

证券研究报告—深度报告

文峰股份(601010)

合理价位: 25.00-28.00 元 发行价: 元

2011年5月20日

股票数据

总股本 (百万股) 382.8/0.0
 总市值 (百万元)
 沪深 300/深圳成指 2,872.77/12,230.69
 12个月最高/最低 (元)

相关研究报告:

证券分析师: 祝彬

电话: 0755-82131528

E-mail: zhubin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120063

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

新股询价报告

苏地老牌零售商的新发展

●公司概况: 苏地龙头零售企业

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。公司共有门店 32 家,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,主要分布在江苏省和上海市。其中,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。

●行业概况: 正处于发展黄金期,江苏及周边发展超行业平均

零售行业发展的黄金期,领先的优质企业将有机会获得较大市场份额。江苏省是我国重要的经济大省,经济发展水平在全国处于领先,居民可支配收入高于全国平均水平,社零总额多年来稳居全国前列。公司作为当地零售业的领头羊,在伴随行业增长地同时,将充分分享区域经济发展带来的增长。此外,三、四线城市消费群的日益成熟,也为公司向周边扩张打开了广阔的空间。

●主营业务: “百货+超市+电器”综合型发展

公司主营百货、超市、电器销售专业店的连锁等业务,2010 年实现收入 55.9 亿元,同比增长 14.5%;净利润 3.5 亿元,同比增长 20.2%。公司作为一个资深零售企业,各业态发展成熟,结构已基本趋于稳定,近三年百货、超市和电器销售占比都维持在 55%、15%和 29%左右。就发展区域来看,公司基本还是立足南通,主力扩张江苏,适当延伸上海。

●风险提示

经济结构调整导致内销增长低于预期;在三四线城市的门店盈利周期延长。

●建议合理询价区间为 23~25 元

我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.93 元、1.07 元和 1.25 元,综合绝对估值和相对估值的结果,我们认为公司的合理价值为 23.25~28.31 元/股,考虑到近期市场情绪,给予新股 10%的折价,建议询价区间在 23~25 元之间。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,880.81	5,590.18	6,962	8,413	9,747
(+/-%)	6.15%	14.53%	24.5%	20.8%	15.9%
净利润(百万元)	292.90	352.78	458	525	618
(+/-%)	8.84%	20.44%	29.8%	14.6%	17.6%
每股收益 (元)	0.77	0.92	0.93	1.07	1.25
EBIT Margin			7.6%	7.3%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	33.75%	34.53%	36.6%	32.4%	30.1%
市盈率 (PE)			26.9	23.5	19.9
EV/EBITDA			22.9	20.3	18.2
市净率 (PB)			9.85	7.61	6.01

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
估值与投资建议	4
绝对估值法: 26.34 ~ 28.31 元/股	4
相对估值法: 21.39 ~ 23.25 元/股	4
公司概况: 苏地龙头零售企业	6
股权结构	6
下属公司	7
行业概况: 正处于发展黄金期, 江苏及周边发展超行业平均	7
主营业务: “购物中心+酒店+商住”综合型发展	8
门店发展趋势	8
主营业态发展	11
募投项目	12
募投项目概况	12
扩建如东文峰门店项目	12
扩建如皋文峰门店项目	12
扩建启东文峰门店项目	12
扩建海安文峰门店项目	12
财务分析	12
盈利能力	12
偿债能力	14
营运能力	14
盈利预测: 2011 年将是公司盈利高点	14
核心判断的主要风险	15
国信证券投资评级	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件	4
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	4
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	4
表 5: 国内可比零售类上市公司盈利预测与估值水平比较	5
图 1: 公司股权结构	6
表 6: 公司发行前后股权结构	6
图 2: 公司下属子公司情况	7
图 3: 全国及江苏社零总额比较	8
图 4: 江苏 13 市社零总额	8
图 5: 门店分布情况 A	9
图 6: 门店分布情况 B	9
表 7: 公司各区域门店情况	10
图 7: 公司主营业务收入占比	11
图 8: 公司主营业务毛利情况	11
表 8: 募集资金投资项目	12
表 9: 行业可比公司毛利率	13
表 10: 行业可比公司净利率	13
表 11: 行业可比公司 ROE	13
表 12: 行业可比公司期间费用率	14
表 13: 文峰股份偿债能力数据	14
表 14: 文峰股份营运能力数据	14
表 15: 文峰股份盈利预测 百万元	15

估值与投资建议

绝对估值法：26.34 ~ 28.31 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司处于行业平均发展的水平，出于谨慎的目的，我们假设在最后几年增长率逐步下降，据此得到文峰股份绝对估值的合理区间在 26.34 ~ 28.31 元之间。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入增长率	14.53%	24.54%	20.84%	15.86%	13.31%	11.54%	9.95%	8.49%	6.14%	5.52%
销货成本 / 销售收入	83.44%	84.20%	84.44%	84.42%	84.41%	84.40%	84.38%	84.37%	84.36%	84.35%
管理费用 / 销售收入	2.37%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
所得税税率	26.10%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比例	56.83%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.75%	Ke	9.80%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)		E/(D+E)	99.98%
债务总额(D)	3000000	D/(D+E)	0.02%
Kd	5.30%	WACC	9.79%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.8%	9.3%	9.79%	10.3%	10.8%
3.0%	33.39	30.71	28.43	26.47	24.76
2.5%	31.74	29.36	27.31	25.53	23.97
2.0%	30.33	28.20	26.34	24.71	23.27
1.5%	29.12	27.18	25.48	23.98	22.64
1.0%	28.06	26.29	24.72	23.33	22.08

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.8%	9.3%	9.80%	10.3%	10.8%
3.0%	36.54	33.42	30.76	28.48	26.49
2.5%	34.61	31.84	29.46	27.38	25.56
2.0%	32.96	30.47	28.31	26.42	24.74
1.5%	31.54	29.29	27.31	25.57	24.01
1.0%	30.30	28.24	26.42	24.80	23.36

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：21.39 ~ 23.25 元/股

我们预测文峰股份 11-13 年每股盈利为 0.93、1.07 和 1.25 元，结合比较国内同行

业可比公司估值,我们给予其 11 年 23~25 倍的 PE,对应每股价值为 21.39~23.25 元。

表 5: 国内可比零售类上市公司盈利预测与估值水平比较

代码	公司名称	股价	EPS			PE			PB
		05-19	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010
600859	王府井	43.0	0.95	1.58	1.96	45	27	22	5.1
600729	重庆百货	45.3	1.41	1.89	2.40	32	24	19	7.7
002419	天虹商场	22.0	1.28	1.67	2.14	17	13	10	2.7
000501	鄂武商 A	19.2	0.58	0.75	0.92	33	26	21	5.7
000785	武汉中商	11.6	0.27	0.50	0.69	43	23	17	4.3
002277	友阿股份	24.1	0.62	0.85	1.10	39	28	22	5.1
600785	新华百货	28.9	1.04	1.50	1.70	28	19	17	5.9
	平均					34	23	18	5.2

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

综合绝对估值和相对估值的结果,我们认为公司的合理价值为 23.25~28.31 元/股,考虑到近期市场情绪,给予新股 10%的折价,建议询价区间在 23~25 元之间。

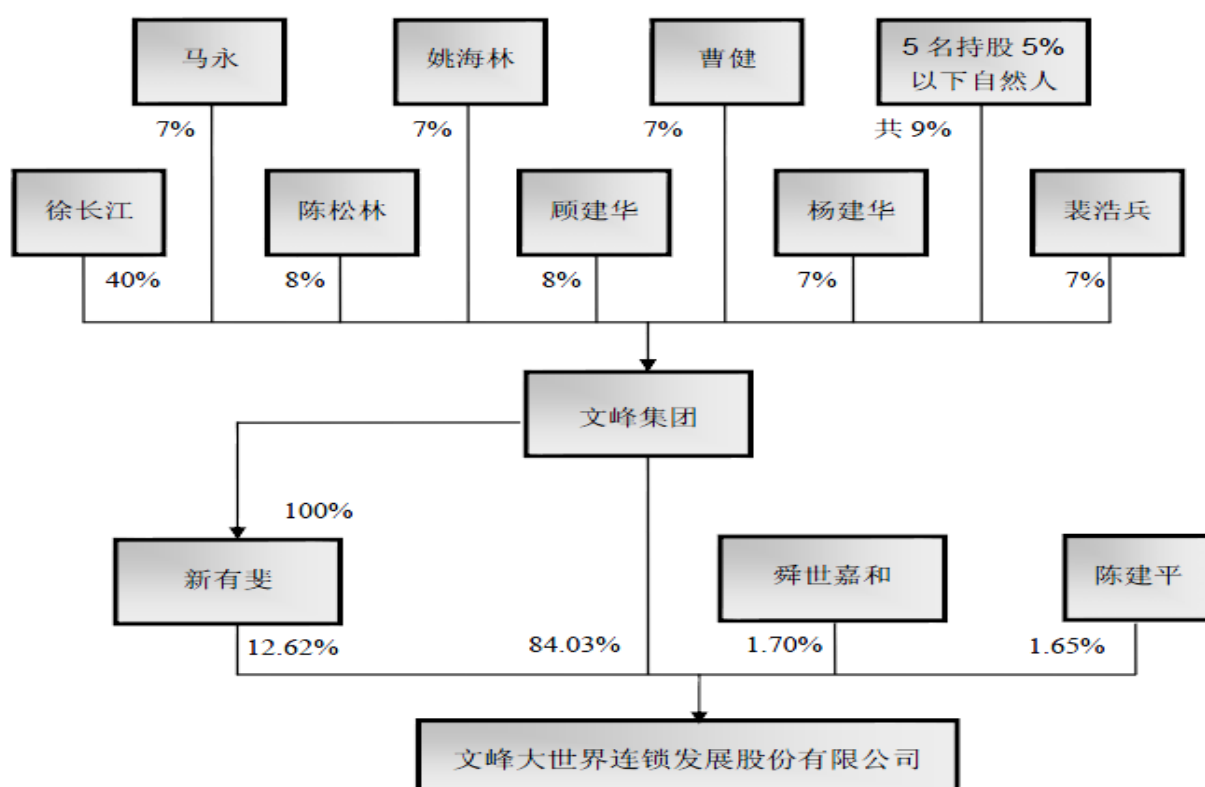
公司概况：苏地龙头零售企业

公司的前身为经南通市旅游局批准，于 1995 年 9 月 27 日成立的全民所有制企业——南通文峰大世界。现已成长为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。

股权结构

文峰集团为公司控股股东，上市前直接和间接持有公司股权 96.65%，董事长徐长江为公司实际控制人，持有文峰集团 40% 股权。

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

本次发行前公司的总股本为 38,280 万股，本次发行 11,000 万股社会公众股，约占发行后总股本的 22.32%。

表 6：公司发行前后股权结构

		发行前		发行后	
		持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
1	江苏文峰集团有限公司	32,167.80	84.03	32,167.80	65.28
2	南通新有斐大酒店有限公司	4,832.20	12.62	4,832.20	9.81
3	北京舜世嘉和投资顾问有限公司	650	1.7	650	1.32
4	陈建平	630	1.65	630	1.28
5	社会公众股	0	0	11,000.00	22.32

合计	38,280.00	100	49,280.00	100
----	-----------	-----	-----------	-----

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

下属公司

公司共有 29 家子公司。按业态分类，百货业务子公司 13 家，超市业务子公司 6 家，电器业务子公司 9 家，加盟管理业务子公司 1 家；按业务性质分类，从事门店销售的子公司共 18 家（其中上海文峰购物广场同时从事门店销售及商品采购、配供），从事商品采购、配供业务的子公司共有 6 家（含上海文峰购物广场），从事其他业务 3 家，停业 3 家。

图 2：公司下属子公司情况



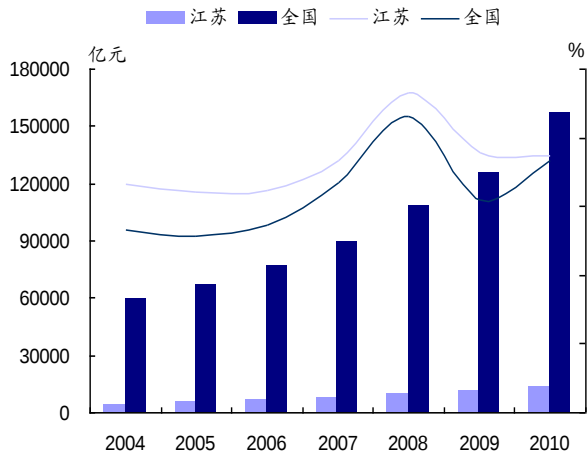
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

行业概况：正处于发展黄金期，江苏及周边发展超行业平均

零售行业发展的黄金期，领先的优质企业将有机会获得较大市场份额。“十二五”规划指出将中重点发展二三线城镇，培育发展城市群，从而推动消费新一轮增长。

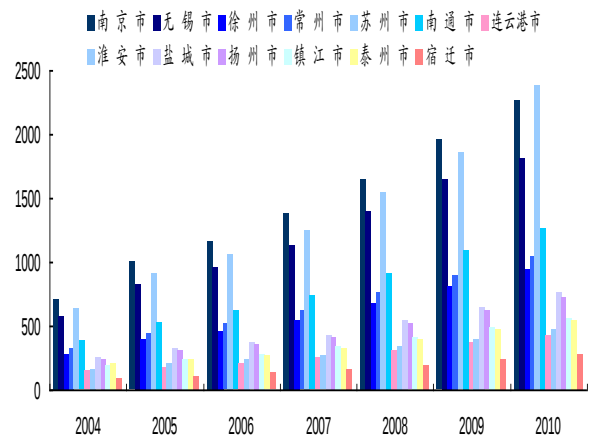
江苏省是我国重要的经济大省，经济发展水平在全国处于领先，居民可支配收入高于全国平均水平，全年城镇居民人均可支配收入 22944 元，比上年增长 11.6%；人均消费性支出 14357 元，比上年增长 9.2%。社零总额多年来稳居全国前列，2010 年社会消费品零售总额 13482.32 亿元，比上年增长 18.7%，其中城市消费品零售额 9652.74 亿元，比上年增长 20.9%；乡村 1516.79 亿元，同比 15.1%。

图 3：全国及江苏社零总额比较



资料来源：招股说明书，统计局、国信证券经济研究所

图 4：江苏 13 市社零总额



资料来源：招股说明书，统计局、国信证券经济研究所

2010 年公司重点开发区域南通、盐城、泰州和连云港在江苏省 13 个省辖市中社会消费品零售总额排名分别为第 4、第 7、第 10 和第 12，社会消费品零售品总额 3001.9 亿元，占全省 22.27%。其中，公司立足之地—南通市地区社会消费品零售总额 1265.36 亿元，同比增长 18.4%。

公司作为当地零售业的领头羊，在伴随行业增长地同时，将充分分享区域经济发展带来的增长。此外，三、四线城市消费群的日益成熟，也为公司向周边扩张打开了广阔的空间。

主营业务：“购物中心+酒店+商住”综合型发展

公司主营百货、超市、电器销售专业店的连锁等业务，2010 年实现收入 55.9 亿元，同比增长 14.5%；净利润 3.5 亿元，同比增长 20.2%。

门店发展趋势

就发展区域来看，公司基本还是立足南通，主力扩张江苏，适当延伸上海。

图 5: 门店分布情况 A



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 6: 门店分布情况 B



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司现共有门店 32 家，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，主要分布在江苏省和上海市。其中，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。

表 7：公司各区域门店情况

	门店	所属法人	经营业态	地点	开业时间	经营面积 (平方米)	物业权属
1	大世界南大街店	母公司	百货、精品超市	南通市区	1996 年 1 月	47917	自有
2	大世界如皋店	如皋文峰	百货、精品超市	南通如皋市	1997 年 12 月	49434	自有
3	大世界海门店	海门文峰	百货、精品超市	南通海门市	1998 年 9 月	12154	租赁
4	大世界如东店	如东文峰	百货、精品超市	南通如东县	1999 年 9 月	24638	自有
5	大世界启东店	启东文峰	百货、精品超市	南通启东市	1999 年 12 月	12133	自有
6	麦客隆店	文峰麦客隆	综合超市	南通市区	2000 年 4 月	5300	租赁
7	大世界海安店	海安文峰	百货、精品超市	南通海安县	2000 年 9 月	13561	租赁
8	千家惠吉星店	南通文峰 千家惠	综合超市	南通市区	2000 年 12 月	6850	自有
9	千家惠泰州店	泰州文峰 千家惠	百货、综合超市	泰州市	2002 年 9 月	23343	租赁
10	大世界靖江店	靖江文峰	百货、精品超市	泰州靖江市	2009 年 11 月	27229	自有
11	文峰电器靖江店	泰州文峰电 器	电器销售	泰州靖江市	2009 年 11 月	4000	自有
12	文峰电器阜宁店	盐城文峰电 器	电器销售	盐城阜宁县	2003 年 1 月	1370	租赁
13	文峰电器吕四店	文峰电器	电器销售	南通启东市 吕四镇	2003 年 7 月	2875	租赁
14	文峰电器姜堰店	泰州文峰电 器	电器销售	泰州姜堰市	2003 年 9 月	1520	租赁
15	大世界沪东店	上海文峰购 物广场	百货、综合超市	上海市	2003 年 9 月	23191	租赁
16	文峰电器工农路店	文峰电器	电器销售	南通市区	2006 年 3 月	1700	租赁
17	大世界通州店	通州文峰	百货、精品超市	南通通州市	2007 年 2 月	24763	自有
18	文峰电器启东二店	文峰电器	电器销售	南通启东市	2006 年 10 月	2349	租赁
19	文峰电器建湖店	盐城文峰电 器	电器销售	盐城市建湖县	2006 年 12 月	2560	租赁
20	文峰电器人民路店	文峰电器	电器销售	南通市区	2008 年 12 月	7350	租赁

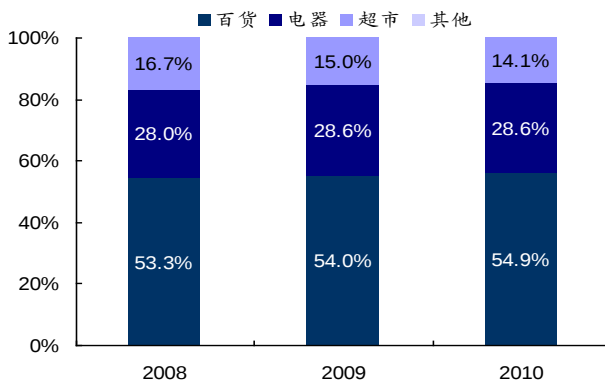
21	文峰电器南大街店	文峰电器	电器销售	南通市区	2009年6月	6200	自有
22	文峰电器如皋海阳路店	文峰电器	电器销售	南通如皋市	2009年6月	14299	租赁
23	文峰电器如皋中山路店	文峰电器	电器销售	南通如皋市	2010年8月	4000	自有
24	文峰电器海门店	文峰电器	电器销售	南通海门市	2009年6月	3400	租赁
25	文峰电器如东店	文峰电器	电器销售	南通如东市	2009年6月	4800	自有
26	文峰电器启东店	文峰电器	电器销售	南通启东市	2009年6月	1600	自有
27	文峰电器海安店	文峰电器	电器销售	南通海安市	2009年6月	2400	租赁
28	文峰电器通州店	文峰电器	电器销售	南通通州市	2009年6月	4300	自有
29	文峰电器泰州店	泰州文峰电器	电器销售	泰州市区	2009年6月	4200	租赁
30	文峰电器高港店	泰州文峰电器	电器销售	泰州市高港区	2009年6月	1600	租赁
31	文峰电器连云港店	连云港文峰电器	电器销售	连云港市区	2009年6月	2868	租赁
32	文峰电器沪东店	上海文峰电器	电器销售	上海市浦东新区	2009年6月	5700	租赁

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

主营业态发展

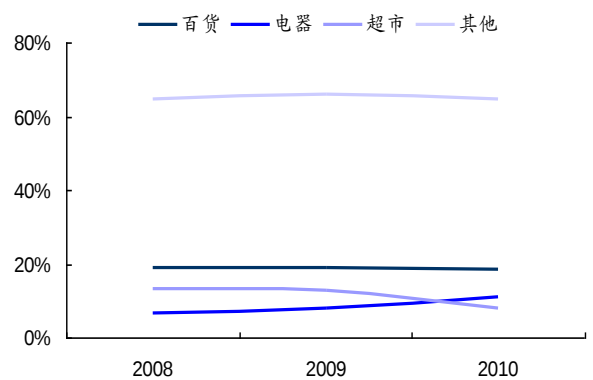
公司作为一个资深零售企业，各业态发展成熟，结构已基本趋于稳定，近三年百货、超市和电器销售占比都维持在 55%、15%和 29%左右。

图 7：公司主营业务收入占比



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 8：公司主营业务毛利情况



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司“百货+超市+电器”的购物中心模式相较传统单一零售模式，能更灵活调配销售结构。通过只对其中一个业态的折扣促销，就能带来整个购物中心的客流，提升了购物中心的投资回报。

此外，公司在开拓二三线城市时，部分地区的消费刚起步，购物中心+酒店/住宅/商铺租赁的模式也为公司在新地区发展吸引了更多客源，保障了 1 年内实现盈亏平衡的预期。

募投项目

募投项目概况

公司此次募集资金项目主要用于在大世界如东店、如皋店、启东店、海安店原址附近自建门店，新门店开业之前旧的门店不停止经营。公司所有新的项目均采用购物中心+配套商业物业+酒店或住宅的开发模式。

表 8: 募集资金投资项目

募投项目	投资金额	募投资金投入	建设期
1 扩建如东文峰门店项目	17,868	11,076	16 个月
2 扩建如皋文峰门店项目	26,742	20,273	16 个月
3 扩建启东文峰门店项目	30,491	20,291	20 个月
4 扩建海安文峰门店项目	25,063	25,063	16 个月
	100,164	76,703	

数据来源：招股说明书，国信证券经济研究所

扩建如东文峰门店项目

公司拟在现原如东店的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心，建成后经营面积增加至 36,798 平方米。

扩建如皋文峰门店项目

公司拟在原如皋店基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心，建成后经营面积增加至 68,454 平方米。扩建完成后，原如皋店所租赁的物业设立文峰电器如皋海阳路店。

扩建启东文峰门店项目

公司拟在现启东店（百货店）和启东二店（电器销售专业店）的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心，建成后经营面积增加至约 66,000 平方米。

扩建海安文峰门店项目

公司拟在现海安店和海安二店的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐于一体的综合购物中心，建成后经营面积约为 55,679 平方米。

财务分析

盈利能力

公司的综合销售毛利率略低于行业平均水平，主要是因为超市和电器业务拉低了百货业态的毛利率，而可比公司百货业态占比较大。

表 9: 行业可比公司毛利率

代码	公司	2008	2009	2010
600859	王府井	18.9	18.7	18.2
600729	重庆百货	15.8	15.9	14.9
002419	天虹商场	24.3	23.0	23.0
000501	鄂武商 A	21.1	20.2	19.9
000785	武汉中商	18.5	17.9	19.4
002277	友阿股份	20.9	19.4	18.7
600785	新华百货	17.3	18.7	19.3
	平均	19.5	19.1	19.1
601010	文峰股份	16.2	16.6	16.6

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

此外, 公司的净利率是高于行业平均, 盈利能力强劲, 我们认为购物中心+配套商业物业+酒店或住宅的开发模式使公司在销售部分物业后, 即收回部分投资, 而剩余部分物业则为公司提供了稳定现金收入。

表 10: 行业可比公司净利率

代码	公司	2008	2009	2010
600859	王府井	3.7	3.8	3.1
600729	重庆百货	2.6	2.2	2.5
002419	天虹商场	4.6	4.4	4.8
000501	鄂武商 A	4.1	4.0	3.6
000785	武汉中商	0.9	1.6	2.1
002277	友阿股份	5.4	5.5	6.2
600785	新华百货	4.3	6.6	6.0
	平均	3.6	4.0	4.2
601010	文峰股份	5.9	6.0	6.3

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

而净资产收益率上, 公司持续稳定的保持在 35%以上, 稳居行业领先水平, 高于同样自有物业占比较高的天虹商城。

表 11: 行业可比公司 ROE

代码	公司	2008	2009	2010
600859	王府井	13.4	15.7	11.8
600729	重庆百货	21.3	17.8	33.6
002419	天虹商场	50.8	44.8	23.0
000501	鄂武商 A	15.2	17.7	18.8
000785	武汉中商	7.2	9.0	10.6
002277	友阿股份	27.8	15.1	13.6
600785	新华百货	16.1	24.9	22.9
	平均	23.1	21.5	20.4
601010	文峰股份	38.2	35.7	37.3

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

公司远低于行业平均的期间费用率, 彰显着公司优秀的管理能力。

表 12: 行业可比公司期间费用率

代码	公司	2008	2009	2010
600859	王府井	12.5	13.2	12.5
600729	重庆百货	12.4	12.9	11.5
002419	天虹商场	18.1	16.9	16.4
000501	鄂武商 A	14.8	14.5	14.3
000785	武汉中商	16.5	15.2	16.0
002277	友阿股份	12.3	10.8	9.4
600785	新华百货	11.5	10.1	11.3
	平均	14.3	13.4	13.2
601010	文峰股份	7.9	8.0	7.9

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

偿债能力

公司的流动比率和速动比率都呈逐年下降状态, 主要是由于公司门店扩张较为迅速, 且基本为大型购物中心模式, 库存体量需求较高。随着未来新建购物中心逐渐成熟发展, 数据有望提升。此外, 公司资产负债率相对处于合理水平, 我们认为在募集资金到账后, 将有利于公司调整其负债率, 逐渐提升偿债能力。

表 13: 文峰股份偿债能力数据

	2008	2009	2010
流动比率	1.0	0.8	0.9
速动比率	0.8	0.6	0.7
资产负债率(%)	58.0	61.2	62.2
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.4	0.3	0.3

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

营运能力

随着公司经营逐年扩大, 应收账款周转效率有所提升, 而存货周转率也增长至 15 次, 优于其他综合类零售公司。

表 14: 文峰股份营运能力数据

	2008	2009	2010
存货周转率(次)	13.9	13.6	15.1
应收账款周转率(次)	122.1	183.1	319.8
流动资产周转率(次)	3.7	4.3	4.3
固定资产周转率(次)	14.8	9.2	6.9

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

盈利预测: 2011 年将是公司盈利高点

我们预测文峰股份 11-13 年每股盈利为 0.93、1.07 和 1.25 元, 结合比较国内同行业可比公司估值, 我们给予其 11 年 23~25 倍的 PE, 对应每股价值为 21.39~23.25 元。

表 15: 文峰股份盈利预测 百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
百货						
营业收入	2448.8	2633.6	3071.1	3846.9	4699.5	5484.4
		7.5%	16.6%	25.3%	22.2%	16.7%
营业成本	1982.7	2140.0	2508.1	3135.3	3853.6	4497.2
毛利	466.1	493.6	563.0	711.7	845.9	987.2
毛利率	19.0%	18.7%	18.3%	18.5%	18.0%	18.0%
电器						
营业收入	1286.1	1396.9	1596.1	2039.8	2466.0	2879.7
		8.6%	14.3%	27.8%	20.9%	16.8%
营业成本	1200.1	1286.0	1422.8	1795.0	2170.1	2534.1
毛利	86.0	111.0	173.3	244.8	295.9	345.6
毛利率	6.7%	7.9%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
超市						
营业收入	766.7	732.2	786.7	904.7	1040.4	1144.4
		-4.5%	7.4%	15.0%	15.0%	10.0%
营业成本	666.2	639.5	725.3	796.1	915.5	1007.1
毛利	100.6	92.7	61.4	108.6	124.8	137.3
毛利率	13.1%	12.7%	7.8%	12.0%	12.0%	12.0%
其它						
营业收入	9.4	9.7	12.4	16.1	20.1	22.1
		3.3%	27.3%	30.0%	25.0%	10.0%
营业成本	3.3	3.3	4.4	5.6	7.0	7.7
毛利	6.1	6.4	8.0	10.4	13.1	14.4
毛利率	64.7%	65.8%	64.7%	65.0%	65.0%	65.0%
合计						
营业收入	4511.1	4772.4	5466.2	6807.5	8226.0	9530.6
		5.8%	14.5%	24.5%	20.8%	15.9%
营业成本	3852.3	4068.8	4660.5	5732.0	6946.2	8046.2
毛利	658.8	703.7	805.6	1075.5	1279.7	1484.5
毛利率	14.6%	14.7%	14.7%	15.8%	15.6%	15.6%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司的合理价值为 23.25~28.31 元/股，考虑到近期市场情绪，给予新股 10%的折价，建议询价区间在 23~25 元之间。

核心判断的主要风险

1. 经济结构调整导致内销增长低于预期;
2. 在三四线城市的门店盈利周期延长。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	855	1227	1854	2614	营业收入	5590	6962	8413	9747
应收款项	134	181	230	267	营业成本	4664	5862	7104	8229
存货净额	307	400	504	585	营业税金及附加	56	70	84	97
其他流动资产	103	209	337	390	销售费用	289	348	421	487
流动资产合计	1449	2017	2925	3856	管理费用	140	156	187	215
固定资产	983	1131	1100	1038	财务费用	12	(34)	(50)	(72)
无形资产及其他	251	241	231	221	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	34	34	34	34	资产减值及公允价值变动	2	3	5	5
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2720	3426	4293	5152	营业利润	434	563	672	796
短期借款及交易性金融负债	3	3	3	3	营业外净收支	45	50	30	30
应付款项	798	959	1125	1305	利润总额	479	613	702	826
其他流动负债	888	1202	1535	1780	所得税费用	125	153	176	206
流动负债合计	1688	2164	2662	3088	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	353	458	525	618
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3					
负债合计	1691	2167	2665	3091					
少数股东权益	7	8	9	11					
股东权益	1022	1251	1618	2050					
负债和股东权益总计	2720	3426	4293	5152					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	353	458	525	618
资产减值准备	(8)	(0)	0	0
折旧摊销	52	108	121	127
公允价值变动损失	(2)	(3)	(5)	(5)
财务费用	12	(34)	(50)	(72)
营运资本变动	397	230	217	255
其它	8	1	1	1
经营活动现金流	800	794	859	995
资本开支	(142)	(242)	(75)	(50)
其它投资现金流	(50)	50	0	0
投资活动现金流	(193)	(192)	(75)	(50)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(200)	(229)	(157)	(185)
其它融资现金流	144	0	0	0
融资活动现金流	(256)	(229)	(157)	(185)
现金净变动	351	373	626	760
货币资金的期初余额	503	855	1227	1854
货币资金的期末余额	855	1227	1854	2614
企业自由现金流	632	490	726	870
权益自由现金流	776	515	763	925

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	021-60933156	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李扬之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	