

2011年5月18日

消费品行业研究组:

王永锋

电话: 010-88086830-709

邮箱: wangyf@rxzq.com.com

执业证书编号: S0070510120007

联系人:

俞天甲

电话: 010-88086830-723

邮箱: yutj@rxzq.com.cnm

询价区间: 21.58 ~ 34.39 元**基本资料**

发行后总股本(百万)	49.28
发行股数(百万)	11
发行日期(百万)	2011.05.25
主承销商	安信证券
资产负债率(%)	48.61%

相关研究:**文峰股份(601010)****询价区间: 21.58 ~ 24.39 元****南通百货连锁龙头企业**

- **南通市百货龙头企业。**公司主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务。目前,公司拥有32家门店,包括10家百货门店、2家综合超市门店和20家电器销售专业店。公司主要经营地为江苏省和上海市,32家门店中,21家位于南通市,11家分别分布在盐城市、泰州市、连云港市和上海市。公司是南通地区最大的零售企业和江苏省领先的零售企业,在中国连锁经营协会公布的2009年连锁百强中排名第二十二。
- **行业概况。**国民经济的持续增长为零售行业的繁荣提供了坚实的基础;城市化是零售行业长期繁荣的重要驱动因素;消费升级为零售行业提供了巨大的发展空间。**竞争格局。**行业发展较快,行业领先企业取得较大市场份额;外资零售企业快速发展;二、三线城市市场潜力巨大。
- **竞争优势。**公司的品牌影响力、美誉度和顾客忠诚度;优越的门店选址;统分结合的管理体系;“三位一体”的协同效应;良好的供应商关系和强大的供应商支持力度;成本费用控制能力;企业文化和员工培训。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2011年、2012年归属母公司的净利润分别为4.61亿元、5.86亿元,同比增长为30.85%和27.16%。按照全面摊薄后的股本4.928亿股计算,对应2011年和2012年的每股收益分别为0.94元和1.19元。其中,2011年每股收益中约0.142元由配套商铺、办公、住宅等的销售提供,0.795元由零售业务提供。参照A股市场零售百货公司和商业地产公司估值,我们认为给予百货类业务25~28倍PE,商业地产业务12~15倍估值较为合理,对应21.58~24.39元。
- **风险因素。**营业收入地区分布相对集中的风险;租用物业租金上涨和不能续租的风险;部分租赁存在瑕疵的风险;募集资金拟投资项目风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4880.81	5590.18	7256.05	8598.42
增长率 (%)	6.15%	14.53%	29.80%	18.50%
净利润	292.90	352.78	461.60	586.99
增长率 (%)	8.84%	20.44%	30.85%	27.16%
毛利率	16.60%	16.56%	18.80%	20.30%
每股收益	0.59	0.72	0.94	1.19

数据来源：日信研究

正文目录

1、公司概况	5
1.1. 历史沿革和主营业务.....	5
1.2. 股权结构	5
2.1. 行业发展概况.....	5
2.2. 竞争格局	6
3、竞争优势	7
3.1. 公司的品牌影响力、美誉度和顾客忠诚度.....	7
3.2. 优越的门店选址	8
3.3. 统分结合的管理体系.....	8
3.4. “三位一体”的协同效应.....	8
3.5. 良好的供应商关系和强大的供应商支持力度.....	8
3.6. 成本费用控制能力.....	9
3.7. 企业文化和员工培训.....	9
4、募投项目情况	9
5、盈利预测及估值	10
5.1. 盈利预测前提和假设.....	10
5.2. 利润表预测	10
5.3. 估值及投资建议.....	11
6、风险提示	11

图表目录

图表 1 文峰股份股权结构.....	5
图表 2 社会消费品零售总额与人均可支配收.....	6
图表 3 募投项目介绍.....	9
图表 4 利润表预测（百万元）.....	10



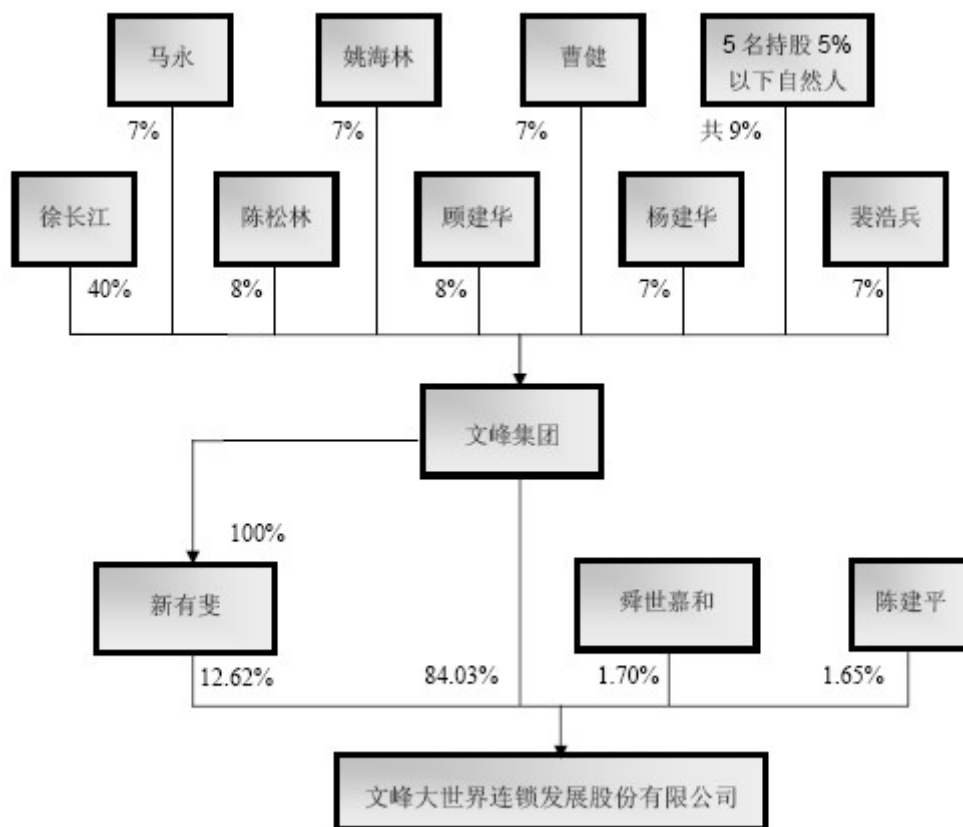
1、公司概况

1.1. 历史沿革和主营业务

公司主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务。目前，公司拥有32家门店，包括10家百货门店、2家综合超市门店和20家电器销售专业店。公司主要经营地为江苏省和上海市，32家门店中，21家位于南通市，11家分别分布在盐城市、泰州市、连云港市和上海市。公司是南通地区最大的零售企业和江苏省领先的零售企业，在中国连锁经营协会公布的2009年连锁百强中排名第二十二。

1.2. 股权结构

图表 1 文峰股份股权结构



数据来源：招股说明书，日信研究

2、行业分析

2.1. 行业发展概况

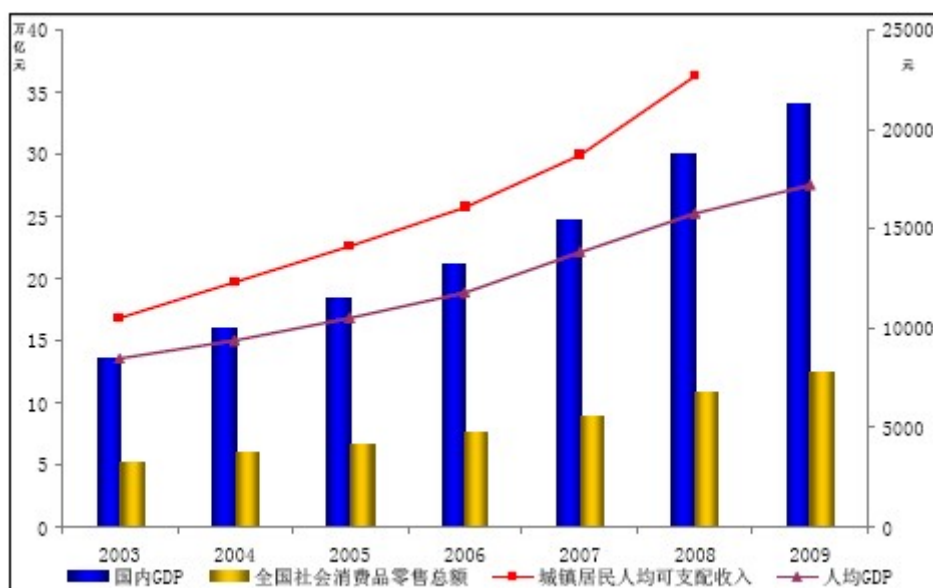
国民经济的持续增长为零售行业的繁荣提供了坚实的基础：



近年来，我国经济保持高速增长。根据国家统计局数据，2000年至2009年，我国国内生产总值由99,214.6亿元增至340,507亿元；社会消费品零售总额由39,106亿元增至125,343亿元；城镇居民人均可支配收入由6,859.6元增至17,175元。经济的持续稳定增长和人民生活水平的不断提高，促进了消费增长，为零售行业持续繁荣提供了坚实基础。

2003年以来我国国内生产总值、社会消费品零售总额、人均国内生产总值和城镇居民人均可支配收入增长趋势如下：

图表 2 社会消费品零售总额与人均可支配收入



数据来源：招股说明书，日信研究

城市化是零售行业长期繁荣的重要驱动因素：

随着经济的发展，我国城市化率不断提高。2000年以来我国城镇人口占总人口的比例每年以约1%的速度递增，到2009年已达到46.6%，但与发达工业国家的80%左右相比仍然存在较大差距。预计我国的城市化进程将在中长期内持续。由于我国城镇居民的收入与消费水平明显高于农村居民，城市化发展和城市人口的增加必然将大大拉动消费的增长。城市化进程是零售行业长期繁荣的重要驱动因素。

消费升级零售行业提供了巨大的发展空间：

居民收入水平的提升和人口结构变动驱动了消费结构的升级。一方面，上世纪六七十年代婴儿潮诞生的一代正进入消费的黄金时期；另一方面，1980年前后出生的独生子女目前正处于收入和消费的上升期，相对于其父辈来说，这一代人消费倾向明显提高，带来整体消费倾向和消费档次的上升。消费升级零售企业的发展和创新提供了巨大的空间和持续的动力。在消费升级的过程中，除了一些新兴零售业态获得了发展机遇，现代百货业作为品牌商品的重要销售渠道，成为消费升级的主要受益者。

2.2. 竞争格局

目前，零售行业的竞争情况主要呈现出以下特点：

1、行业发展较快，行业领先企业取得较大市场份额

从总体规模看，近几年，中国连锁经营协会公布的“中国连锁百强企业”的总销售规模平均增幅超过30%，占社会消费品零售总额的比重上升较快，从2002年的6%增长到2009年的11%；2006年至2009年，百强前十名企业销售总额占百强企业销售总额的比例分别为48%、50%、48%和47%，行业领先企业取得较大

2、外资零售企业快速发展

2004年底我国对外资零售业全面开放以来，外资零售企业快速发展，成为当前我国零售行业中重要的活跃因素。中国连锁经营协会发布的“中国连锁百强企业”数据显示，入围连锁百强零售企业的外资零售企业的家数和销售额自2003年以来经历了一个快速上升的过程，目前占百强企业销售总额的比重稳定在20%以上。当前外资零售企业发展的主要特点包括：1）总体规模增长很快，单店效益大大高于国内同行。2009年，百强企业中20家外资企业店铺数量和销售额分别同比增长20.4%和15.7%。外资企业在店铺扩张速度小于国内同行的情况下实现了市场份额的较大增长，体现出较强的单店经营效益。2）从业态结构上看，其发展重点是大中型综合超市和专业店。目前进入中国连锁经营百强的跨国大型零售企业主要是大型综合超市和家居建材专业店，仅百盛集团主要经营连锁百货业态。外资企业进入百货业态程度较小的原因主要是百货业态受商圈、物业资源制约较大，地域特征浓厚，国外经验很难直接移植，经营者对本地市场的了解和消费者习惯的把握需要时间培养，总体而言进入壁垒较高。3）外资企业通过并购方式进行扩张的力度较大。

3、二、三线城市市场潜力巨大

从区域分布看，二、三线城市销售增幅快于一线城市的情况较为普遍。在中国连锁经营协会公布的2008年中国连锁经营百强企业中，有15家销售增幅超过30%，其中8家总部在二、三线城市（合肥百大合家福、山东商业集团、银泰百货、福建新华都、邯郸市阳光百货等）。低廉的成本、广阔的市场，成为二、三线城市的零售企业迅速发展的重要原因。

3、竞争优势

3.1. 公司的品牌影响力、美誉度和顾客忠诚度

作为区域领先的零售企业，公司在多年经营中，始终重视服务质量和品牌建设。公司自1996年开业起，率先实行“满意工程”，承诺“不满意便退货”，并持之以恒，公司“顾客至上”的形象已深入人心。

为了把顾客对企业的满意度切实转化为亲密度、忠诚度，公司已建立会员管理制度，通过会员折扣、邮报、积分返利及其他形式为会员提供更多附加值，有效地建立了亲密顾客关系。截至2010年12月31日，公司拥有会员约34.8万。会员人数不断增长和会员贡献率的增加，为公司带来了市场份额和获利能力的持续提升。

3.2. 优越的门店选址

优越的门店位置是零售业务经营成功的重要因素，公司主要门店大多数位于所经营地区的主要商圈，地段优势突出。公司南大街店地处南通市区最繁华的商圈南大街，南通其他各县市门店均地处当地的商业中心；沪东店位于上海市张杨北路与五莲路路口，连接地铁6号线五莲路站台，背靠成熟的大型社区，交通便利。

本次募集资金拟投资项目经公司充分论证，选址优越，有利于进一步巩固公司的区域领先优势。

3.3. 统分结合的管理体系

公司根据行业及自身特点，发展出适合自身的统分结合管理模式。

公司通过统一发展战略，实现经营和服务的标准化和规范化；通过统一的品牌，提高市场知名度和美誉度；通过统一运用进销存信息管理系统，将各门店销售、库存数据，采购需求、配送数据及时汇总，进行集中处理，方便记录和查询，提高了采购的规范性和市场反应的灵敏性；通过实行商品统一采购和配送，增强了与供应商的价格谈判能力，降低了采购成本，节省了配送费用，实现了规模经济；通过将各销售门店作为一个经营实体各自独立设账，独立核算其进、销、存和相关税费，独立反映其经营状况和经营成果。在采购部门和各门店之间建立权责明晰的考评机制，提高前台门店和后台采购部门的积极性和能动性，促进经营效率的提高。

3.4. “三位一体”的协同效应

通常，公司的百货门店同时经营超市（综合超市或精品超市）和电器销售业务。三种业态并举发展，一方面有利于将公司百货品牌的优势向其他两种业态延伸，另一方面可以满足顾客一站式消费需求，更容易吸引顾客，三种业态互相带动人气，降低了单一业态经营的风险。同时，通过统一前、中、后台的管理和服务，起到了降低管理成本的作用。公司发展经验和经营效果显示，多业态组合经营的协同效应明显。三位一体，构筑了购物中心的核心功能，为公司快速拓展大型综合性购物中心项目，奠定了坚实基础。

3.5. 良好的供应商关系和强大的供应商支持力度

我国零售品牌商品通常在营销、推广方面采取区域化的模式，其中以地、市为单位进行品牌代理最为常见。随着公司经营规模的不断扩大和统一采购模式的建立，作为区域龙头零售连锁企业，公司往往成为所经营地区代理商的主要客户，可取得供应商较大力度的支持。

供应商是公司的重要资源，公司一向本着诚信与共赢的原则与供应商合作，与主要供应商建立了长期的密切合作关系。公司成立至今，从未发生拖欠供应商货款事件或者其他重大供应商纠纷，在供应商中享有良好声誉。公司通过一系列措施确保与优质供应商建立长期合作关系。具体措施包括：严格执行合同，按账期支付货款；规范招商程序，给供应商公平的竞争环境；利用连锁经营的资源优势，帮助供应商改进经营，共同成长；形成供应商优胜劣汰的长效机制，对退场供应商予以一定让利，对有实力、有潜力的供应商提供更大的成长空间。

供应商对公司的支持主要体现在：保证及时补货和对畅销、新款商品的优先供应；派遣优秀的促

销售人员；对公司推行的“不满意便退货”的满意工程顺利实施提供支持；在公司开设新店、拓展市场时可获得供应商的积极响应和参与，使公司在较短的时间内即可完成招商，实现符合门店定位的品类组合，提高了公司开店的成功率。

3.6. 成本费用控制能力

公司作为区域内较早从事零售连锁经营的企业，具有先发优势，公司主要门店中，租赁物业门店大部分开店时间早，签订了长期租约，租金较目前市场水平低；自有物业门店部分建成时间早，部分系购入物业后改扩建形成，公司取得土地或物业的成本及建筑成本均较低。总体而言，公司的物业成本较低。

除物业成本外，员工薪酬是零售企业中最主要的费用支出，与国际零售企业和在一线城市经营的零售企业相比，公司人员成本相对较低。

公司以较低的成本建立了门店网络，有利于保持长期稳定的盈利能力。

3.7. 企业文化和员工培训

在企业文化的塑造上，公司主要围绕实施“满意工程”长效机制，提升客户服务水平来开展，即通过对“满意工程”的宣讲和实施，对外提升公司品牌，对内提高员工素质。多年来，公司在南通的社会知名度和认可度较高，也使员工对在公司工作富有保障感和自豪感。

公司非常重视对基层员工的培训，内容涵盖企业文化、营业员行为规范、商业道德规范、满意服务理念、商品账务管理、会员顾客管理、乃至广播操形体训练等方方面面。通过系统的新员工培训、有针对性的在岗培训，以及持续不断的宣讲，公司得以提升员工素质，增强员工服务技能和服务意识，给顾客更好的消费体验。

4、募投项目情况

公司本次发行将根据所处行业发展态势及公司发展战略，按照投资项目投向以下四个项目：

图表 3 募投项目介绍

序号	项 目	投资金额	其中以募集资金投资金额	建设期	立项备案情况
1	扩建如东文峰门店项目	17,868	11,076	16 个月	通发改投资（2008）458 号
2	扩建如皋文峰门店项目	26,742	20,273	16 个月	通发改投资（2008）460 号
3	扩建启东文峰门店项目	30,491	20,291	20 个月	通发改投资（2008）459 号
4	扩建海安文峰门店项目	25,063	25,063	16 个月	通发改投资（2008）464 号
合 计		100,164	76,703		

数据来源：招股说明书，日信研究

本次募集资金拟投资于南通市下辖如东、如皋、启东、海安4市（县）扩建集百货、超市、电器、餐饮及休闲娱乐等于一体的综合购物中心项目。

上述四个项目是公司“二次创业”整体发展计划的一部分。在南通及下辖六个市（县）中，大世界通州店已由公司自筹资金完成门店扩建，本次拟以募集资金完成如东、如皋、启东、海安等四个市（县）的门店扩建；此外，公司已着手准备以自筹资金扩建海门文峰门店，在南通市新老城区交界处开设南通二店业已进入前期研究阶段。

公司已以租赁物业的方式在上述地区开设门店且经营业绩良好，但其经营规模亟需扩大，而目前租赁的物业建成年代较早，物业面积偏小，格局、装修等方面条件较差，对门店扩大经营规模形成限制。本次拟以募集资金在上述租赁物业原址或在其周边另选优良地址扩建门店，建成后将目前所经营业务转移至扩建后的门店，同时，根据市场需求情况，扩大经营规模。

5、盈利预测及估值

5.1. 盈利预测前提和假设

- 1、假设上市后公司收购少数股东权益，将集团持有的南通二店51%股权置入；
- 2、综合毛利率：维持稳定水平。2011年的提升是由于会计的变化；
- 3、营业税金及附加将提升。

5.2. 利润表预测

图表 4 利润表预测（百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4880.81	5590.18	7256.05	8598.42
减：营业成本	4070.65	4664.46	5891.92	6852.94
营业税金及附加	45.96	56.28	108.84	128.98
营业费用	250.56	288.83	388.20	460.02
管理费用	131.65	140.49	193.01	228.72
财务费用	10.59	11.72	-9.31	-28.47
资产减值损失	6.05	-1.68	0.00	0.00
加：投资收益	0.61	3.75	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	365.95	433.84	683.40	956.24
加：其他非经营损益	27.59	45.07	16.00	10.00
利润总额	393.54	478.91	699.40	966.24
减：所得税	99.20	125.01	174.85	241.56
净利润	294.34	353.90	524.55	724.68
减：少数股东损益	1.44	1.12	62.95	137.69
五、每股收益（元）	0.59	0.72	0.94	1.19

数据来源：公司年报，日信研究

5.3. 估值及投资建议

我们预计2011年和2012年归属母公司的净利润分别为4.61亿元和5.86亿元，同比增长为30.85%和27.16%。按照全面摊薄后的股本4.928亿股计算，对应2011年和2012年的每股收益分别为0.94元和1.19元。其中，2011年每股收益中约0.142元由配套商铺、办公、住宅等的销售提供，0.795元由零售业务提供。参照A股市场零售百货公司和商业地产公司估值，我们认为给予百货类业务25~28倍PE，商业地产业务12~15倍估值较为合理，对应21.58~24.39元。

6、风险提示

1、营业收入地区分布相对集中的风险

截至2011年5月16日，公司32家门店分布在华东地区的5个城市。其中，在南通地区开设的门店家数为21家，占公司门店数量的65.63%；经营面积约267,043平方米，约占公司总经营面积的74.30%。2008-2010年，来自南通地区的主营业务收入占总主营业务收入的比例分别为69.46%、71.22%和72.94%（抵销内部交易前的收入）。如果南通地区的居民收入、社会零售需求、市政规划、所在商圈的竞争环境等发生重大变化，都可能对公司的经营业绩产生较大影响。

2、租用物业租金上涨和不能续租的风险

截至2011年5月16日，公司32家门店中，19家以租赁物业的方式经营，租赁物业经营面积约131,740平方米，约占总经营面积的36.65%。如租赁期满不能续租，或者出现其他导致无法继续租赁的情况，

将对公司的经营产生较大影响。同时，由于商业物业租金逐年上涨，如果现有租约到期续租者公司以租赁物业形式开设新店，将面临租金上涨引致成本上升的风险。

3、部分租赁存在瑕疵的风险

目前公司及子公司门店经营所使用的租赁的物业中，有1处面积共计7,000平方米的租赁物业实际使用用途与所处土地的用途不符；有5处面积总计为50,538.22平方米的租赁物业在出租时即存在抵押。虽然相关租赁合同合法有效，但如果该等租赁物业的抵押权相关债务未按时清偿且抵押权人行使抵押权，则承租人有可能无法继续承租该物业。如果有关租赁行为因上述因素终止，则公司相关门店的经营将受到影响。

4、募集资金拟投资项目风险

本次发行成功且募集资金到位后，公司的净资产将大幅增加，但是，由于募集资金投资项目存在一定的建设周期，公司的净利润增长速度短期内很可能无法同比增长，从而在募集资金到位后的一段时期内，公司的净资产收益率可能低于上市前的水平。此外，本次募集资金将大部分用于投资固定资产，固定资产的增加将导致公司每年折旧费用的增加。本次募集资金项目全部建成开业后，按计划投资额测算预计每年新增固定资产折旧共约3,300万元。如果公司利润的增长不资额测算预计每年新增固定资产折旧共约3,300万元。如果公司利润的增长不能抵销折旧的增长，则将对公司净利润水平产生不利影响。



投资评级说明:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

谨慎 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

日信证券有限责任公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。