势成长

**收入、利润强劲反弹，逆势成长。**受零售业大环境影响，2012-2016年公司主营业务承压，收入、净利润增速放缓。公司积极转型、锐意变革，关闭亏损门店，进行业态调整和创新。2017年，公司营业收入、归属净利润实现强劲反弹，逆势成长：公司营业收入/归属净利润分别同比+7.3%/+37.0%。2018Q1-Q3，公司实现营业收入/归属净利润分别为138.3亿/6.7亿元，同比+6.9%/+36.9%；剔除地产，分别同比+7.1%/+42.0%。

图 4：天虹股份营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：天虹股份营业收入及增速（剔除地产）



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 6：天虹股份归属净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2015年剔除资产证券化收益

图 7：天虹股份归属净利润及增速（剔除地产）



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：2015年剔除资产证券化收益

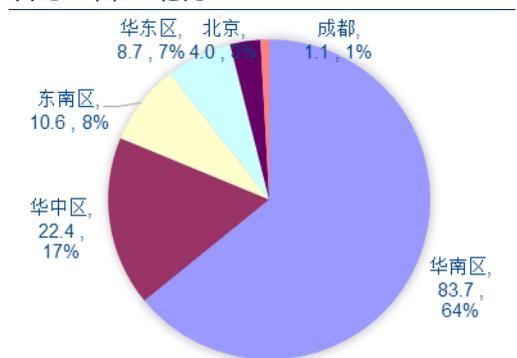
分业务看，2018Q1-Q3公司百货/超市/房地产业务营业收入分别占比58.6%/31.2%/2.5%。分地区看，2018Q1-Q3公司华南/华中区营业收入分别占比64.1%/17.1%，合计超过80%。分经营模式看，公司联营/租赁/自营模式营业收入分别占比60.9%/8.0%/31.0%。分产品看，2018H1公司服装/食品/化妆精品业务营业收入分别占比34.9%/25.9%/8.4%。

图 8：天虹股份按业态营业收入结构



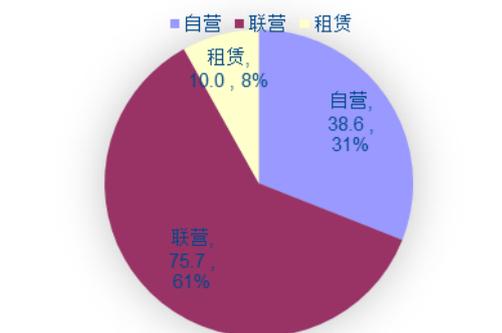
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：2018Q1-Q3 天虹股份按地区营业收入及占比（单位：亿元）



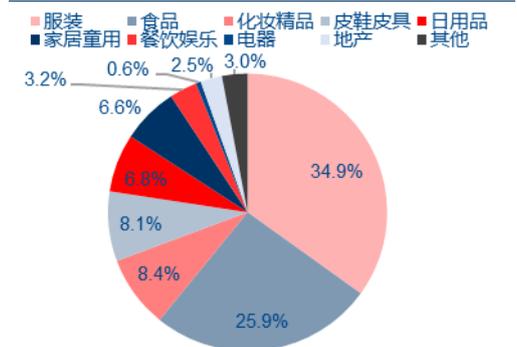
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：华南区包括广东省；华中区包括江西省和湖南省；华东区包括浙江省和江苏省；东南区包括福建省；北京和成都对应各自城市。本报告以下同。

图 10：2018Q1-Q3 天虹股份按经营模式营业收入及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：2018H1 天虹股份按产品营业收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

## 三大核心竞争力：强适应性、新零售先锋、治理优秀

### 强适应性，千店千面

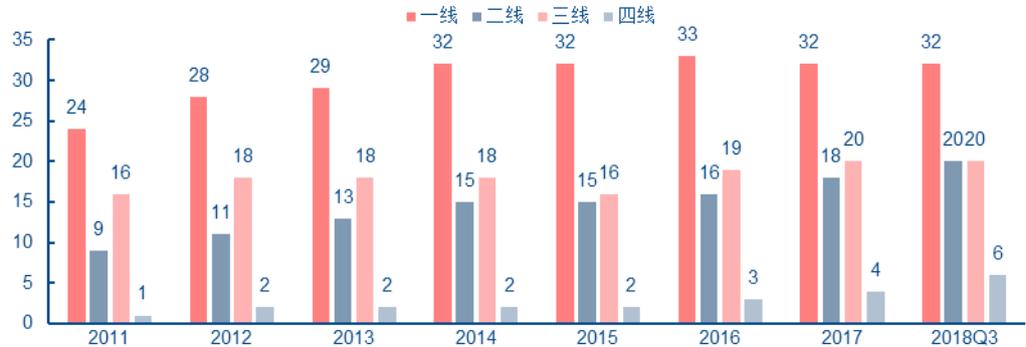
公司 30 余年专注于商业零售，长期耕耘使门店具备强适应能力：一线至四线城市、核心商圈至社区城郊、十万平米大店至数平米无人值守便利店，文艺范儿至时尚和酷炫风格，因地制宜、千店千面。同时，公司探索出 yes 街、儿童共和国等商业模块，可结合当地消费习惯、供应链情况进行复制，使展店在保持差异化的同时兼具速度。

### 层级：从一线城市到四线城市

**一至四线城市统筹布局：从一线城市深圳大本营下沉至县级市。**天虹股份发源于深圳，充分受益大本营深圳市产业结构优化升级、人口净流入，消费能力强劲红利，迅速发展，并逐渐向外埠扩张。2012 年公司便开始在县级市布局，开设绍兴柯桥天虹；截至 2018Q3 公司在县级市已拥有 6 家百货/购物中心，其中 5 家分布在江西，1 家在浙江。2018Q3 末，公

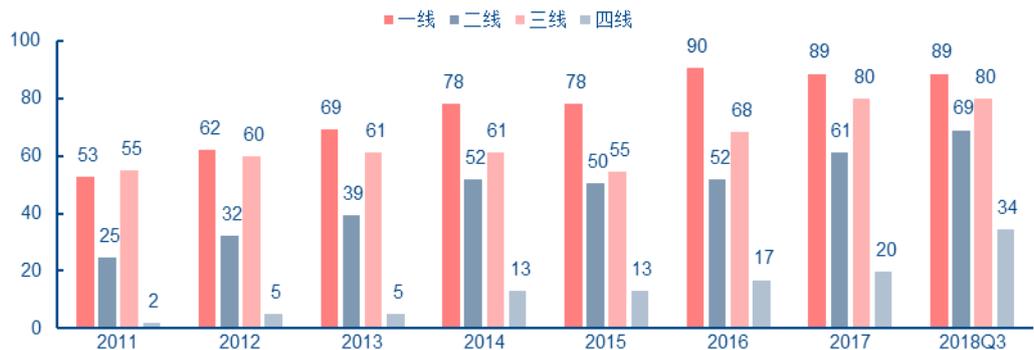
司百货/购物中心门店在一/二/三/四城市数量分别为 32/20/20/6 家, 建筑面积分别为 89 万/69 万/80 万/34 万平方米。

图 12: 天虹股份百货/购物中心门店按城市层级分布 (单位: 家)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 本篇报告划分城市层级的标准为: 一线: 北上广深; 二线: 省会城市&副省级城市; 三线: 地级市; 四线: 县级市; 五线: 乡镇。

图 13: 天虹股份百货/购物中心门店按城市层级分布 (建筑面积: 万平方米)

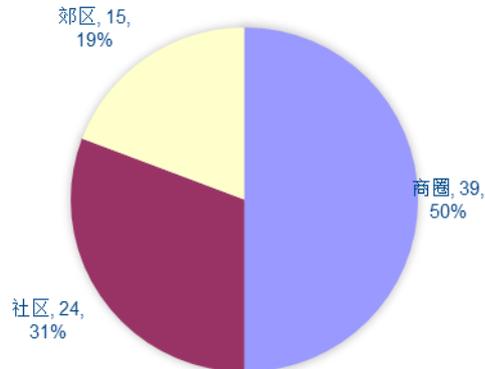


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 本篇报告划分城市层级的标准为: 一线: 北上广深; 二线: 省会城市&副省级城市; 三线: 地级市; 四线: 县级市; 五线: 乡镇。

## 布局: 核心商圈、社区、郊区全覆盖

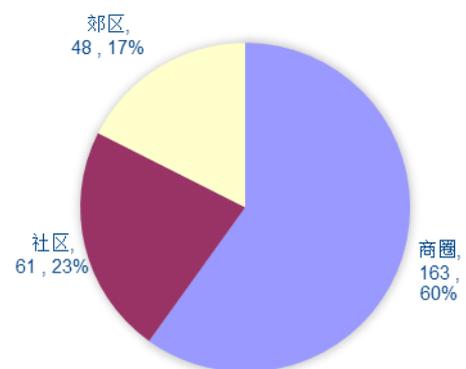
**核心商圈、社区、郊区门店全覆盖, 最贴近中产家庭生活的百货零售商。**天虹的百货/购物中心分为 3 类: 处于核心商圈的门店确立商业地位, 处于社区的门店占领市场份额, 处于郊区门店占领空白区域。截至 2018Q3, 天虹百货/购物中心门店中, 商圈/社区/郊区门店分别为 39/24/15 家, 面积分别为 163 万/61 万/48 万平方米。

图 14: 2018Q3 天虹股份门店分布(按数量)(单位:家)



资料来源: 公司官网, 赢商大数据, 中信证券研究部测算

图 15: 2018Q3 天虹股份门店分布(按面积)(单位:万平方米)



资料来源: 公司官网, 赢商大数据, 中信证券研究部测算

图 16: 天虹股份商圈、社区、城郊门店



资料来源: 联商网、公司官网、中信证券研究部

## 业态: 从十万平米购物中心至数平米无人值守便利店

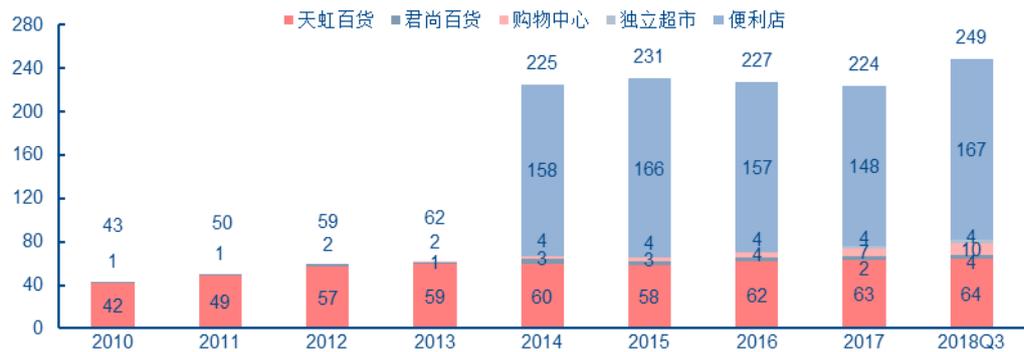
**多业态布局, 从大店到小店, 精细化灵活运营。**天虹百货定位中端时尚流行, 通过丰富业态、高性价比、主题编辑, 为家庭消费者提供时尚优质的生活, 面积约 1 万-5 万平方米。**君尚百货**定位高端、轻奢, 引进滑雪培训、零基础绘画培训、医疗齿科、茶道、花艺、木艺、陶艺、皮具等体验性业态, 面积为 3 万-8 万平方米。**天虹购物中心**定位为畅享欢乐时光的生活中心, 内容囊括吃喝玩乐、生活零售、儿童成长、便利生活, 面积为 4-10 万平方米。**天虹 sp@ce**定位都会生活超市, 面积 3000-5500 平方米。2014 年天虹收购万店通并创立“**微喔**”便利店品牌, 面积为 80-150 平方米。2017 年公司开设**无人便利店 WELL GO**, 面积仅为 10 平米左右。

图 17：天虹股份多业态布局



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：图中为截至 2018Q3 的数据

图 18：天虹股份各业态门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：不包括管理输出的门店

表 1：2018Q3 天虹股份门店数量及建筑面积

地区	百货			超市			购物中心			便利店		
	数量(家)	建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	平均单店建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	数量(家)	建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	平均单店建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	数量(家)	建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	平均单店建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	数量(家)	建筑面积(m <sup>2</sup> )	平均单店建筑面积(万 m <sup>2</sup> )
华南区	37	89.56	2.42	41	18.94	0.46	2	16.47	8.23	131	1.07	0.01
华中区	18	47.48	2.64	22	11.41	0.52	4	24.33	6.08	-	-	-
东南区	5	12.45	2.49	4	1.70	0.43	1	5.21	5.21	36	0.42	0.01
华东区	4	13.90	3.47	3	1.28	0.43	3	22.45	7.48	-	-	-
北京	3	7.14	2.38	2	1.34	0.67	-	-	-	-	-	-
成都	1	3.42	3.42	1	0.57	0.57	-	-	-	-	-	-
合计	68	173.95	2.56	73	35.23	0.48	10	68.47	6.85	167	1.49	0.01

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：不包括管理输出的门店

**百货超市相互引流聚客。**公司门店采用“百货+超市”的业态组合，在百货/购物中心门店的 1 楼或 2 楼设有天虹超市。超市定位介于华润 ole 与大众超市之间，目标客群为中产阶层，生活节奏快、对价格不敏感；超市作为百货的补充，两者相互引流聚客。2012-2018Q3，超市营业收入占公司整体营业收入的比例在 28%-32%。

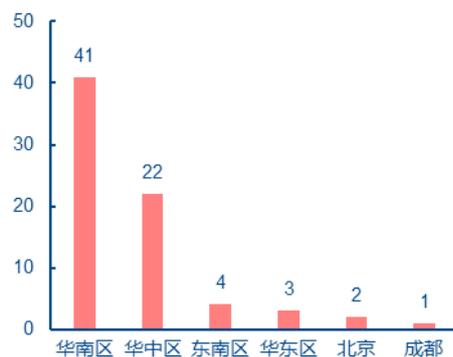
2017年，天虹超市由店中店走向独立连锁门店。2017/12/22，天虹首家独立超市 sp@ce 石岩店开业。截至 2018Q3，天虹共开设 4 家独立超市。

图 19：首家独立 sp@ce 超市（石岩店）



资料来源：联商网，中信证券研究部

图 20：2018Q3 天虹股份超市分地区分布(家)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 21：天虹股份可比店超市业态营业收入、增速及占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 风格：从购物属性到情感链接

**风格：文艺、酷炫、时尚、温馨，主题编辑强体验，从购物属性到情感链接。**公司结合门店周边 3-5 公里内人群特征确定门店主题和定位，推进商品陈列主题编辑化，以特定主题如烧烤、烘焙、出游、圣诞等进行商品组合陈列。公司门店因地制宜增加体验性业态，包括儿童成长、小剧场、体验厨房、健康驿站、快乐驿站等，体验业态一般占比 20%-50%。公司百货/购物中心门店千店千面，从文艺范儿到酷炫、时尚、温馨等各类风格，由单纯的购物属性过渡到与消费者产生情感链接。

- **文艺：**君尚 3019 定位“出售生活方式的地方”，主要目标客群为周围 33-45 岁的中产阶层。楼层主题包括 slowlife 慢生活、daily 生活区，win-chance 文创等，体验性业态占比 70%。门店引进极具文艺生活情调的书吧、插花、绘画、烹饪、蓝染、木艺、皮雕、影院、健身等体验业态，开设了 Rain&Color、Rain&Co.、Rain&Home、Rain&kids 等 Rain 系列自营买手店。
- **酷炫：**南昌天虹 COOL+ 定位时尚潮酷、活力体验，主要目标客群为周围大学生和年轻家庭。楼层主题包括恋物派、生活家、豆蔻族、型酷帮、都食客、娱乐圈，体

验性业态占比 50%。南昌天虹 COOL+ 引进蹦床、网咖、舞蹈培训、密室逃脱、VR 等业态，装修上采用工业风，集“酷趣、体验、购物、潮玩”于一体。

- **时尚：**天虹 Discovery 定位时尚，主要目标客群为“80 后力量女性”，以各类型的主题空间来设计商品陈设区域，形成了美妆馆、鞋履馆、内衣馆、儿童馆、运动馆五大品类集合馆。天虹 Discovery 装修极具特色，如旅行馆以欧洲火车小站的形式呈现，男士精品馆以工业 LOFT 风作为设计基调。
- **温馨：**公司打造 Kids Republic 主题街区项目，集儿童零售、娱乐、体验、培训、餐饮、社交于一体，主要客群为门店周边年轻家庭。宝安天虹购物中心 Kids Republic 以英伦小镇为主题，自建景观小项目，如骑车发电点亮伦敦桥可以给手机充电、女王同款皇家马车、整点吐泡报时的大本钟等。宝安 Kids Republic 的日常营销活动为在“温布利球场”承办小朋友生日 party、才艺表演、亲子活动、毕业汇演、品牌发布会、互动游戏等，温馨氛围浓厚。Kids Republic 已入驻苏州相城天虹和长沙宁乡天虹。

图 22：苏州相城天虹购物中心店



资料来源：公司官网，中信证券研究部

## 新零售转型先锋，引领同业

### 数字化：从前台走向中后台

**率先启动数字化转型，持续探索。**公司是最早开启全渠道转型、首批接入微信支付的零售企业之一，率先推进数字化转型。

- 公司自 2010 年 3 月布局电商业务；2013 年与第三方外资咨询公司合作，设计基于 PC 端的全渠道设计方案。随后，公司与微信支付合作打造“天虹微品”微店，通过微信渠道实现卖货、个性化订阅、一对一互动、会员系统对接等功能。
- 2014 年，公司组建技术团队开发官方 APP；2015 年上线“虹领巾”APP；2016 年“虹领巾”APP 上线手机自动买单、智慧停车、积分商城等业务。
- 2017 年，公司推出新业态 Sp@ce 及无人便利店 Well-GO，将数字化与消费融合，深化新零售布局。
- 2018 年 4 月，与腾讯战略合作，成立“智能零售实验室”；2018 年 11 月，天虹首家微信支付智慧零售店开业。

图 23：天虹股份全面数字化进阶之路



资料来源：赢商网，公司公告，中信证券研究部

“数字化转型”为核心战略，绩效考核与人才战略与数字化能力挂钩，前台数字化能力同业领先。2016 年公司正式提出数字化转型战略；2017 年 4 月，公司电商事业部更名为数字化经营中心，至今已发展为近 300 人的团队。公司内部绩效考核与人才战略与数字化能力挂钩，业务部门也从被动参与数字化改造到主动提出需求。

截至目前，公司线上已经搭建起“PC 端（虹领巾）+移动端虹领巾 APP+微品（社交电商）+微信（小程序、公众号）”的立体电商模式，线下发展成为“百货+购物中心+超市+便利店”的多业态格局，并通过“天虹到家+跨境电商体验店+自提点+全渠道专柜”实践线上线下融合，通过全渠道服务解决消费者痛点。根据 36 氪的报道，**截至 2018 年 11 月，天虹超市前台业务数字化已实现 90%，中后台实现约 50%，百货商品数字化为约 20%，同业领先。**

图 24：虹领巾 APP

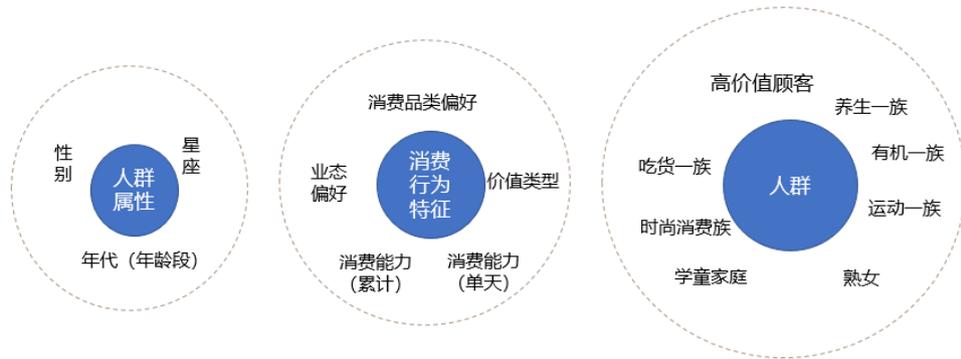


资料来源：虹领巾 APP，中信证券研究部

前台：顾客、营销、服务数字化助力百货超市体验升级。2017 年公司 IT 投入约 7000 万元。公司在顾客、营销、服务等层面大力推进数字化，虹领巾 APP 集到家、支付、营销等功能于一体，公司百货、超市业态数字化程度显著提升，体验升级。

- **顾客数字化：**公司建立全渠道会员体系，运用大数据和人工智能，将顾客属性归类为 140+ 个标签。2018H1，公司累计数字化会员 1393 万，其中虹领巾会员 750 万，微信会员 606 万，微信小程序会员 37 万；累计超 8000 万人次通过“虹领巾”交互信息或消费。

图 25：天虹股份系统顾客数字化标签示例



资料来源：公司调研，中信证券研究部

- **营销数字化：**根据个性化标签分析顾客在店内的消费行为，提高营销效率、获客能力和品牌吸引力。截至 2018H1，公司已经能利用优惠券系统精准推送优惠券礼包，吸引用户进行优惠券分享，并上线千人千面电子海报功能。
- **服务数字化：智慧停车**通过对顾客的精准识别和消费跟踪匹配，可实时查看停车费用，并支持使用商场消费积分、支付宝、微信和银联等方式支付停车费，2018H1，36 家门店已实现智慧停车，总订单逾 340 万单。2017 年公司优化**全渠道客服**退货流程，整体顾客满意度提升 20%，在线客服实现 10 秒以内介入。2018H1，基于电子小票的服务评价、购物中心整体和商户**评价**全国上线。
- **超市数字化：**“天虹到家”下单后 2 小时内配送到家，2018H1 超市商品在“天虹到家”销售额同比+280%，为天虹超市整体带来了近 10%的业务增量。自助收银机大大减少顾客排队时间，2018H1 超市手机快速买单使用量超过 694 万单，占超市总体客单量的 21%。
- **百货数字化：**2017 年，全国门店专柜 PAD 收银上线率 94%。2018H1 公司推进百货 4.0（超级导购、无负担购物、基于人脸识别的供应商赋能等）；数字化专柜上半年累计合作品牌 39 个，覆盖线下 544 个专柜；百货专柜 PAD 收银客单量占比已达 91.9%。

图 26：数字化功能赋能天虹实体零售生态圈



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：天虹股份数字化发展现状（累计）



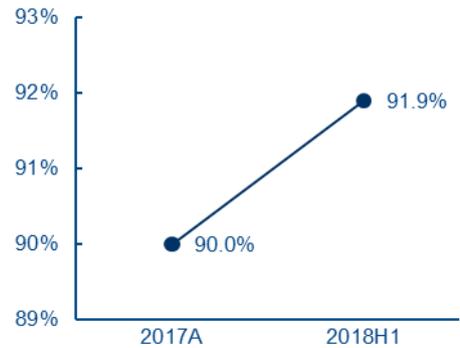
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：天虹到家销售额同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：PAD 收银客单量占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：虹领巾月活跃用户数（单位：万）



资料来源：极光大数据，中信证券研究部

图 31：天虹股份四大客服矩阵



资料来源：天虹悦报，中信证券研究部

**中后台：推进运营管理和供应链数字化。**

**运营管理：**2017 年，公司通过整合后台的商品信息、会员信息、单据、库存等一系列数据，打造数字化运营工具大内总管。大内总管可实现各门店不同经营岗位实时查看运营数据，为自营营业人员提供实时销售展示，兄弟店实时对比、客流分析、会员消费分析、历史数据分析等功能，从经验经营升级到数据经营，规避了无法实时更新库存带来的下单缺货等问题。此外，大内总管也为供应商提供查看下单和销售报表、数字化专柜订单管理等功能。2018H1，大内总管实时数据、特惠码优化、扫码绑定、分享商品、大客户消费通知、积分预警等功能上线；截至 2018 年 8 月，大内总管 APP 日均打开次数超过 1 万。

**供应链：**公司推出全球供应链引进平台，供货进货需求可视化、透明化，避免了进货环节中由于信息不透明造成的消耗。2018H1，公司上线采购交互平台，智能化品类管理系统与哈步数据合作，共同完成酱油、醋的品类深挖及选品优化。为配合天虹到家业务开展，移动拣货终端在宝购、君尚 3019、民治、坂田四家店投入使用，三季度推广全国。

图 32：天虹股份数字化：从前台走向中后台



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**智能化：无人/少人/自动，降本提效**

**智能化：无人、少人、自动，全面提效。**智能化依靠软件和硬件的结合让零售过程简便，通过无人、少人、自动，降低经营成本，全面提效。公司已经进入智能化探索行列，从消费者行为、商品信息着手进行分析和深挖，以实现自动订货、智能定价、智能营销信息分发、

顾客到店识别、服务可视、满意度可测等功能。2014年-2017年，公司所有业态门店数量由50家增至224家（其中：大店74家、独立超市2家、便利店148家）、门店合计建筑面积由约200万平方米增至256万平方米；同期公司员工数量下降10.3%，人均创收由100万元增加至122万元，人均创利由3.17万元增加至4.71万元。用工减少涵盖了各个岗位，其中收银、防损、宣传、收货、理货等环节人工节约最为显著。

图 33：智能化无人、少人、自动，全面提效



资料来源：中信证券研究部整理绘制

图 34：天虹股份员工总人数及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 35：天虹股份人均创收



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：天虹股份人均扣非净利润



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2017/8/8，天虹 Well Go 无人值守便利店开业。10月8日 Well Go 升级至 2.0 版本，升级迭代购物流程、消费体验等；以会员专属形式运营，连接虹领巾 APP，采用 RFID 射频识别、智能监控、云客服、在线支付等技术手段，实现快速收银、无感核验、实时连接等服

务。2017年8月，天虹推出新零售店“全球in选”，包含6大集合馆：Beauty美妆馆、Kiitos食品馆、Mon&Baby母婴馆、第六大道澳新馆、佰购欧美精品馆和品悦红酒馆。“全球in选”采用RFID无线射频技术，系统快速识别商品种类、数量、金额、优惠等信息，并可视化呈现在屏幕之上，顾客通过虹领巾扫描屏幕付款二维码实现线上移动支付，1秒内快速买单。

图 37：天虹 Well-GO 及其他无人便利店对比

Well-GO	Amazon Go	淘咖啡	欧尚缤果盒子	快猫 (quixmart) & TakeGo
<ul style="list-style-type: none"> <li>面积：12-18平米</li> <li>客流量上限：较少人数</li> <li>亮点：实现了无感购物的体验，商品自动感应即拿即走</li> <li>缺点：不能多人同时支付，RFID增加成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>面积：167+平米</li> <li>客流量上限：不超过20人</li> <li>亮点：开无人超市之先河，为视觉流派的物体识别方式树立了典型</li> <li>缺点：技术成本太昂贵，客流密集时识别困难</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>面积：200+平米</li> <li>客流量上限：50人</li> <li>亮点：“支付门”、人脸识别等</li> <li>缺点：不能多人同时支付，识别技术会增加包装成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>面积：15平米</li> <li>客流量上限：1人</li> <li>亮点：商业价值，性价比高</li> <li>缺点：用户体验一般，缺少数据回流和沉淀，RFID增加成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>面积：3-10平米</li> <li>客流量上限：2人</li> <li>亮点：国内首个纯视觉技术无人便利店</li> <li>缺点：较高识别错误率，入库时间长，成本较高</li> </ul>

资料来源：德勤，中信证券研究部

图 38：天虹全球 in 选店面展示



资料来源：慧聪网等，中信证券研究部

### 平台化：携手腾讯，未来或技术输出赋能同业

**携手腾讯，打造全流程数字化零售场景体验，未来或技术输出赋能同业。**2018年11月，天虹旗下君尚 3019sp@ce 超市正式升级成为微信支付智慧零售店，数字化程度进一步提升。

➤ **商品&顾客数字化。**商品附带电子二维码价签(成本较 RFID 有明显优势)，货架“智能化”，商品基本信息与库存、价格实时同步。天虹小程序打通微信底层接口，使用微信“扫一扫”扫描商品二维码可直接将商品添加到小程序购物车。手机快速买单、天虹到家、智慧停车、购物、优惠券等 10 个功能已上线天虹小程序，天虹小程序 4 个月内积累 200 万会员。

➤ **营销数字化。**基于异业支付后流量，门店精准触达 3 公里内用户，通过空中流量帮助用户更快获取促销优惠；门口电子屏实时显示热销及促销品类。

➤ **服务数字化。结算：**扫码购、自助收银两条通道并行，通过扫码购，购物过程中可结算订单得到电子核验码，在出口核验机器扫码直接出店；自助收银可实现刷脸买单，首次购物开通微信免密支付后再次购物无需手机，刷脸即走；仅保留 2 个人工结算窗口。**停车：**

支付完成后，顾客可以在小程序上一键领取停车优惠券。**评价：**电子小票评价入口对接后台绩效体系。**退换货：**门店购物可在线退换货。

在智慧零售工具助力下，天虹微信支付智慧零售店顾客使用移动支付消费比率为 **85%**，门店自动化率达到 **50%**。目前，公司逐步将零售数字化功能迁移至小程序、公众号、企业微信中，最早在 2019 年上半年对外输出，以微信作为输出平台，采取 **SaaS** 收费模式，接入成本从百万元大幅下降至几万元，且不断更新迭代。

## 治理优秀，学习型组织

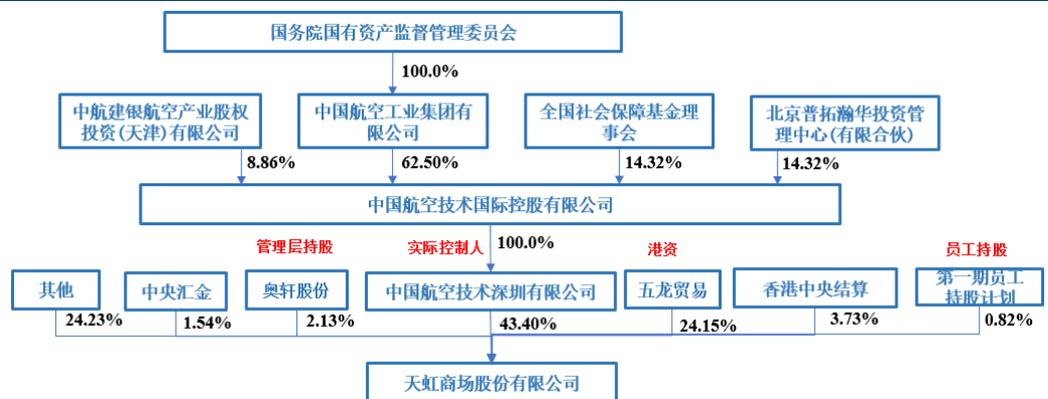
### 三层激励机制，广泛覆盖

**央企控股，外资参股。**截至 2018Q3，公司控股股东中国航空技术深圳有限公司持股 **43.4%**，公司实际控制人为国务院国资委。公司从成立之初就引进了港资股东五龙贸易，其实际控制人黄俊康间接控股莱蒙鹏源国际集团（主业房地产）。截至 2018Q3 五龙贸易作为第二大股东持股 **24.15%**，黄俊康长期担任公司副董事长。

公司通过**核心管理层持股、中高级管理层/业务骨干市场化增持、超额利润分享三层激励机制激励员工，覆盖范围广。**

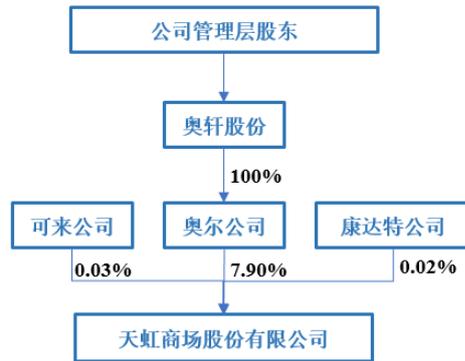
- **核心管理层持股。**早在 2002 年，天虹管理层就通过奥尔、奥轩投资（后更名为可来）、奥昂投资（后更名为康达特）持有公司 **9.09%**的股权。2007 年，管理层设立奥轩公司，收购奥尔、可来和康达特 **100%**股权，管理层通过奥轩间接持有公司 **9.09%**的股权。2010 年公司上市之后，管理层持股比例稀释为 **7.95%**，后逐步减持。截至 2018Q3，管理层持股的奥轩投资持股比例为 **2.13%**。

图 39：天虹股份股权结构（截至 2018Q3）



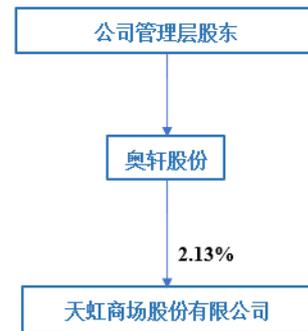
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 40: 天虹股份管理层间接持股结构(2010Q2)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 41: 天虹股份管理层间接持股结构(2018Q3)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

- 中高级管理层、业务骨干员工市场化增持，深化激励。**2017 年公司推行主要管理人员及业务骨干的市场化股票增持计划，董事长高书林、总经理张旭华、职工监事陈瑀等董监高共 10 人认购 766 万元，约占总金额的 6.47%，其他员工（不超过 232 人）认购 1.1 亿元，占比 93.53%。截至 2018 年 6 月，公司市场化股票增持计划已完成，公司通过二级市场累计购买公司股票 986.59 万股、占总股本的 0.82%，均价 11.96 元，投入资金 1.18 亿元。激励计划的实施使更广泛的现任中高层管理人员与二级市场利益保持一致，未来不排除继续实施激励计划的可能。

表 2: 天虹股份市场化增持计划

序号	持有人	职务	认购金额（万元）	占总金额比例
1	高书林	董事长	92	6.47%
2	张旭华	董事总经理	84	
3	宋瑶明	副总经理兼总会计师	78	
4	侯毅	副总经理	78	
5	吴健琼	副总经理	78	
6	孙金成	副总经理	78	
7	郑蔓	副总经理	78	
8	姜勇	副总经理	78	
9	万颖	董事会秘书	66	
10	陈瑀	职工监事	56	
11	其他员工（不超过 232 人）		11,078	93.53%
12	合计		11,844	100%

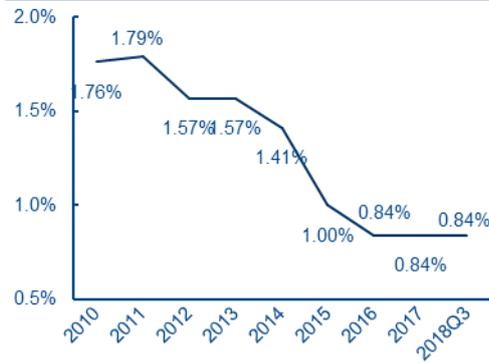
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3: 天虹股份现任管理层持股数量

管理层	2015	2016	2017	2018
高书林	1,268,461	1,268,461	1,268,461	1,902,692
陈瑀	368,529	338,029	338,029	507,044
宋瑶明	1,227,361	1,227,361	1,227,361	1,841,042
侯毅	845,576	856,876	856,876	1,285,314
吴健琼	824,461	738,000	738,000	1,107,000
孙金成	1,218,561	1,218,561	1,218,561	1,827,842
万颖	450,120	473,120	473,120	709,680
郑蔓	311,159	311,159	311,159	466,739
姜勇	235,000	238,625	238,625	357,937
张旭华	61,300	61,700	61,700	92,550

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 42：天虹股份董监高持股情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 43：天虹股份第一/二大股东持股变化

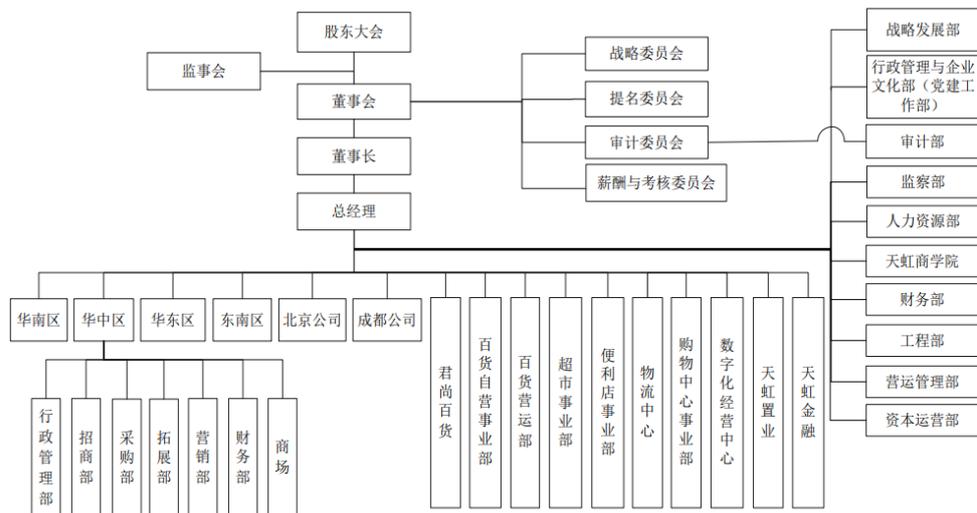


资料来源：公司公告，中信证券研究部

- **“超额利润分享”机制激发基层活力。**2016 年以来，公司根据各职位的相对价值确定对应的薪资标准，优化超额利润分享机制与奖金二次分配，强化为业绩付薪，共创共享，激励业绩高员工。2017 年公司在超额利润分享的基础上，在门店试行划小品类单元小组，以品类经营为小组，共同制定目标与分配机制，与每一位员工共创共享。超额利润分享得到广泛响应，渗透公司各个业态，2017 年 90% 以上门店获得了超额分享。

**调整组织架构和考核机制。**组织架构方面，2017 年公司推进华南区商场机构扁平化，拓宽经营线条品类经理职级，将品类经理职级由 4 级拓宽为 4-7 级，强化经营管理的角色认知。此外，公司持续优化薪酬福利政策和约束激励机制，推进 KPI 考核与 OKR 考核并举，注重长短期结合与新老业务的考核差异化。

图 44：天虹股份组织架构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 学习型组织，年轻、稳定、创新

**管理团队年轻、稳定，学习型组织。**公司经营管理团队由一批年富力强的专业人员组成，公司管理层成员长期从事百货行业，对百货经营理解深刻。与同业百货公司相比，公司管理层年轻化，公司现任管理层平均年龄不到 49 岁，董事长高书林、总经理张旭华年龄分别为 46/41 岁。公司董事长高书林历任总经理秘书、企划部经理助理、东门天虹股份总经理、厦

门天虹公司总经理、公司总经理助理等职务，经验丰富，2018 年当选新一任中国连锁经营协会理事会主席。公司高管/董事会非独立董事成员平均任职年限达 7.8/6.4 年，管理层稳定。

表 3：天虹股份现任管理层

姓名	职务	年龄	个人简历
高书林	董事长	46	2017/07-至今 战略委员会主任； 2017/03-至今 董事长； 2015/01-至今 法定代表人； 2012/07-至今 提名委员会委员； 2007/08-至今 战略委员会委员； 2007/06-至今 董事； 2012/07-2013/10 薪酬与考核委员会委员； 2012/04-2017/04 总经理； 2007/06-2012/04 常务副总经理 历任总经理秘书、企划部经理助理、东门天虹股份总经理、厦门天虹公司总 理、公司总经理助理、党委书记。
张旭华	总经理	41	2017/07-至今 战略委员会委员； 2017/06-至今 董事； 2017/04-至今 总经理； 2015/07-2017/04 副总经理。 历任天虹招商部部长、采购部经理、君尚百货总经理、商品中心经理、成都公 司总经理、公司助理总经理、购物中心事业部总经理。
侯毅	副总经理	54	2007/06-至今 副总经理； 历任深南天虹股份总经理、统配中心经理、公司总经理助理兼营运管理部经理。
宋瑶明	副总经理	51	2014/03-至今 总会计师； 2007/06-至今 副总经理； 历任财务部副经理、财务部经理、统配中心经理、总经理助理
孙金成	副总经理	54	2007/06-至今 副总经理； 历任深南天虹分部经理、部门经理助理、公司统配中心经理、深南天虹、,创业 天虹、常兴天虹总经理、总经理助理
吴健琼	副总经理	51	2007/06-至今 副总经理； 历任经理秘书、统配中心经理、福民、深南天虹、天虹购物广场总经理、营运 部经理、公司总经理助理。
姜勇	副总经理	53	2015/7-至今 副总经理； 历任采购经理、招商部经理助理、厦门汇腾天虹副总经理、深圳沙井天虹总经 理、天虹购物广场总经理、华中区总经理、商品中心总监、公司助理总经理。
郑蔓	副总经理	47	2015/07-至今 副总经理； 历任东门天虹副总经理、营运管理部副经理、梅林天虹总经理、营运部经理、 战略部经理、华南区副总经理、战略与营运总监、电商事业部总经理、助理总 经理。
万颖	董事会秘 书	42	2007/06-至今 董事会秘书； 历任福民天虹分部经理、南昌天虹总经理助理、财务部副经理、本公司董事会 秘书。

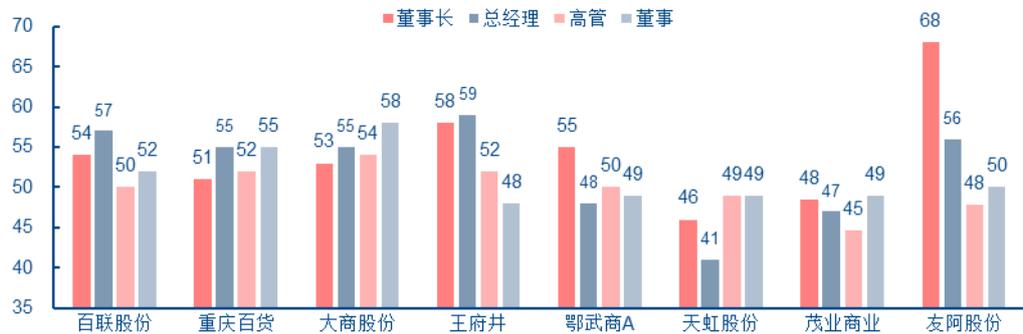
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 4：天虹股份董事会与高管平均年龄与任职概况

	人数	平均年龄(岁)	平均任职时间(年)
董事会（非独 立董事）	7	49.0	6.4
高管	9	49.3	7.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 45：A 股主要百货公司董事长、总经理、非独董、管理层年龄对比（截至 2018Q3 末）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：非独立董事、管理层为平均年龄

**从源头招聘到人才培养，全方位搭建员工创新发展平台。**2016 年公司引进平安“知鸟”移动学习平台，配备 150+线上课程，公司员工基本全员参与。2017 年，公司通过校园招聘引进 416 名大学生并为其制定了完善的人才发展通道机制，实施前后台轮岗发展计划，转正考核之后，针对性安排前辈答疑会。公司设立梯队人才培养项目，通过制定相应培训的主题，针对不同层级的培训围绕管理思维与专业运营设计课程，加强场景化学习。公司合并值班经理级与柜长级培养，整合形成基层管理员储备班，同时增设专业方向（如超市货架、超市生鲜、百货、防损及其他），以小班方式授课加强学习效果。

**营造创新氛围、挖掘创新能力。**2017 年公司开启“第四届天虹创新大赛”，全年共举办 7 次月赛；截至 2017/12/25，共挖掘已落地实施的创新项目 108 个，共征集数字化有效创新点子 16 个，创新项目涉及了商场经营、营销变革、服务提升、职能流程改善等方向。公司积极参加中航国际集团微创新大赛，2017 年共投稿 25 个项目，获月度钻石奖 2 个、金奖 2 个、银奖 5 个。在中航国际第三届微创新总决赛上，天虹获优秀组织奖、创新市集奖以及两个一等奖。

## 内外兼修，快速扩张、快速培育

### 内生提效，深圳以外盈利改善、深圳门店稳健成长

#### 可比店增速优于同业

**强抵御周期能力，可比店增速始终优于同业；行业低迷期晚于行业开始走弱，强于行业复苏。**天虹股份相对其它百货公司，抵御周期的能力更强，原因为：1）定位中端，受宏观经济影响小；2）百货/购物中心门店有配套自营超市，超市业务刚需、波动更小、为百货/购物中心引流；3）公司运营管理能力强。2014、2015 年，行业景气度低，天虹股份同店增速整体高于同行。2015Q3，天虹股份可比店营业收入才首次出现负增长，公司经营抗压能力显著优于行业。2017 年/2018Q1-Q3，因部分专柜由联营转为租赁，公司可比店收入同比 -0.2%/+2.6%。

按照我们的计算，剔除部分专柜转为租赁模式的影响，2017 年/2018Q1-Q3 可比店 GMV 增速约为同比+6.4%/+10.6%；2017 年/2018Q1-Q3 公司可比店收入约为同比+6.4%/+8.6%，显著优于同业。

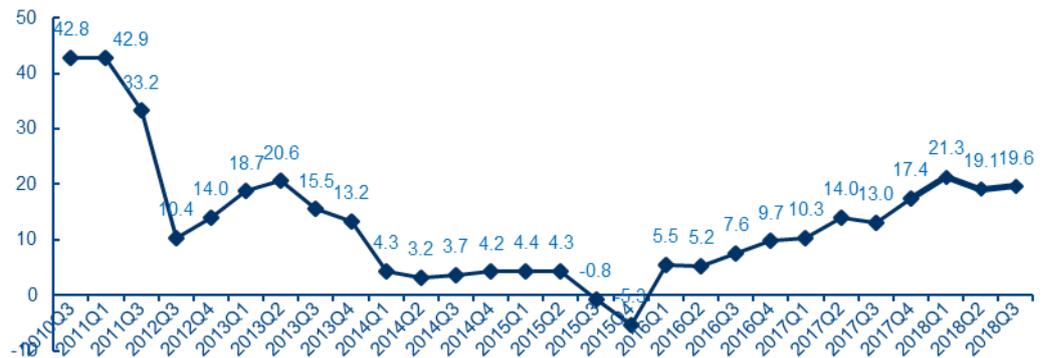
除个别季度外，2012年起公司可比店利润均为正；2016Q1以来，公司可比店利润总额逐季增长；其中2018Q1/2018H1/2018Q1-3可比店利润总额增速分别为+21.3%/+19.1%/+19.6%。

图 46：天虹股份可比店营业收入增速（%）-季度累计



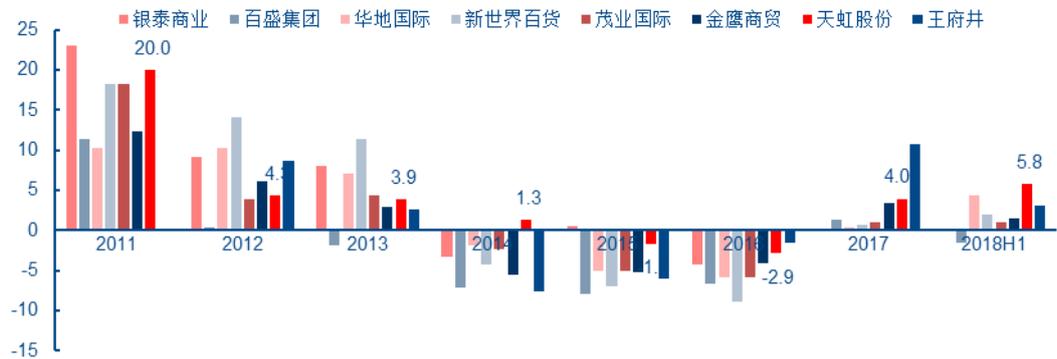
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2017-2018Q3，部分专柜由联营转租金，会计记账方式不同，不完全可比

图 47：天虹股份可比店利润总额增速（%）-季度累计



资料来源：公司公告，中信证券研究部

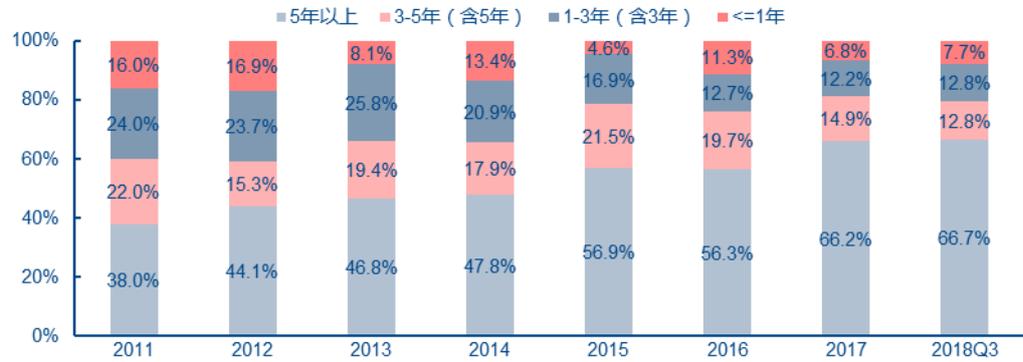
图 48：主要百货上市公司同店对比（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2017、2018H1 天虹可比店收入增速为剔除联营转租赁影响后估算得出；银泰商业 2017、2018H1 同店数据暂无。

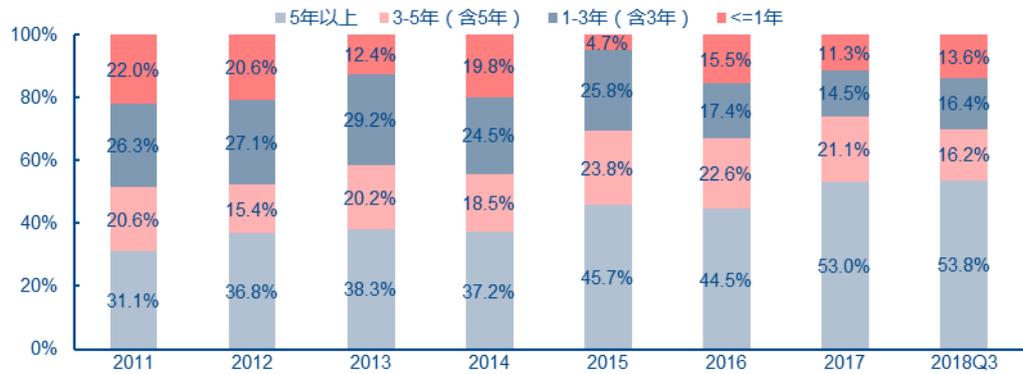
新开大体量门店占比高，店龄 3 年以下的门店面积占比 30.01%，店龄 5 年以下的门店面积占比 46.28%。截至 2018Q3，公司门店中 3 年以下/3-5 年/5 年以上数量比例分别为 20.5%/12.8%/66.7%，面积比例分别为 30.0%/16.2%/53.8%。

图 49：天虹百货和购物中心店龄比例（按门店数量）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 50：天虹百货和购物中心店龄比例（按建筑面积）



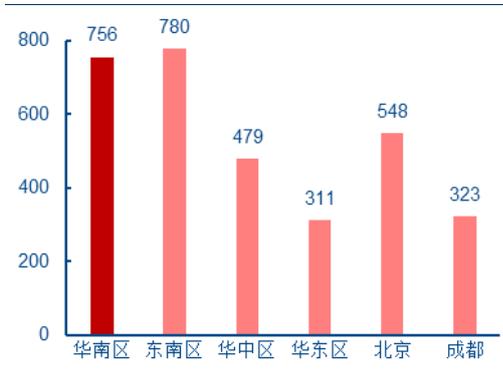
资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 深圳以外门店盈利改善，盈利能力趋势性向上

公司起源于深圳，深圳大本营长期是公司最重要的收入、利润来源。截至 2018Q3，华南区百货及购物中心 39 家，其中深圳 29 家，估算深圳营业收入占公司的 60%左右。公司非华南区门店单位面积毛利水平与华南区仍有较大差距，2018Q1-Q3，华南区/东南区/华中区单位面积毛利分别为 206/174/119 元/m<sup>2</sup>/月，华东区/北京/成都单位面积毛利分别为 79/145/80 元/m<sup>2</sup>/月。

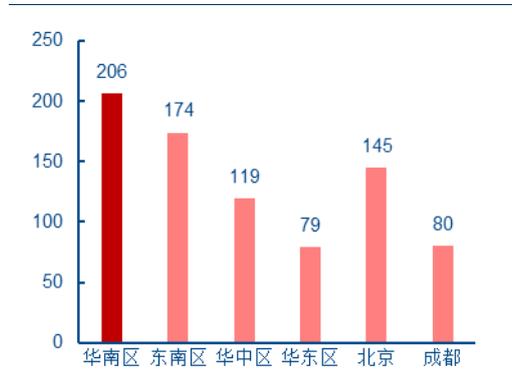
天虹股份母公司的主要业务为深圳市除君尚以外的天虹门店，是上市公司的利润贡献主力；君尚及深圳以外门店的业绩表现可以近似用“上市公司-母公司”来匡算。

图 51：2018Q1-Q3，天虹股份单位面积营业收入（元/m<sup>2</sup>/月）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 52：2018Q1-Q3，天虹股份单位面积毛利（元/m<sup>2</sup>/月）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

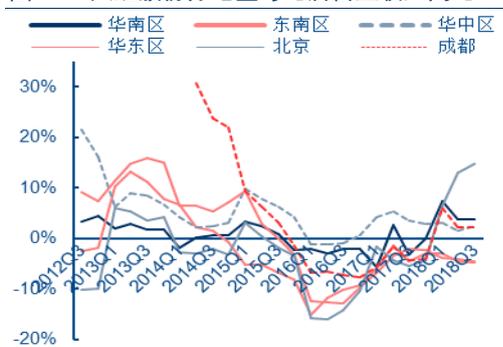
表 5：天虹股份母公司、外埠及其他业务营业收入及净利润

指标	分部	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018Q1-Q3
营业收入 (亿元)	母公司-深圳门店近似 (不含君尚、公明天虹)	67.2	77.4	80.8	86	91.6	92.8	91.8	94.9	72.6
	外埠及其他业务	34.6	53	63	74.3	78.4	81.2	80.9	90.5	65.8
	上市公司	101.7	130.4	143.8	160.3	170	174	172.7	185.4	138.3
营业收入占比	母公司-深圳门店近似 (不含君尚、公明天虹)	66%	59%	56%	54%	54%	53%	53%	51%	52%
	外埠及其他业务	34%	41%	44%	46%	46%	47%	47%	49%	48%
	上市公司									
净利润 (亿元)	母公司-深圳门店近似 (不含君尚、公明天虹)	4.7	5.3	5.6	13.3	7.7	13.2	5.6	5.9	3.8
	外埠及其他业务	0.2	0.5	0.3	-7.2	-2.4	-1.1	-0.4	1.3	2.9
	上市公司	4.8	5.7	5.9	6.2	5.4	12.1	5.2	7.2	6.7
净利润占比	母公司-深圳门店近似 (不含君尚、公明天虹)	98%	93%	95%	215%	143%	109%	108%	82%	57%
	外埠及其他业务	2%	7%	5%	-115%	-43%	-9%	-8%	18%	43%
	上市公司									

资料来源：公司公告，中信证券研究部

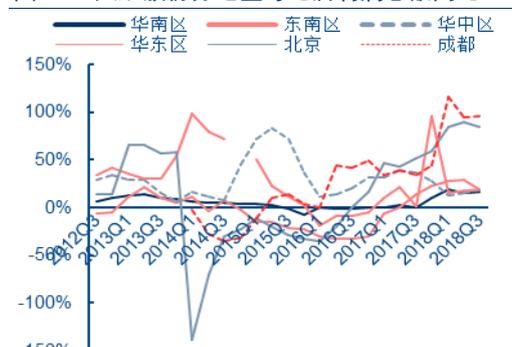
深圳以外门店盈利提升。2018Q1-Q3，东南区/华中区可比店营业收入同比分别为-4.83%/+2.52%，华东区/北京/成都可比店营业收入同比分别为-4.53%/+14.73%/+2.14%。2018Q1-Q3，东南区/华中区可比店利润总额同比分别为+19.71%/+19.14%，华东区/北京/成都可比店利润总额同比分别为+19.45%/+85.19%/+95.88%。

图 53：天虹股份分地区可比店营业收入同比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 54：天虹股份分地区可比店利润总额同比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

开店加密、供应链提效、场景优化，外埠门店盈利能力将继续趋势性向上。外埠门店盈利能力弱的主要原因在于缺乏规模优势、供应链效率较低。公司目前门店集中在华南区广东（东莞、惠州）；华中区江西（南昌、赣州等）和湖南（长沙、湘潭等）；东南区福建（福州、厦门）；华东区江浙（杭州、苏州等）、北京、成都等地，门店仍有进一步加密空间。随着开店加密、供应链提效、场景优化，预计公司外埠门店盈利能力仍有显著提升空间。

表 6：天虹股份各业态门店分区域分布

天虹百货	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
华南区	28	29	31	32	33	33	34	33	33
华中区	4	6	8	10	11	12	15	17	18
东南区	4	6	7	6	6	5	5	5	5
华东区	4	5	6	6	5	4	4	4	4
北京	2	2	3	3	3	3	3	3	3
山东	0	1	1	0	0	0	0	0	0
成都	0	0	1	2	2	1	1	1	1
合计	42	49	57	59	60	58	62	63	64

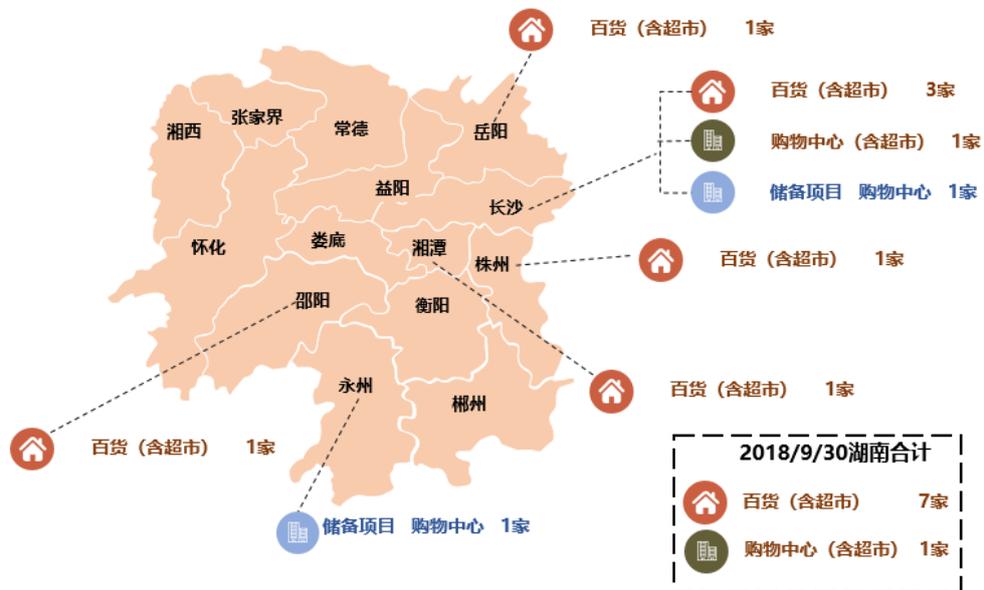
君尚百货	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
华南区	1	1	2	2	4	4	4	4	4
合计	1	1	2	2	4	4	4	4	4

购物中心	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
华南区	0	0	0	1	1	1	2	2	2
华中区	0	0	0	0	1	1	1	1	4
东南区	0	0	0	0	0	0	0	1	1
华东区	0	0	0	0	1	1	1	3	3
合计	0	0	0	1	3	3	4	7	10

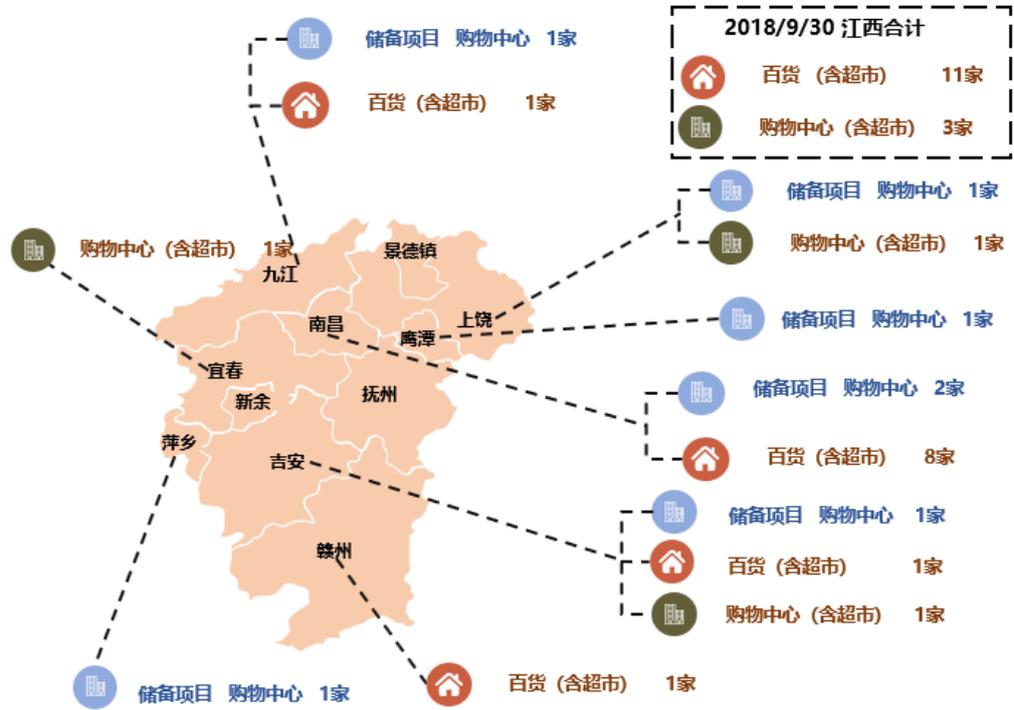
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 55：截至 2018Q3 末天虹股份湖南省门店分布图



资料来源：公司公告，虹领巾 APP，中信证券研究部

图 56：截至 2018Q3 末天虹股份江西省门店分布图

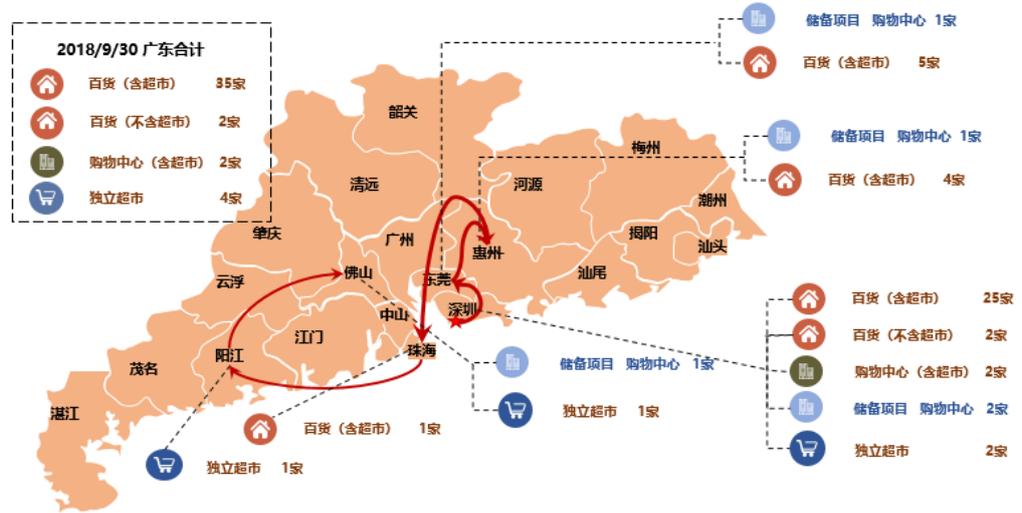


资料来源：公司公告，虹领巾 APP，中信证券研究部

### 深圳门店稳健成长，关外加密空间大

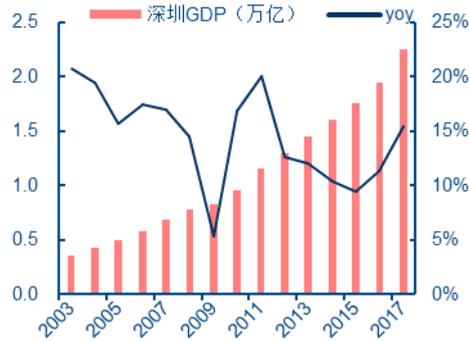
公司大本营深圳市人口净流入、消费能力强劲，公司深圳门店稳健成长。2017 年，深圳市常住人口 1,253 万人，同比+5.2%；GDP 为 2.25 万亿元，同比+15.4%；城镇居民人均可支配收入 5.29 万元，同比+8.7%；城镇居民人均消费性支出 3.83 万元，同比+5.0%，均位居全国前列。截至 2018Q3，公司在深圳大本营有 27 家百货、2 家购物中心、2 家独立超市。整体而言，公司在深圳的门店店龄较长、体量较小，但公司通过优秀的管理使深圳的门店保持稳健的成长：2018Q1-Q3，公司华南区可比店营业收入同比+3.70%，可比店利润总额同比+15.99%。同时，公司门店集中在深圳关内，关外仍有广阔的开店空间。

图 57：截至 2018Q3 末天虹股份华南地区（只有广东省）门店分布图



资料来源：公司公告，虹领巾 APP，中信证券研究部

图 58：深圳市 GDP



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 59：深圳市常住人口总数



资料来源：深圳市统计局，中信证券研究部

图 60：深圳市人均可支配收入



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 61：深圳市人均消费支出



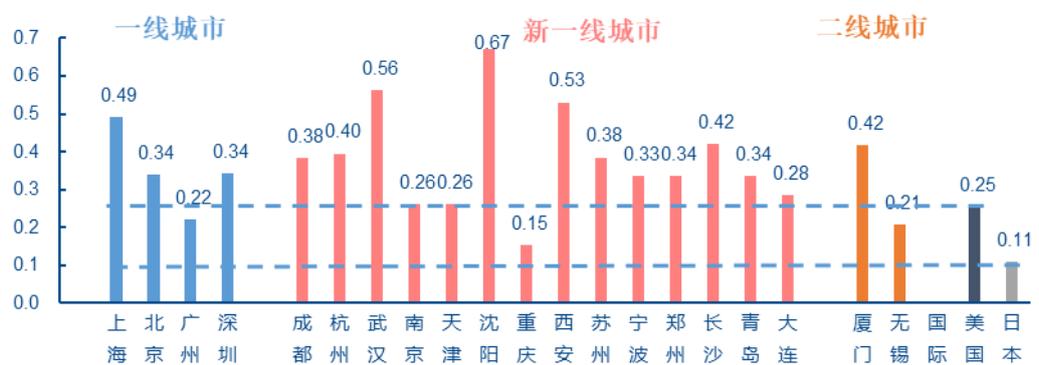
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

## 快速扩张，快速培育

### 高线精细运营，低线快速展店

一二线城市百货资源供给过剩、竞争激烈，低线城市仍有广阔空间。对标国际，我国一二线城市百货资源已过于饱和。截至 2017Q2，日本人均百购面积为 0.11 平方米，美国人均百购面积为 0.25 平方米。我国大部分一二线城市人均百购面积已超过日本水平，以北京上海深圳为代表的一线城市和以成都杭州武汉为代表的新一线城市百购面积接近美国人均百购面积 2 倍。根据汇纳科技的客流量监测，2018Q3 一/二/三线城市客流量指数分别为 102.6/117.7/103.6，三线城市环比提升 4.5 个百分点。一线城市“去中心化”发展，客群相对分流；二三线城市受益于中心化商业布局，客流聚集效应明显。

图 62：2017Q2 我国城市人均百货+购物中心资源面积国际比较（平方米/人）



资料来源：仲量联行，日本经济产业省，Wind，中信证券研究部

图 63：2018Q3 不同城市级别商场客流指数对比



资料来源：汇纳科技，中信证券研究部

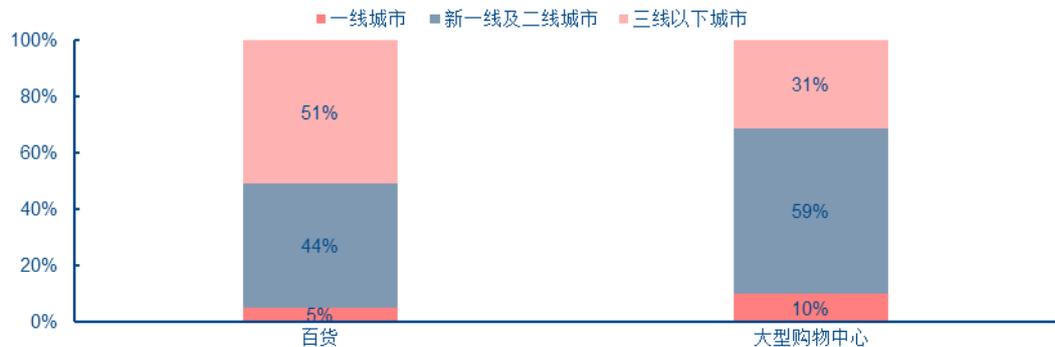
商业地产供给仍在快速增加、竞争激烈，百货零售商/地产商均加速下沉低线城市。购物中心业态仍在快速扩容，竞争激烈，截至 2017 年底 30 个重点城市购物中心存量面积已达到 18,309 万 $m^2$ 。根据联商网的统计，2017 年新开业百货/大型购物中心中，一线城市仅分别占比 5%/10%，新一线及二线城市分别占比 44%/59%，三线以下城市分别占比 51%/31%。根据搜铺网统计，已开业购物中心近 50%的项目亏损（绝大部分为规模实力不强的地产商所开）。

图 64：1996-2017 年中国 30 城新增购物中心（含奥特莱斯）数量&amp;建筑面积



资料来源：赢商网，中信证券研究部 注：30 个重点监测城市名单，包括北京、上海、广州、成都、武汉、重庆、天津、深圳、南京、杭州、苏州、宁波、无锡、南通、厦门、西安、长沙、沈阳、青岛、大连、济南、郑州、佛山、东莞、福州、合肥、昆明、南昌、泉州、贵阳

图 65：2017 年不同城市层级新开业百货/大型购物中心数量占比



资料来源：联商网，中信证券研究部 注：大型购物中心指面积为 2 万 m<sup>2</sup> 以上的购物中心

**天虹作为优质百货龙头，经营购物中心优势显著。**天虹作为百货零售商中的优质选手，经营百货 30 余年，相比地产商，在财务、经营、服务、供应链、区域密度方面优势显著：1) 财务：公司每个项目都独立核算，每个项目内部都要求有合理回报，公司开设购物中心不倒贴装修费、不进行反保底；作为零售商，公司能进行精细化管理（租金、装修成本显著低于行业平均水平）；2) 经营：公司能根据进行品类组合和主题编辑，相同面积内，公司所开购物中心能容纳更多的品牌，坪效更高；3) 服务：公司拥有独立 APP 掌握顾客、商品数据，能更好的洞察消费者需求，停车等服务自营，提升用户粘性，千店千面；4) 供应链：公司同时经营百货和超市两种业态，掌握商品经营，供应链较一般地产商有优势；5) 区域密度：公司采用轻资产模式进行区域加密，一般地产商以自有物业在特定区域内密度不及天虹。

表 7：天虹租赁项目租金水平及装修设备费用分析

项目状态	公告时间	项目	交易金额 (亿元)	装修、设备购置等费用 (万元)	城市	营业面积 (万平米)	用途	性质	租赁期	租金 (元/平米/月)	装修费用 (元/平米)
储备	2018/11/21	湖南长沙县方略城市广场项目	10.92	7,334	湖南长沙	8.00	购物中心	租赁	20 年	57	917
储备	2018/7/27	厦门特运运营中心项目	9.49	6,579	福建厦门	4.30	购物中心	租赁	20 年	92	1,530
储备	2018/7/23	广州东莞旧锡边村	11.93	9,479	广东东莞	9.60	购物中心	租赁	20 年	52	987
储备	2018/7/5	湖南长沙世景国际广场	5.65	4,989	湖南长沙	5.40	购物中心	租赁	20 年	44	924
储备	2018/3/16	江苏苏州吴江财智商业中心项目	9.39	6,944	江苏苏州	6.30	购物中心	租赁	20 年	62	1,102
储备	2018/1/18	湖南永州金盘世	8.16	3,945	湖南永州	10.00	购物	租赁	20 年	34	395

项目状态	公告时间	项目	交易金额 (亿元)	装修、设备 购置等费用 (万元)	城市	营业面积 (万平米)	用途	性质	租赁期	租金（元/ 平米/月）	装修费用 (元/平米)
储备	2017/12/26	界城项目 惠州创富商贸广场项目	6.29	4,869	广东惠州	6.18	中心 购物中心	租赁	20年	42	788
储备	2016/4/28	厦门枋湖社区发展中心项目	9.48	11,740	福建厦门	7.18	购物中心	租赁	20年	55	1,634
储备	2016/4/15	江西吉安铜锣湾广场项目	5.26	9,003	江西吉安	8.26	购物中心	租赁	20年	27	1,090
储备	2015/12/1	角凤凰天成项目	6.27	8,943	江西萍乡	8.00	购物中心	租赁	20年	33	1,118
储备	2015/7/13	闽泰项目	21.09	15,547	广东深圳	10.00	购物中心	租赁	20年	88	1,555
储备	2014/6/18	广东佛山禅城岭君广场项目	11.10	8,659	广东佛山	8.00	购物中心	租赁	20年	58	1,082
已开业	2016/10/19	苏州姑苏区石路项目	5.22	1,209	江苏苏州	4.50	购物中心	租赁	至2029年	74	269
已开业	2016/1/15	喜来乐中央生活城项目	6.74	9,749	江西宜春	9.00	购物中心	租赁	至2028年	48	1,083
已开业	2014/1/8	福州王庄天虹(世欧广场)	6.46	3,999	福建福州	3.70	百货	租赁	20年	73	1,081
已开业	2013/9/26	湖南湘潭天虹	3.37	5,385	湖南湘潭	5.13	百货	租赁	20年	27	1,050
已开业	2012/4/26	深圳宝安中心区购物中心	9.73	6,628	广东深圳	7.20	购物中心	租赁	15年	75	921
已开业	2012/3/15	东莞君尚百货(原东莞东纵天虹商场)	4.39		广东东莞市	4.13	购物中心	租赁	20年	44	-
已开业	2012/3/1	惠州三环天虹	4.86	3,576	广东惠州	4.58	百货	租赁	20年	44	781
已开业	2012/1/16	深圳坂田天虹	5.46	5,406	广东深圳	3.56	百货	租赁	20年	64	1,520
已开业	2012/1/9	岳阳天虹	2.09		湖南岳阳	1.85	百货	租赁	20年	47	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 定制性强、央企背景助力公司渠道下沉。

- 公司从2012年公司便开始在县级市布局，开设绍兴柯桥天虹，已有较为丰富的低线城市运营经验。公司30年聚焦商业，拥有千店千面的定制能力，能根据地产商的诉求定制门店，如与招商置地合作开设佛山招商置地中心 ipark 项目以管理输出形式运行、与中粮地产签订战略合作协议运营其社区店、与碧桂园战略合作采用租赁模式、与深圳市中集产城发展集团签约以“顾问服务”模式就扬州中集文昌商业中心项目进行合作。
- 公司是百货上市公司中唯一央企，地方政府认可度高。公司控股股东为中国航空工业集团下属的中国航空技术深圳有限公司，实际控制人为国务院国资委。国资背景提供信任背书，助力物业获取，快速扩张。中航旗下地产项目众多，内部协同助力展店，如与中航地产合作的深南天虹、观澜天虹、赣州中航城项目以及与莱蒙合作的成都莱蒙项目等。

表 8：A 股百货上市公司实际控制人及公司属性

代码	公司名称	实际控制人	公司属性
000564.SZ	供销大集	慈航基金	其他企业
600682.SH	南京新百	袁亚非	民营企业
002419.SZ	天虹股份	国务院国资委	中央国有企业
600729.SH	重庆百货	重庆市国资委	地方国有企业
600859.SH	王府井	北京市国资委	地方国有企业
000516.SZ	国际医学	刘建申	民营企业
600828.SH	茂业商业	黄茂如	外资企业
000501.SZ	鄂武商 A	武汉国资委	地方国有企业
600694.SH	大商股份	牛钢	民营企业

代码	公司名称	实际控制人	公司性质
000882.SZ	华联股份	海南省文化交流促进会	民营企业
000861.SZ	海印股份	邵建明	民营企业
601010.SH	文峰股份	徐长江	民营企业
002277.SZ	友阿股份	胡子敬	民营企业
600738.SH	兰州民百	朱宝良	民营企业
600693.SH	东百集团	郑淑芳	民营企业
600280.SH	中央商场	祝义财	民营企业
600628.SH	新世界	黄浦区国资委	地方国有企业
600723.SH	首商股份	北京市人民政府	地方国有企业
600824.SH	益民集团	黄浦区国资委	地方国有企业
600785.SH	新华百货	张文中	民营企业
603101.SH	汇嘉时代	潘锦海	民营企业
600891.SH	秋林集团	平贵杰	民营企业
600814.SH	杭州解百	杭州国资委	地方国有企业
000417.SZ	合肥百货	合肥国资委	地方国有企业
002561.SZ	徐家汇	徐汇区国资委	地方国有企业
603123.SH	翠微股份	海淀区国资委	地方国有企业
600697.SH	欧亚集团	长春市国资委	地方国有企业
002187.SZ	广百股份	广州国资委	地方国有企业
600774.SH	汉商集团	汉阳国资委	地方国有企业
600838.SH	上海九百	静安区国资办	地方国有企业
600858.SH	银座股份	山东国资委	地方国有企业
000419.SZ	通程控股	长沙市国资委	地方国有企业
600712.SH	南宁百货	南宁市国资委	地方国有企业
600865.SH	百大集团	陈桂花	民营企业
600821.SH	津劝业	天津市国资委	地方国有企业
000785.SZ	武汉中商	武汉市国资委	地方国有企业
000715.SZ	中兴商业	沈阳市国资委	地方国有企业
000679.SZ	大连友谊	陈志祥	民营企业
600778.SH	*ST 友好	牛钢	民营企业
600306.SH	商业城	黄茂如	民营企业

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 每年新增 5-10 家大店，以购物中心为主

**有序展店，以购物中心为主；深耕华南，提速外埠。**公司总体开店高峰期在 2010 年，当年展店 10 家；低谷期在 2015 年，当年展店 2 家。在 2012-2015 年行业调整期间，主营业务短期承压，公司主动关闭亏损门店。调整经营结构后，2016 年开始每年门店关闭数量明显下降，2016/2017/2018Q1-3 分别关闭门店 1/1/0 家。公司每年新开店 5-10 家，且多为购物中心，2017 年/2018Q1-Q3 新开购物中心 3/3 家。公司提速布局外埠，以华中区为重点，2012-2018Q3，公司华中区门店数量由 8 家提升至 22 家。

表 9：天虹股份综合百货及购物中心开关店情况

天虹综合百货	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
开店数量	9	4	4	2	5	2	1
关店数量	0	2	2	4	0	1	0
升级为君尚百货	1	0	1	0	0	0	0
年末门店数	57	59	60	58	62	63	64

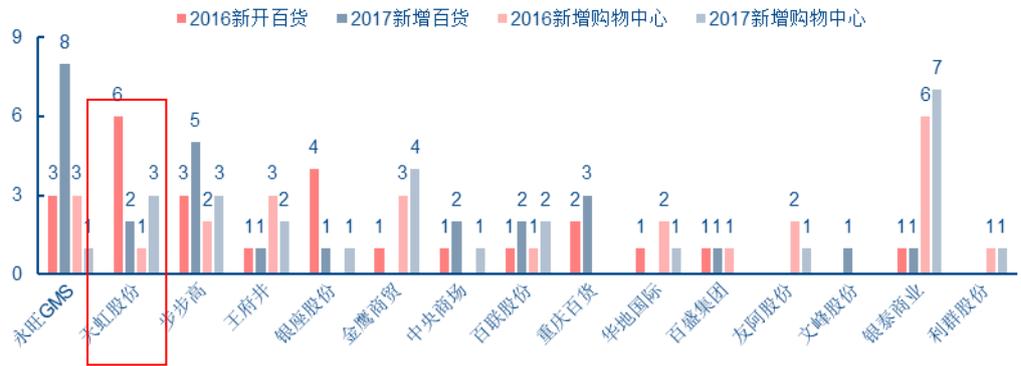
  

君尚综合百货	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
开店数量	1	0	2	0	1	0	0
关店数量	0	0	0	0	1	0	0
年末门店数	2	2	4	4	4	4	4

天虹综合百货	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
购物中心	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
开店数量		1	2	0	1	3	3
关店数量		0	0	0	0	0	0
年末门店数		1	3	3	4	7	10
合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
开店数量	10	5	8	2	7	5	4
关店数量	1	2	3	4	1	1	0
年末门店数	59	62	67	65	71	74	78

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 66：2016、2017 年主要百货集团百货、购物中心展店情况



资料来源：公司公告，联商网，中信证券研究部

### 错位选址、轻资产扩张、差异化经营

**错位选址，快速扩张。**2002 年，公司开始进入缺乏优质本土百货品牌的江西和福建，进驻核心城市南昌和厦门，占据空白市场区域优势。2006 年-2009 年，公司先后进入浙江和江苏，对于有强大本土百货品牌的区域，天虹选取非省会城市嘉兴和苏州进行侧面突破。面对省会城市竞争，天虹选取非传统核心商圈，通过细致运营精心培育，如福州万象天虹、深圳创业天虹等门店。公司选址具有前瞻性，抓住新型商圈提前布局，深圳龙华天虹、长沙芙蓉天虹所处区域均从新型商圈发展为核心商圈；公司储备门店中多新兴商圈布局项目，如南昌红谷滩项目、南昌朝阳城项目等。

图 67：天虹股份区域扩张、业态扩张主要事件时间轴



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

表 10：天虹股份储备项目情况

序号	项目	城市	建筑/建筑面积 (万平米)	用途	经营模式	物业 权属	存续期 (年)	签约时间
1	长沙方略城市广场购物中心项目	湖南长沙	8.0	购物中心	直营	租赁	20	2018/11/21
2	福建省厦门市特运运营中心项目	福建厦门	4.3	购物中心	直营	租赁	20	2018/7/27
3	广东省东莞旧锡边村城市更新项目	广东东莞	9.6	购物中心	直营	租赁	20	2018/7/23
4	湖南省长沙市长沙县世景国际广场	湖南长沙	5.4	购物中心	直营	租赁	20	2018/7/5
5	深圳松岗松瑞天虹	广东深圳	1.8	-	直营	租赁	13.75	2018/6/25
6	九江天虹购物中心	江西九江	10.0	购物中心	加盟	租赁	-	2018/5/18
7	泰州天虹购物中心	江苏泰州	13.0	购物中心	加盟	-	20	2018/3/29
8	江苏省苏州市吴江财智商业中心项目	江苏苏州	6.3	购物中心	直营	租赁	20	2018/3/16
9	湖南省永州市金盘世界城项目	湖南永州	10.0	购物中心	直营	租赁	20	2018/1/18
10	上饶广丰龙华世纪广场项目	江西上饶	5.4	购物中心	直营	租赁	20	2018/1/10
11	惠州市创富商贸广场项目	广东惠州	6.2	购物中心	直营	租赁	20	2017/12/26
12	福建莆田涵城水韵城项目	福建莆田	3.6	购物中心	加盟	-	7	2017/11/22
13	南昌红谷滩莱蒙项目	江西南昌	15.0	购物中心	直营	购置	-	2016/11/29
14	厦门枋湖社区发展中心项目	福建厦门	7.2	购物中心	直营	租赁	20	2016/4/28
15	江西吉安铜锣湾广场项目	江西吉安	8.3	购物中心	加盟	租赁	20	2016/4/14
16	角凤凰天成项目	江西萍乡	8.0	购物中心	直营	租赁	20	2015/12/1
17	深圳闽泰项目	广东深圳	10.0	购物中心	直营	租赁	20	2015/7/13
18	江西鹰潭天虹购物中心项目	江西鹰潭	7.7	购物中心	直营	自建	-	2015/1/1
19	南昌九州项目	江西南昌	11.8	购物中心	直营	自建	-	2014/12/1
20	广东省佛山市禅城岭君广场项目	广东佛山	8.0	购物中心	直营	租赁	20	2014/6/18

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：不含管理输出项目

**加盟+管理输出，轻资产模式扩张助力拓店提速。**截至 2018Q3，公司拥有轻资产类浮动租金模式门店 1 家、加盟百货店 2 家、加盟购物中心店 1 家、管理输出购物中心 2 家、管理输出百货 1 家。储备门店中，加盟购物中心 4 家、管理输出百货 1 家。

2018 年宁乡天虹项目发展了“带装修租赁、利润分成”的类浮动租金、轻资产运营模式。该模式下，装修费用由合作方（物业方）承担，盈利前公司不需要承担租金，盈利后按比例与合作方分成并以租金形式支付。该模式有助于公司减轻资金压力，开发商提高经营效率，互惠共赢。

表 11：天虹股份门店运营模式解析

指标/模式	自营	泛轻资产模式		
		轻资产	加盟	管理输出
法人	天虹	天虹	合作方	合作方
品牌	天虹/君尚	天虹/君尚	天虹	合作方品牌
装修等费用	天虹	合作方（装修）	合作方 （所有或部分费用）	合作方（所有费用）
收入并表	并表	并表	不并表	不并表
利润核算	并表	类浮动租金模式：盈利前不交租金，盈利后按比例分成，以租金方式支付	加盟费	管理费

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 68：2012-2018Q3 天虹股份加盟店数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 69：天虹股份便利店数量

资料来源：公司公告，中信证券研究部 [测算（有测算吗？）](#)

表 12：截至 2018Q3 天虹百货/购物中心轻资产模式扩张门店列表

公司/门店	性质	经营模式	业态	建筑面积 (万平方米)	开业/签约时间	城市
江西泰和天虹购物中心	已开业	加盟	购物中心	3.0	2017/11	江西泰和
梅林天虹股份	已开业	加盟	百货	2.2	2006/12	广东深圳
江西共青城天虹	已开业	加盟	百货	3.9	2016/05	江西共青城
泰州天虹购物中心	储备门店	加盟	购物中心	13.0	2018/03	江苏泰州
福建莆田涵城水韵城项目	储备门店	加盟	购物中心	3.6	2017/11	福建莆田
江西吉安铜锣湾广场项目	储备门店	加盟	购物中心	8.3	2016/04	江西吉安
广东佛山招商置地中心 IPARK 购物中心	已开业	管理输出	购物中心	4.5	2018/09	广东佛山
苏州石路天虹部分楼层	已开业	管理输出	购物中心	4.5	2017/05	江苏苏州
宁乡县春城万象广场项目	已开业	管理输出	百货	2.0	2018/01	湖南宁乡
九江天虹购物中心	储备门店	加盟	购物中心	10.0	2018/05	江西九江

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 体验性业态、自有品牌塑造差异化经营。

- 公司百货业态进行主题编辑，大力推进体验业态，体验业态一般占比 20%-50%。部分主题编辑已成功复制，如定位城市夜生活地标的 Yes!街已入驻新沙天虹购物中心、苏州相城天虹购物中心、宜春天虹购物中心；定位儿童游乐园的 Kids Republic 已入驻深圳宝安天虹购物中心、苏州相城天虹购物中心。
- 公司积极开拓自有品牌和差异性品牌。超市：天虹重新定义了以国际直采、自有品牌、基地直采（生鲜）为主，具备自主定价能力的战略核心商品群，计划到 2022 年 SKU 数达 3500 个。百货：天虹与 30 多个品牌展开合作，同时在旗下商场相继开出 14 家女杂集合馆 Rain&Color、14 家家居集合馆 Rain&Home、2 家品牌服饰集合馆 Rain&Co 以及 1 家儿童集合馆 Rain&Kids。便利店：根据商务、商业、社区、学校、交通枢纽天虹设置不同类型的便利店，丰富便利性商品，如颈枕、国际通用转换插头、基础消毒应急包等；不断引进品质高受欢迎的地标性鲜食小吃。

### 新店培育期降至 1.0~1.3 年左右

2018Q1-Q3，外埠及其他业务贡献净利润 2.9 亿元。从公告的 2006 年以来的募投项目门店来看，新门店培育期由 3~4 年缩短至 1.0~1.3 年左右，即开业的次年可实现盈利。公司 2016/12 开业的新沙购物中心 2017 年下半年实现单月盈利，2018 上半年实现每个月盈利；2017/12 开业的相城购物中心 2018 年上半年已经出现单月盈利。

表 13：天虹股份已公告盈利门店培育期

门店	业态	开业时间	经营年限	建筑面积 (平方米)	城市	培育期 (年)
福州万象天虹	直营百货	2006/7	12.4	4.6	福州市	4.4
南昌中山路天虹商场	直营百货	2007/4	11.6	5.4	南昌市	3.7
后海天虹商场	直营百货	2007/11	11.0	1.5	深圳市	6.1
东莞长安天虹商场	直营百货	2007/12	10.9	2.4	东莞市	3.0
苏州金鸡湖天虹	直营百货	2009/4	9.6	5.1	苏州市	3.7
北京宣武天虹	直营百货	2009/4	9.6	2.2	北京市	4.7
南昌红谷天虹	直营百货	2009/9	9.2	2.0	南昌市	1.3
惠州惠阳天虹	直营百货	2009/9	9.2	2.8	惠州市	1.3
横岗信义天虹	直营百货	2010/12	7.9	2.0	深圳市	3.0
东莞虎门天虹	直营百货	2011/9	7.2	4.1	东莞市	5.3
苏州木渎天虹	直营百货	2011/12	6.9	3.9	苏州市	3.0
湖南娄底天虹	直营百货	2011/12	6.9	3.3	娄底市	3.0
厦门海沧天虹	直营百货	2012/4	6.6	2.8	厦门市	2.7
深圳宝安中心区购物中心	直营购物中心	2013/3	5.7	7.2	深圳市	1.8
南昌京东天虹	直营百货	2013/8	5.2	3.0	南昌市	1.3
深圳坂田天虹	直营百货	2014/6	4.5	3.6	深圳市	1.4
杭州天虹购物中心	直营购物中心	2014/6	4.4	7.6	杭州市	4.0
江西吉安购物中心	直营购物中心	2014/7	4.4	10.0	吉安市	1.3
南昌进贤天虹	直营百货	2014/11	4.0	2.7	南昌市	1.0
南昌象湖天虹	直营百货	2015/8	3.2	1.7	南昌市	1.3
南昌酷加天虹	直营百货	2016/7	2.3	1.6	南昌市	0.9
新沙天虹购物中心	直营购物中心	2016/12	2.0	10.2	深圳市	1.1
苏州相城天虹购物中心	直营购物中心	2017/12	1.0	11.5	苏州市	0.5

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：扭亏时间以公司首次公告盈利的时间估算

## 现金充足，并购或将落地

典型天虹百货门店面积为 2 万-5 万平方米，初始开店投入为 3000 万-6000 万元左右。近年公司加速开设大体量购物中心，按照门店租赁面积 7 万平方米、首期交 3 个月租金、提前准备半年工资测算，新开业一家购物中心初始资金投入为 9,540 万元，资本开支约 7000 万元。截至 2018Q3，公司账面货币资金 42.8 亿元，短期理财 24.5 亿元，且无有息负债，每年经营性现金流净额在 10.8 足以支撑公司未来加速开店。此外，公司上市后尚未进行过股权融资，未来资本运作空间广阔。

表 14：天虹股份部分门店项目开店投入情况（万元）

	开业投资总额	开业时间	建筑面积（万平方米）
深圳国贸项目	4,519.31	2008/12/5	3.6
长沙 BOBO 天下城项目	4,597.02	2008/12/6	3.0
苏州金鸡湖项目	7,302.57	2009/4/24	5.1
北京朗琴国际项目	4,967.87	2009/4/25	2.2
惠州惠阳锦江国际项目	3,661.93	2009/9/12	2.8
横岗信义项目	3,118.30	2010/12/25	2.0
江西赣州中航城项目	1,617.28	2011/11/12	2.5
湖南娄底万豪城市广场项目	1,822.02	2011/12/28	3.3
苏州木渎新华商业广场项目	2,664.70	2011/12/23	3.9
北京新奥项目	5,453.06	2012/1/6	3.7
广东东莞虎门地标广场项目	1,000	2011/9/8	4.1
惠州瑞峰商业广场项目	3,484.83	2013/12/31	4.6
南昌京东购物广场项目	2,281.16	2013/8/30	3.0
坂田信义嘉御豪园项目	4,500.00	2014/6/7	3.6
松柏御城豪园项目	3,823.04	2014/8/21	3.4

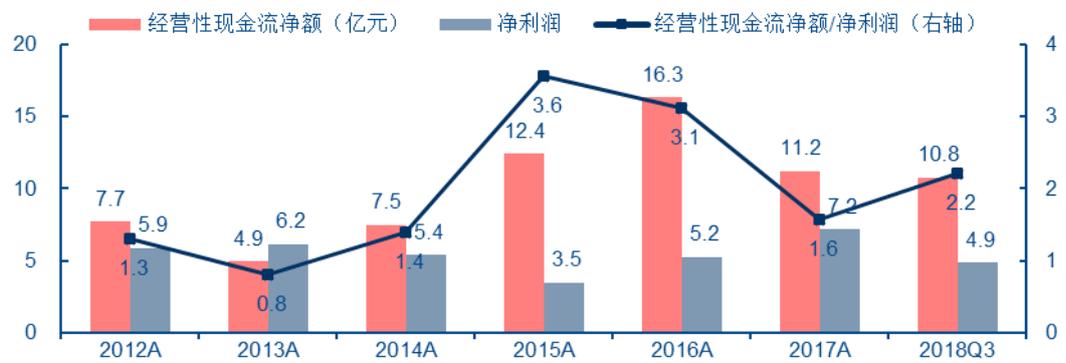
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 15：天虹股份新开业购物中心资金投入测算-以 7 万平方米购物中心为例

指标	资本开支	初始资金投入	备注
首期所交租金-假设 3 个月（万元）		1,260	按租金 60 元/平/月测算、7 万平方米，首期交 3 个月租金，此后逐月交租金测算。
开办费（万元）		500	
装修费用（元/年）	7,000	7,000	装修标准：1000 元/平
人工（万元）		780	假设开店要准备半年的工资，一家购物中心配 200 人，人均工资 7.8 万/年。
典型门店资金需求	7,000	9,540	
新开 5 家门店	35,000	47,700	

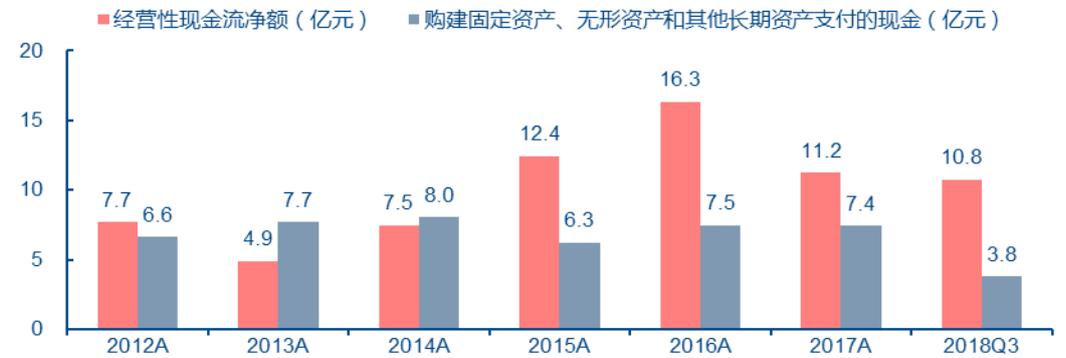
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 70：天虹股份经营性现金流净额与净利润（单位：亿元）



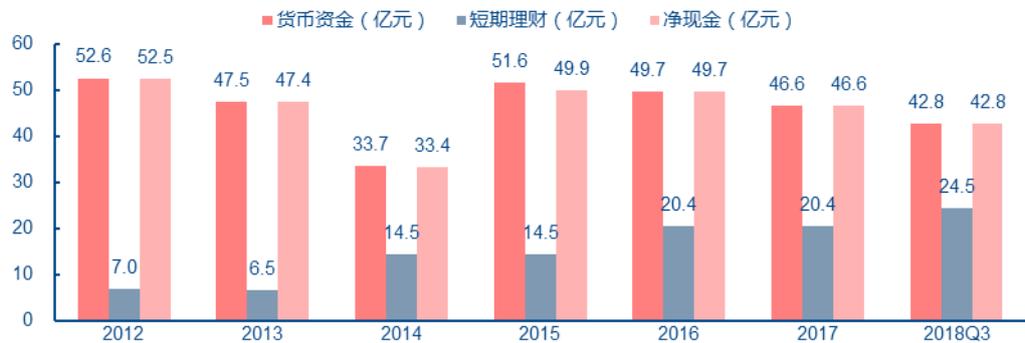
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2018 年为 Q1-Q3

图 71：天虹股份经营性现金流及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2018 年为 Q1-Q3

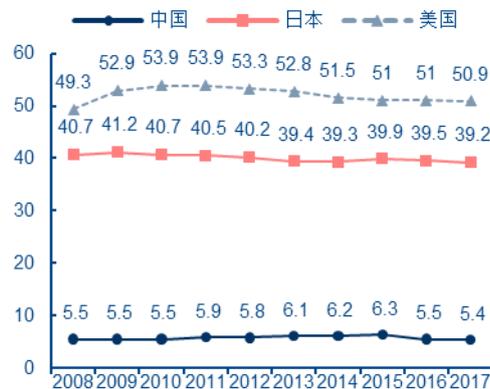
图 72：天虹股份货币资金和净现金



资料来源：公司公告，中信证券研究部

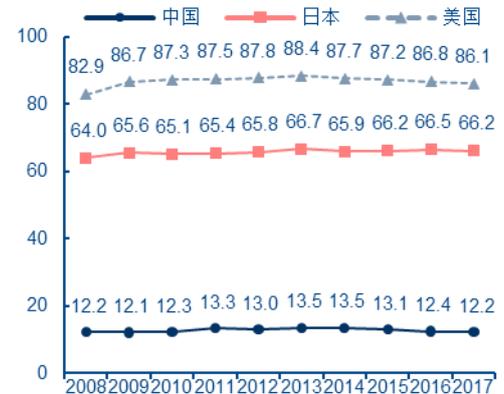
我国百货行业区域特征明显、行业集中度低；公司现金流充足，并购或将落地。我国百货业区域格局明显，现已形成了诸如东北大商、江苏金鹰、上海百联、北京王府井、浙江银泰、重庆重百、湖北武商、深圳天虹、湖南友阿等的“诸侯割据，群雄并起”的局面。与美国和日本等成熟市场相比，我国百货行业集中度明显偏低，有较大提升空间（2017年CR3中/日/美分别为5.4%/39.2%/50.9%；2017年CR8分别为12.2%/66.2%/86.1%）。2018Q3末，公司账面货币资金42.8亿元，短期理财24.5亿元，且无有息负债，资金充裕。依托优秀的管理、充裕的资金，公司外延并购有望落地。

图 73：中日美三国百货行业集中度（CR3，%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 74：中日美三国百货行业集中度（CR8，%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

## 风险因素

经济放缓消费疲软；主力区域竞争加剧；开店不达预期。

## 盈利预测及估值

### 自有物业 64 万平米，现金及等价物 67 亿元，RNAV/市值=1.6x

天虹股份是 A 股上市公司中唯一同时拥有充裕现金流、丰沛账面现金和短期理财、大量自有物业、且无有息负债的零售公司。2018Q3 末，公司账面货币资金 42.8 亿元，短期理财 24.5 亿元，经营性现金流量净额 10.8 亿元，CFO/NI=2.2。

截至 2018Q3 公司自有物业 64 万平米，估算权益自有物业价值 151 亿元，NAV 218 亿元，较截至 2018/12/7 市值 141 亿元溢价 55%。

表 16：天虹股份自有物业：门店、办公楼、物流

序号	物业	城市	建筑面积 (万平米)	重估单价 (万元/平米)	重估值 (亿元)
1	吉安天虹购物中心	江西吉安	10.0	1.5	15.0
2	东莞君尚百货	东莞	3.6	2.5	9.0
3	君尚 3019	深圳	4.0	5.0	20.0
4	红谷中心天虹百货	南昌	3.7	1.8	6.7
5	厦门大西洋天虹百货	厦门	2.0	2.5	5.0
6	总部办公楼	深圳	1.6	5.0	8.0
7	厦门君尚	厦门	5.6	2.5	14.0
8	金鸡湖天虹	苏州	5.1	2.0	10.2
9	南昌九洲天虹购物中心	南昌	11.8	2.0	23.6
10	苏州相城天虹购物中心	苏州	11.5	3.0	34.4
	物流基地	深圳	5.2	1.0	5.2
	合计		64.1	2.4	151.1

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

表 17：天虹股份门店物业属性

地区	租赁物业门店			自有物业门店		
	数量 (家)	建筑面积 (平米)	平均单店面积 (平米)	数量 (家)	建筑面积 (m2)	平均单店面积 (平米)
华南区	39	1,142,968	29,307	2	77,632	38,816
华中区	16	501,322	31,333	2	102,884	51,442
东南区	4	124,356	31,089	2	75,679	37,840
华东区	5	214,512	42,902	2	161,854	80,927
北京	3	84,799	28,266	0	0	
成都	1	39,825	39,825	0	0	
合计	68	2107781	30,997	8	418,049	52,256

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：本表不含门店地下停车场

表 18：RNAV 重估 (单位：亿元)

指标	数值
自有物业重估值	151.1
货币资金	42.8
其他流动资产：短期理财	24.5
短期借款	0
一年内到期的非流动负债	0
长期借款	0
债券	0
有息负债小计	0
资产重估净值(亿元)	218.4
股本 (万股)	120,030
每股重估资产净值 (元)	18.2

指标	数值
股价（元）	11.71
最新市值	140.6
重估净值/最新市值	1.6
空间	55%

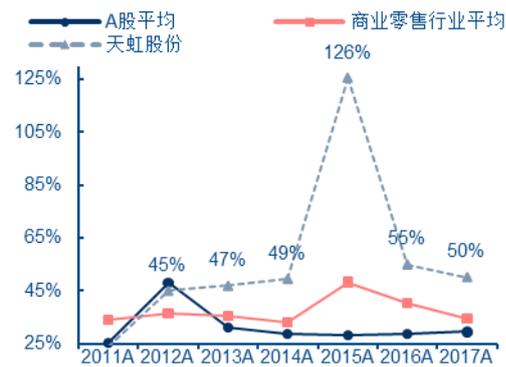
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：股价对应 2018/12/7 收盘价

## 分红比例、分红收益率保持较高水平

公司现金分红比例、现金分红收益率一直保持较高水平。现金分红方面：2015-2017 年公司分红分别达到当年归属净利润的 126%/55%/50%，处于市场高位；零售板块 2015-2017 年均值分别 48%/40%/35%，A 股全市场 2015-2017 年均值分别 28%/29%/29%。分红收益率方面（当年分红/当年末市值）：2015-2017 年公司分别达 4.1%/2.4%/2.9%，处于市场高位；零售板块 2015-2017 年均值分别 1.0%/1.0%/1.2%，A 股全市场 2015-2017 年均值分别 0.5%/0.6%/0.8%。

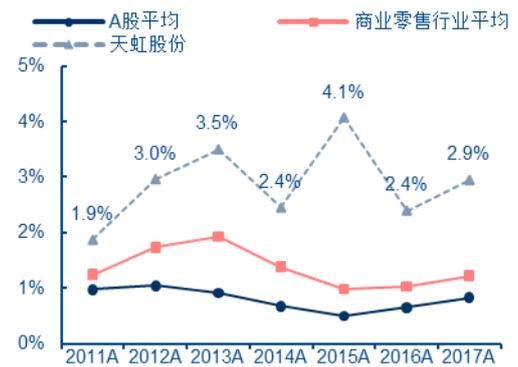
预计 2018 年，天虹股份分红分别达到归属净利润的 30%/50%/70%/100%时，相对现价预期收益率分别为 2.13%/3.55%/4.97%/7.09%。

图 75：天虹股份与 A 股、CS 零售公司现金分红比例比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：平均值为算术平均；2015 年分红比例计算剔除了资产证券化收益的影响，若不剔除，分红比例为 36%。

图 76：天虹股份与 A 股、CS 零售公司分红收益率(对于年底股价)比较



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：平均值为算术平均

表 19：2018 年天虹股份预期分红收益率（对于现价）敏感性分析

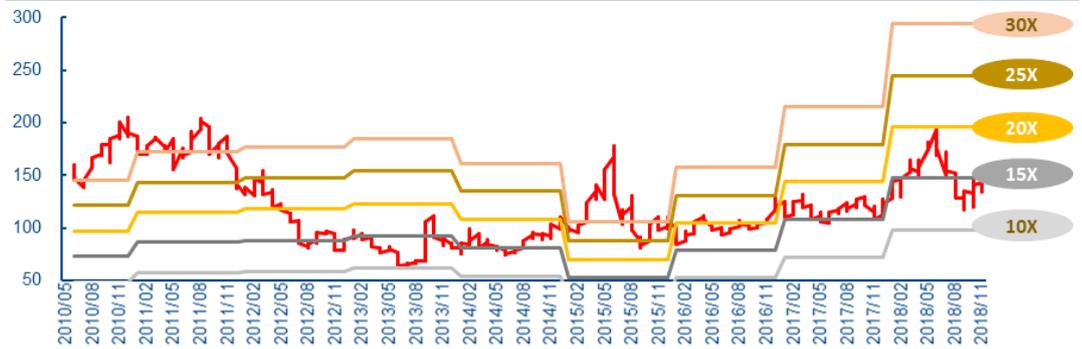
分红比例	分红 30%	分红 50%	分红 70%	分红 100%
预期收益率（相对现价）	2.13%	3.55%	4.97%	7.09%

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

## 估值：历史动态 PE 中枢 17X，动态 PS 中枢 0.6X

截至 2018/12/7，公司动态 PE 为 14X，低于历史动态 PE 中枢 17X；公司动态 PS 为 0.7X，接近历史 PS 中枢 0.6X；公司动态 PB 为 2.1X，与历史 PB 中枢一致。

图 77：天虹股份上市以来 PE-Band（动态）



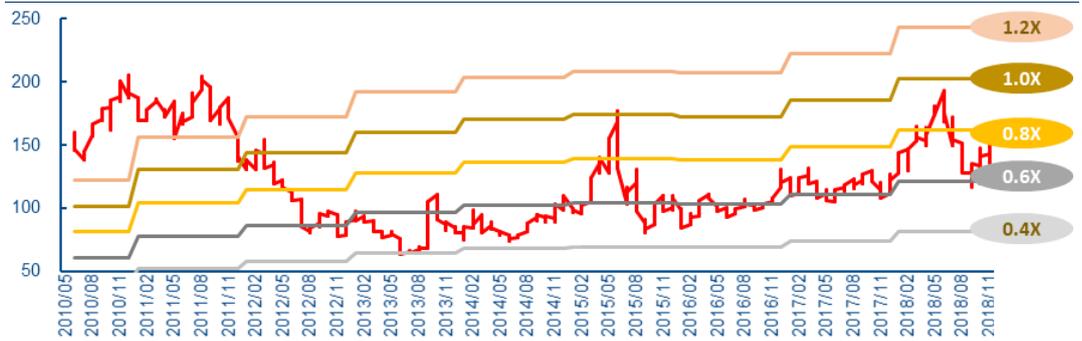
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：所使用动态 PE=市值/当年归母净利润，2015 年归属净利润扣除资产证券化收益；2018 年归属净利润采用中信证券研究部商业组盈利预测；以下同。

图 78：天虹股份上市以来 PE 水平变化（动态）



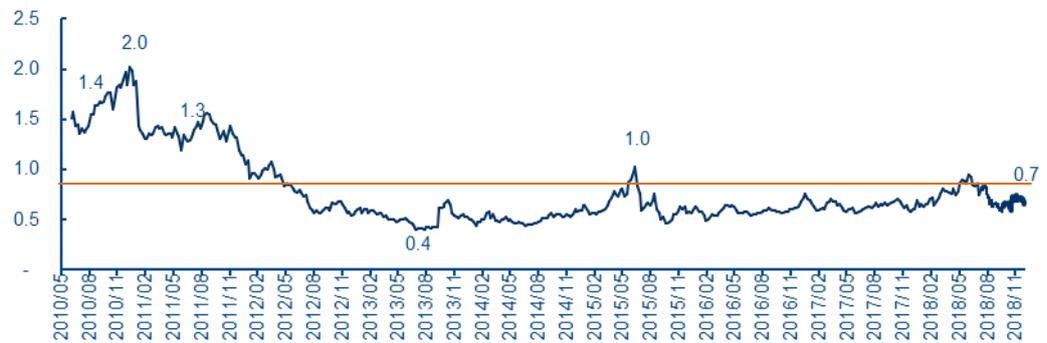
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：所使用动态 PE=市值/当年归母净利润，天虹股份 2015 年归属净利润扣除资产证券化收益；2018 年归属净利润采用中信证券研究部商业组盈利预测；以下同。

图 79：天虹股份上市以来 PS-Band（动态）



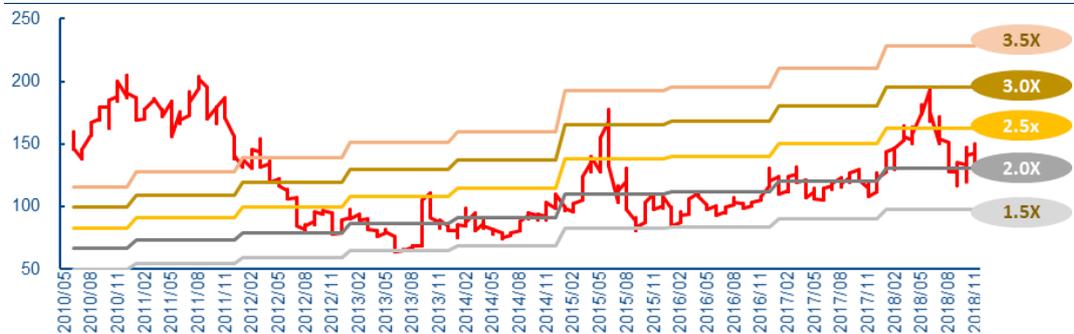
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：动态 PS=市值/当年营业总收入；2018 年营业收入采用中信证券研究部商业盈利预测；以下同。

图 80：天虹股份上市以来 PS 水平变化（动态）



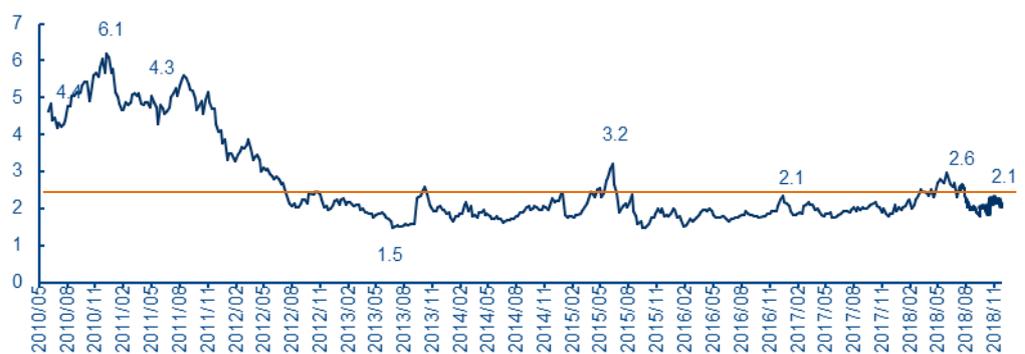
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：动态 PS=市值/当年营业总收入；2018 年营业收入采用中信证券研究部商业盈利预测；以下同。

图 81：天虹股份上市以来 PB-Band（动态）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：所使用动态 PB=市值/当年归母净利润，2018 年归属净资产采用中信证券研究部商业组盈利预测；以下同。

图 82：天虹股份上市以来 PB 水平变化（动态）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：所使用动态 PB=市值/当年归母净利润，2018 年归属净资产采用中信证券研究部商业组盈利预测；以下同。

## 投资建议

公司兼具成长与价值，业绩确定性强。维持 2018-20 年营业收入预测为 198.4 亿/213.0 亿/232.2 亿元，同比+7.0%/+7.3%/+9.0%；维持公司商业主营归属净利润预测为 8.9 亿/10.7 亿/12.8 亿元，同比+41.9%/+20.0%/+20.0%；2018-20 年地产归属净利润预测分别为 0.88 亿/0.14 亿/0 亿元（原 2019：0 亿元）；对应上市公司归属净利润为 9.8 亿/10.8 亿/12.8 亿元，上调目标价至 14.5 元，对应 2019 年 16X PE，维持“买入”评级。

表 20：天虹股份盈利预测与业绩拆分

分类	指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
上市公司	营业收入（亿元）	172.7	185.4	198.4	213.0	232.2
	增速	-0.7%	7.3%	7.0%	7.3%	9.0%
	净利润（亿元）	5.2	7.2	9.8	10.8	12.8
	增速	0.00%	37.0%	36.4%	10.7%	18.4%
房地产业务	营业收入（亿元）	1.6	7.4	7.1	1.6	
	净利率	11.0%	12.1%	12.5%	9.0%	
	净利润（亿元）	0.17	0.90	0.88	0.14	
商业主营(即：剔除地产后)	营业收入（亿元）	171.2	177.9	191.4	211.4	232.2
	增速	0%	4.0%	7.5%	10.5%	9.8%
	净利润（亿元）	5.1	6.3	8.9	10.7	12.8
	增速		23.9%	41.9%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 21：天虹股份盈利预测与估值

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,273	18,536	19,841	21,299	23,221
增长率 YoY%	-0.7	7.3	7.0	7.3	9.0
净利润(百万元)	524	718	980	1084	1283
增长率 YoY%	-56.6	37.0	36.4	10.7	18.4
每股收益 EPS(元)	0.44	0.60	0.82	0.90	1.07
毛利率%	24.2	25.8	27.3	27.7	28.0
净资产收益率 ROE%	9.4	11.9	15.0	15.4	16.7
PE	27	20	14	13	11
PB	1.7	1.6	2.2	2.0	1.8
PS	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

## 利润表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,273	18,536	19,841	21,299	23,221
营业成本	13,100	13,762	14,428	15,409	16,715
毛利率	24.16%	25.76%	27.28%	27.66%	28.02%
营业税金及附加	98	162	169	181	197
营业费用	3,123	3,414	3,631	3,868	4,180
营业费用率	18.08%	18.42%	18.30%	18.16%	18.00%
管理费用	318	384	470	584	626
管理费用率	1.84%	2.07%	2.37%	2.74%	2.70%
财务费用	17	-10	-77	-90	-108
财务费用率	0.10%	-0.05%	-0.39%	-0.42%	-0.47%
投资收益	59	85	59	62	62
营业利润	673	923	1,273	1,411	1,673
营业利润率	3.89%	4.98%	6.41%	6.62%	7.20%
营业外收入	55	44	45	45	46
营业外支出	13	36	25	25	25
利润总额	715	931	1,293	1,431	1,694
所得税	192	213	314	348	412
所得税率	26.85%	22.89%	24.30%	24.30%	24.30%
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
归属于母公司股东的净利润	524	718	980	1,084	1,283
净利率	3.03%	3.87%	4.94%	5.09%	5.53%
每股收益(元)(摊薄)	0.44	0.60	0.82	0.90	1.07

## 现金流量表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	523	718	980	1,084	1,283
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
折旧和摊销	374	411	359	480	540
营运资金变动	784	61	1,054	578	1,156
其他	-48	-67	-187	-152	-170
经营现金流	1,632	1,123	2,205	1,989	2,808
资本支出	-747	-743	-1,037	-658	-795
投资收益	67	85	59	62	62
资产变卖	0	-667	0	0	0
其他	-590	15	0	0	0
投资现金流	-1,270	-1,310	-978	-596	-733
财务费用	17	-10	-77	-90	-108
新增借款	24	1	0	0	0
股息支出	-615	-769	-490	-542	-642
其他	-36	490	269	135	161
融资现金流	-611	-288	-298	-498	-589
现金净增加额	-248	-475	929	895	1,486

资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 资产负债表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,968	4,656	5,586	6,481	7,967
存货	1,429	1,365	1,148	1,227	1,331
应收账款	55	49	57	62	67
其他流动资产	3,115	2,565	2,628	2,704	2,773
流动资产	9,567	8,634	9,419	10,473	12,138
固定资产	2,109	3,817	4,897	4,902	4,904
长期股权投资	15	0	0	0	0
无形资产	707	799	784	768	752
其他长期资产	2,359	2,156	1,664	1,909	2,244
非流动资产	5,191	6,772	7,345	7,579	7,900
资产总计	14,758	15,407	16,764	18,052	20,038
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,460	3,672	3,751	4,006	4,513
其他流动负债	5,622	5,641	6,487	6,980	7,818
流动负债	9,081	9,312	10,238	10,986	12,331
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	78	68	10	10	10
非流动性负债	78	68	10	10	10
负债合计	9,160	9,380	10,248	10,996	12,341
股本	800	800	1,200	1,200	1,200
资本公积	1,709	1,709	1,309	1,309	1,309
股东权益合计	5,593	6,023	6,513	7,055	7,697
少数股东权益	5	4	3	2	1
负债股东权益总计	14,758	15,407	16,764	18,052	20,038

## 主要财务指标

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
营业收入	-0.7	7.3	7.0	7.3	9.0
营业利润	-61.8	37.2	37.9	10.8	18.6
净利润	-56.6	37.0	36.4	10.7	18.4
利润率(%)					
毛利率	24.2	25.8	27.3	27.7	28.0
EBIT Margin	3.7	4.4	5.8	5.9	6.5
EBITDA Margin	5.8	6.6	7.6	8.2	8.8
净利率	3.0	3.9	4.9	5.1	5.5
回报率(%)					
净资产收益率	9.4	11.9	15.0	15.4	16.7
总资产收益率	3.6	4.8	6.1	6.2	6.7
其他(%)					
资产负债率	62.1	60.9	61.1	60.9	61.6
所得税率	26.8	22.9	24.3	24.3	24.3
股利支付率	55.1	50.1	50.1	50.1	50.1

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。