

文峰股份 (601010)

无评级/首次评级

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:S1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赖宇鸥
(0755)8212 5076
laiyo@mail.htlhsc.com.cn

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	383
流通 A 股 (百万股)	0
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	

- 公司是南通地区最大的商业零售企业，江苏省领先的零售企业，以百货为主，兼营超市和家电业务；拥有 10 家大型百货综合门店，20 家电器专业店以及 2 家综合超市门店。2010 年实现销售收入 55.9 亿元，净利润 3.53 亿元。
- 江苏和南通区域人均可支配收入 15% 的复合增长率为当地百货门店较快的内涵增长提供了有利的外部条件，江苏城镇化推进和三四线城镇市场的兴起为公司外延拓展提供了机会。南通城镇化率低于苏州、无锡等地级市 (53.7%vs66%)，其经济活力强，居民消费热情高。
- 公司拥有核心商圈 21 万平米物业，百货自有物业面积占比达到 67.5%。占据了南通等县级城市的核心商圈，百货整体坪效约 1.5 万元，较高的坪效和较强的费用控制能力促使销售费用率和管理费用率分别仅为 5.17%，2.51%，处于行业低端，公司 2010 年净利率达到 6.3% (扣非后净利率 5.6%，扣非但不扣除商业配套出售的净利率 6%)，处于行业较高水平。
- 我们看好公司作为小区域零售龙头，通过打造商业综合体这一升级业态以抢占二、三线市场的扩张策略。公司为民营企业，激励充分，管理层通过集团实现持股；而集团从事商业地产运营、有助于公司在购物中心业务方面的拓展。
- 鉴于公司在南通地区的先发优势，以及扩建后重新开业的如东店和如皋店的成功经验（两店开业后，收入增速从 10% 不到上升至 28%，且当年有望实现盈利），我们认为商业综合体有助于传统门店突破原有发展瓶颈，重获快速增长。
- 我们测算公司 11-13 年收入为 68.23、83.69 和 99.76 亿元，EPS=0.88、1.11 和 1.37 元（剔除商业配套出售后为 0.81、0.97 和 1.17 元）。目前主流零售板块 11 年动态 PE 为 24 倍，考虑到公司的业态创新，可以考虑给予一定的估值溢价。
- 风险提示：局部竞争程度超预期；新扩建的购物中心培育时间超预期

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5590.18	6923.14	8369.36	9976.34
(+/-%)		23.8%	20.9%	19.2%
归属母公司净利润(百万元)	352.78	436.10	549.47	677.47
(+/-%)	20.4%	23.6%	26.0%	23.3%
EPS(元)	0.92	0.88	1.11	1.37
EPS (摊薄后)	0.72	0.88	1.11	1.37

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

江苏领先的民营零售企业	4
南通第一，江苏领先	4
股权结构和集团的业务支持	4
核心商圈门店高坪效低费用，三四线城镇供外延拓展	5
人均收入增长助内涵增长、城镇化和三四线市县供外延机会	5
诸侯割据竞争、集中度仍可提高	7
拥有核心商圈门店，高坪效低费用	7
募投项目及盈利预测	9
风险提示	10

图表目录

图 1: 收入区域分布	4
图 2: 收入分业态情况	4
图 3: 公司、集团股权结构	5
图 4: 江苏、南通 GDP 增速	6
图 5: 江苏、南通人均可支配收入变化	6
图 6: 江苏城镇化进程	6
图 7: 江苏社会消费品零售变化（分市县）	6
图 8: 南通门店分布	8
图 9: 江苏（除南通）门店分布	8
表格 1: 江苏各市基本情况	7
表格 2: 江苏百货行业格局	7
表格 3: 百货门店概况	8

江苏领先的民营零售企业

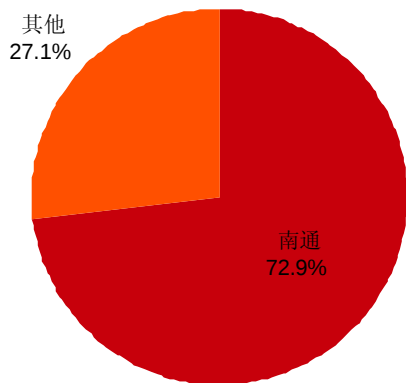
南通第一，江苏领先

公司是南通地区最大的商业零售企业，江苏省领先的零售企业，拥有 10 家大型百货综合门店，以百货为主，兼营超市和家电业务；拥有 20 家电器专业店，其中 10 家开设于公司大型百货综合门店内，10 家为单体的专业店；以及 2 家综合超市门店。公司总部设立百货、电器、超市三个事业部，并分别成立了三个业态的采购配送单位。

另外，公司拥有“文峰超市”加盟门店约 682 家。主要分布在南通、盐城、泰州、苏州等地级城市及所辖县，其中在南通地区 605 家。加盟店总经营面积为 25.24 万平方米，平均单店面积约 370 平方米。

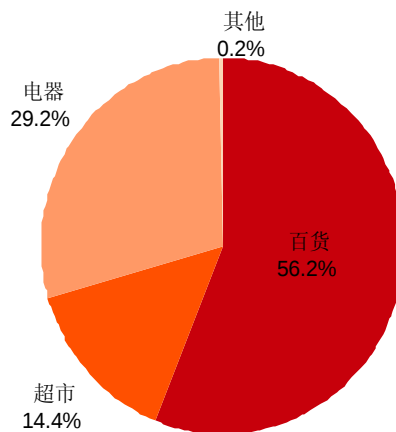
2010 年实现营业收入 55.9 亿元，利润总额 4.79 亿，归属于母公司股东的净利润 3.53 亿元。公司发行前股本为 3.828 亿股，发行后为 4.928 亿股。

图 1： 收入区域分布



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

图 2： 收入分业态情况



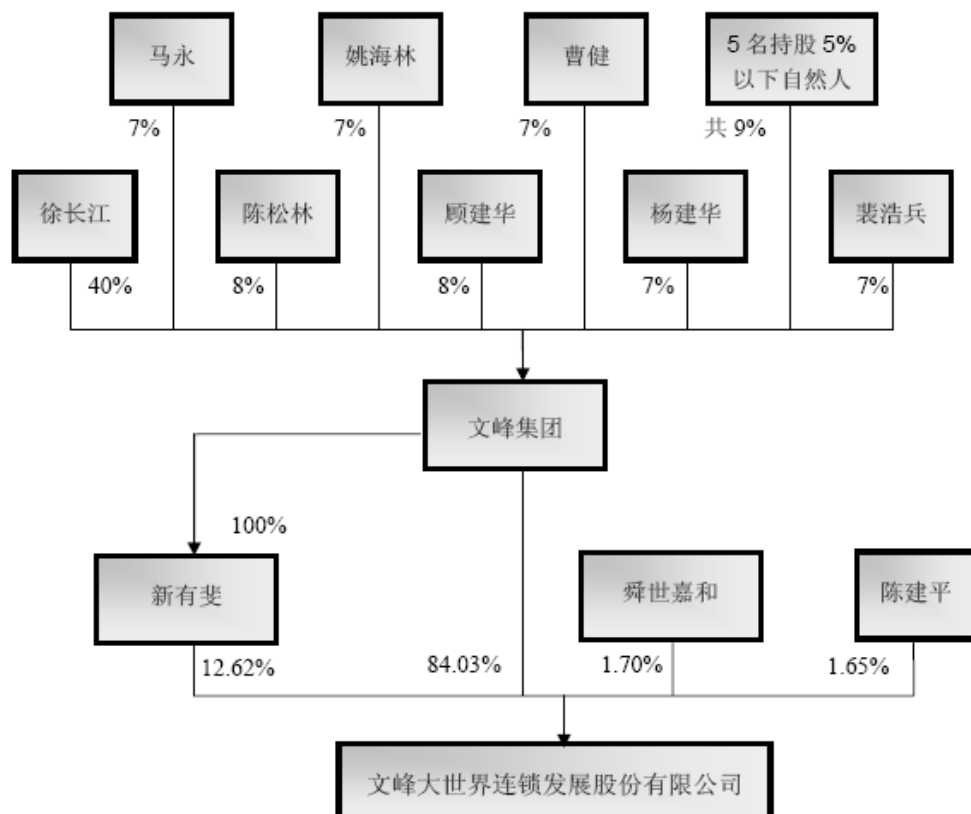
资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

股权结构和集团的业务支持

公司最大股东为江苏文峰集团，发行前文峰集团持有公司 96.65% 的股权，发行后直接和间接持有公司 75.08% 的股份，仍将处于绝对控股地位。董事长徐长江控股文峰集团，为公司的实际控制人；公司高管则直接持有文峰集团的股份。

文峰集团通过旗下的子公司从事商业零售、高星级酒店、汽车销售服务、期货经纪、房地产开发业务等。集团在酒店、地产方面的资源和经验有助于上市公司商业地产的发展。

图 3： 公司、集团股权结构



资料来源：华泰联合证券研究所

核心商圈门店高坪效低费用，三四线城镇供外延拓展

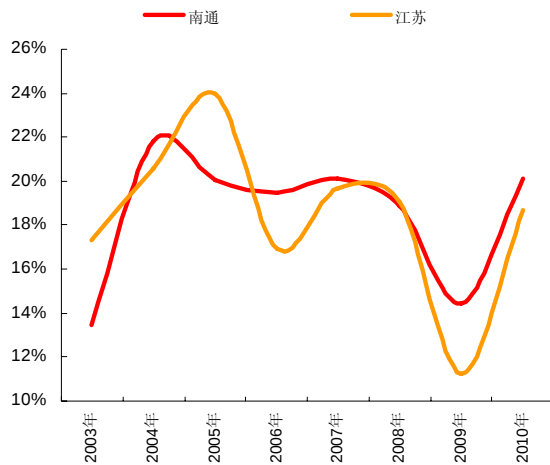
人均收入增长助内涵增长、城镇化和三四线市县供外延机会

随着经济的快速发展，江苏和南通的人均可支配收入保持快速增长，进而促进社会消费品零售的持续快速增长，为当地百货门店较快的内涵增长提供了有利的外部条件。

江苏城镇化推进和三四线城镇市场的兴起为零售外延拓展提供了机会。江苏年均新增城镇人口 100 多万人，促使城镇和消费品市场的扩大。江苏城镇化水平仍然低于中等发达国家 60% 的水平，仍有一定空间。而南通只有 53.7%，远低于苏州、无锡等地级市，其城镇化率有望随着经济发展而提高。

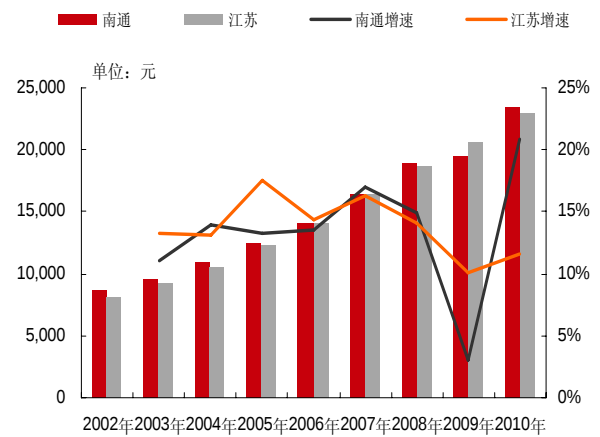
06 年以来县级的社会消费品零售增速提高到 20% 以上（09 经济危机中除外），表明随着人均可支配收入达到一定水平，发达地级市如南通的县级市的零售市场进入快速发展期。而相对落后的地级市，如连云港、盐城当前人均可支配收入相当于发达地级市几年前的水平，消费市场将逐步启动。

图 4： 江苏、南通 GDP 增速



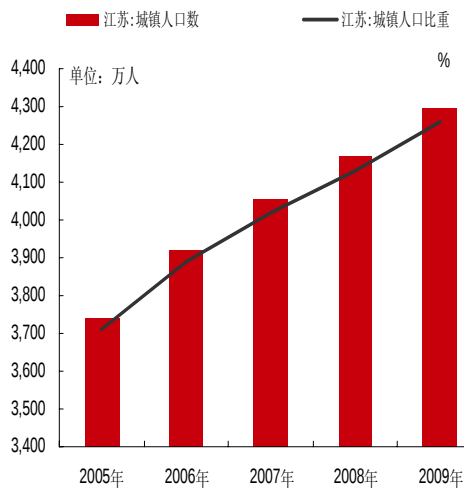
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 5： 江苏、南通人均可支配收入变化



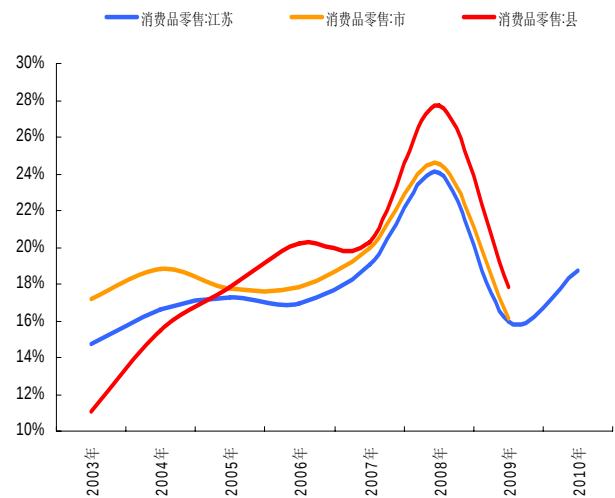
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 6： 江苏城镇化进程



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 7： 江苏社会消费品零售变化（分市县）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 1：江苏各市基本情况

包括区县	总人口（万人）	城镇化率	GDP（亿元）	社消零售总额（亿元）	人均可支配收入
苏州市	937	66.2%	6701	2406	27188
南京市	771	77.2%	3775	2268	28311
无锡市	620	67.7%	4420	1809	25027
南通市	713	52.7%	2510	1265	19469
常州市	445	61.1%	2202	1045	23392
徐州市	868	49.1%	2007	948	14798
盐城市	748	46.3%	1603	760	14891
扬州市	450	52.9%	1573	719	17332
镇江市	307	59.9%	1408	560	21041
泰州市	467	51.0%	1394	550	18079
淮安市	481	43.2%	916	465	14050
连云港市	445	43.4%	750	427	13886
宿迁市	473	37.6%	655	287	11149

资料来源：华泰联合证券研究所

诸侯割据竞争、集中度仍可提高

江苏各大百货零售商在固守原有主力市场的同时，网络已经开始布局三四线市县，并且布局上开始重叠，使竞争变得激烈。而前五大百货零售商销售收入仅占限额以上百货零售销售的 27.8%，表明行业集中度不是很高，存在收购整合的空间。

不过，在南通，从拥有核心物业数量、门店数量和收入上看，公司都是遥遥领先的老大，一定程度遏制了对手的进入。

表格 2：江苏百货行业格局

公司	分布区域	零售收入（亿元）	占比
金鹰	南京、徐州、扬州；泰州、盐城	89.4	12.9%
华地国际	无锡（宜兴、江阴）、苏州（常熟）常州（金坛、溧阳）；南通、镇江（丹阳）	68.5	9.9%
文峰	南通市及下属市县；泰州、盐城、上海	54.7	7.9%
南京中商	南京、徐州、连云港、泰州、淮安、宿迁（拟进入）	48.3	7.0%
大东方	无锡	20.3	2.9%
Top5 合计		191.8	27.8%
限额以上百货		690.4	100.0%

资料来源：华泰联合证券研究所

拥有核心商圈门店，高平效低费用

公司拥有核心商圈 21 万平米物业，百货自有物业面积占比达到 67.5%。上市项目实施后将进一步提高。一方面核心商圈拥有当地最多的人流，有利于推升当地门店的平效；另一方面，拥有核心商圈物业，有利于经营的长期稳定，遏制竞争对手的进入。

公司百货平效高达 1.5 万元，成熟门店的平效多高于 2 万元，同时在民营机制下管理层有较好的费用控制能力，促使公司的销售和管理费用率分别仅为 5.17%，2.51%，处于行业低端。

表格 3：百货门店概况

门店简称	开业时间	2010 年度	收入占比	近三年 CAGR	平效	物业性质
大世界南大街店	1996 年 1 月	177,010.70	37.8%	11.77%	3.27	自有
大世界如皋店	新店 2010 年 11 月营业	36,014.82	7.7%	16.46%	0.67/3.71(旧店)	新店 自有
大世界海门店	1998 年 9 月	34,357.97	7.3%	7.76%	2.21	租赁
大世界如东店	新店 2009 年 5 试营业	37,142.45	7.9%	26.51%	1.26/3.53(旧店)	自有
大世界启东店	1999 年 12 月	30,423.95	6.5%	5.82%	2.22	自有
大世界海安店	2000 年 9 月	17,765.51	3.8%	5.55%	1.11	租赁
大世界盐城店	2001 开业、10 年停业	7,958.78	1.7%	-42.13%	0.58	租赁
大世界通州店	2007 年 2 月	27,468.52	5.9%	13.79%	0.95	自有
千家惠泰州店	2002 年 9 月	26,370.93	5.6%	2.04%	0.96	租赁
大世界沪东店	2003 年 9 月	61,896.89	13.2%	22.46%	2.14	租赁
大世界靖江店	2009 年 11 月	11,902.08	2.5%	-	0.38	自有

资料来源：华泰联合证券研究所

图 8：南通门店分布



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

图 9：江苏（除南通）门店分布



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

募投项目及盈利预测

公司致力于以购物中心这一升级业态抢占二、三线市场份额。此次拟募集资金 7.67 亿元将主要用于旗下四家门店的扩建，包括如东文峰、如皋文峰、启东文峰和海安文峰，其中如东文峰和如皋文峰已分别于 2009 年和 2010 年开业。

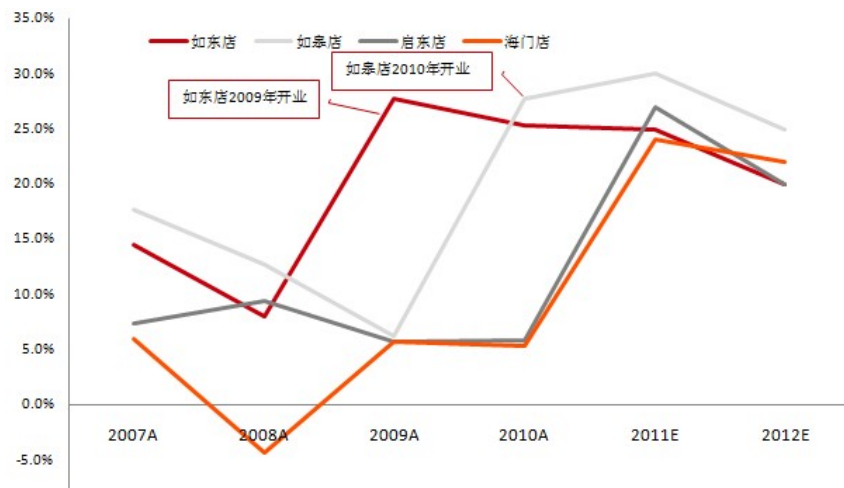
购物中心业不仅包括百货、超市、电器三大业态，还通过租售空余商铺快速回笼现金流。且公司扩建的门店均在当地经营多年，扩建期间不停业，培育周期短。从已经完工开业的如东店和如皋店案例来看，业态升级后的购物中心突破原有发展瓶颈，重回快速增长通道。如东店 09 年重新开业后，当年收入同比增速 27.7%（08 年为 8%）；如皋店去年重新开业后，当年收入同比增速 27.7%（09 年为 6.2%）。因此，我们看好小区域购物中心的竞争力及持续性。

表格 4：募投项目分析

改造门店	投资金额(百万元)	折旧金额(百万元/年)	扩建前面积	扩建后面积	计划开业时间
大世界如东店	178.68	5.65	6580 平米	29438 平米	2009 年开业
大世界如皋店	267.42	8.82	7590 平米	53434 平米	2010 年开业
大世界启东店	250.63	8.25	13733 平米	66000 平米	拟于 2011Q4 开业
大世界海安店	304.91	9.99	15961 平米	55679 平米	拟于 2011Q4 开业

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 10： 四家扩建门店收入增速变化



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

我们测算公司 11-13 年收入为 68.23、83.69 和 99.76 亿元，净利润 4.36、5.50 和 6.78 亿元（或 EPS=0.88、1.11 和 1.37 元）；剔除商业配套租售，11-13 年收入分为 61.47、72.00 和 90 亿元，净利润 4.01、4.80 和 5.78 亿元（或 EPS=0.81、0.97 和 1.17 元）。

风险提示

局部竞争程度超预期；新扩建的购物中心培育时间超预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,449	4,287	4,523	5,371	营业收入	5,590	6,923	8,369	9,976
现金	855	3,397	3,542	4,137	营业成本	4,664	5,733	6,892	8,189
应收账款	18	52	63	75	营业税金及附加	56	62	75	90
其他应收款	116	83	94	112	营业费用	289	360	442	524
预付账款	80	229	276	328	管理费用	140	173	222	267
存货	307	452	475	645	财务费用	12	(11)	(17)	(19)
其他流动资产	73	74	74	74	资产减值损失	(2)	22	22	21
非流动资产	1,271	1,864	2,388	2,746	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	875	1,186	1,436	1,532	营业利润	434	583	734	905
无形资产	251	251	251	251	营业外收入	51	0	0	0
其他非流动资产	142	425	697	960	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	2,720	6,151	6,911	8,117	利润总额	479	583	734	905
流动负债	1,688	1,933	2,142	2,670	所得税	125	146	183	226
短期借款	3	0	0	0	净利润	354	437	550	678
应付账款	512	688	793	942	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1,174	1,245	1,349	1,728	归属母公司净利	353	436	549	677
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	518	664	816	999
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.88	1.11	1.37
其他非流动负	3	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	1,691	1,935	2,144	2,672	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	7	8	9	10	成长能力				
股本	383	493	493	493	营业收入	14.5%	23.8%	20.9%	19.2%
资本公积	33	2,673	2,673	2,673	营业利润	18.5%	34.3%	25.9%	23.3%
留存收益	606	1,042	1,592	2,269	归属母公司净利	20.4%	23.6%	26.0%	23.3%
归属母公司股	1,029	4,216	4,766	5,445	获利能力				
负债和股东权	2,720	6,151	6,911	8,117	毛利率(%)	16.6%	17.2%	17.7%	17.9%
现金流量表					净利率(%)	6.3%	6.3%	6.6%	6.8%
单位: 百万元					ROE(%)	34.5%	10.4%	11.6%	12.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)				
经营活动现金	659	435	727	1,027	偿债能力				
净利润	354	436	549	677	资产负债率(%)	62.2%	31.5%	31.0%	32.9%
折旧摊销	354	436	549	677	净负债比率(%)	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	0	(11)	(17)	(19)	流动比率	0.9	2.2	2.1	2.0
投资损失	(4)	0	0	0	速动比率	0.7	2.0	1.9	1.8
营运资金变动	3	(71)	96	255	营运能力				
其他经营现金	(48)	(356)	(450)	(564)	总资产周转率	2.25	1.56	1.28	1.33
投资活动现金	(72)	(650)	(600)	(450)	应收账款周转率	319.83	198.25	145.94	145.01
资本支出	(4,076)	(550)	(500)	(350)	应付账款周转率	9.63	9.56	9.31	9.44
长期投资	(1)	(100)	(100)	(100)	每股指标 (元)				
其他投资现金	(4,150)	(1,300)	(1,200)	(900)	每股收益(最新)	0.72	0.88	1.11	1.37
筹资活动现金	(199)	2,758	17	19	每股经营现金流	1.72	0.88	1.48	2.08
短期借款	0	(3)	0	0	每股净资产(最	2.67	8.54	9.65	11.03
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	110	0	0	P/E				
资本公积增加	0	2,640	0	0	P/B				
其他筹资现金	(199)	11	17	19	EV/EBITDA	11.1	7.3	6.0	4.9
现金净增加额	387	2,543	145	596					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn