

零售行业

文峰股份 (601010.SH)

公司新股报告 评级: 暂无评级 合理价值区间: 23.73-27.69 元

分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120109030554

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

专注于二、三线城市的购物中心领先者

■ 公司基本介绍:

公司主营百货店、综合超市、电器销售,截至目前公司拥有 10 家百货店、2 家综合超市和 20 家电器销售专业店,经营面积达到 34.96 万平方米。公司目前是南通市规模最大的零售企业,也是江苏省排名领先的零售企业之一。

公司目前业务主要分布在江苏省和上海市,32 家门店中有 30 家位于江苏省,其中南通市 21 家,另 9 家分布在盐城、泰州、连云港等地,此外还有 2 家门店位于上海市。公司拟通过其有效的门店复制能力,迅速占领江苏乃至长三角市场,未来的发展目标是成为国内连锁购物中心的领先者。

与国内同行相比,公司新店培育期短、门店坪效高且具有良好的内生增长能力。其主要竞争优势有:①定位于长三角的二、三线城市,外延拓展潜力巨大;②“百货+超市+电器专业店”的“组合业态”模式能为公司集聚了丰富的客流和人气;③背靠集团资源,进行经营模式的创新;④高比例的自有物业能够保证公司在未来经营过程中面临较少的租金上涨压力。我们认为,公司具备较强的门店复制能力,未来有望成为长三角零售市场的领跑者。

■ 专注于长三角地区二、三线城市的深根细作

公司目前 32 家门店中有 30 家位于南通、盐城、泰州、连云港等二、三线城市的核心商圈,我们认为,公司在南通市发达区县中已具不可撼动的市场地位:公司目前在南通市及周边区县拥有最多数量门店及最大经营面积,且几家主力门店均已占据各区县的优质商圈,将成为公司未来业绩能够持续释放的重要保证。①大世界南大街店,1996 年开业,经营面积 47917 平方米,坐落于南通市最繁华的南大街商圈中央位置。作为公司最大的旗舰店,南大街店无论是物业体量还是销售规模均居南通市首位,2010 年营业收入已超过 17 亿元,远远大于八佰伴、金鹰国际、亚萍国际等主要竞争对手。②其它如大世界如皋店、如东店、海安店、海门店、启东店等均在各自区域具备较强的竞争能力,市场份额稳居当地第一。

图表 1 公司在南通市的主要百货店

门店名称	南大街店	如皋店	海门店	如东店	启东店	海安店	通州店
经营面积	47917 m²	49434 m²	12154 m²	24638 m²	12133 m²	13561 m²	24763 m²
所属区域	南通市区	南通如皋市	南通海门市	南通如东县	南通启东市	南通海安县	南通通州市

资料来源:公司招股书,德邦研究

公司未来的扩张战略是在继续巩固南通地区市场份额的基础上,向南通周边乃至江苏辖内其它区域积极推进,并最终在中国长三角地区取得绝对领先优势地位。长三角是中国目前经济最具活力的区域,辖内县域经济比较发达,城镇居民可支配收入高于全国平均水平,社会消费品零售总额多年来稳居全国前列,具有发展现代零售业的基本先决条件。

我们认为,公司专注于拓展长三角区域内二、三线城市的的基本策略具有诸多竞争优势:①与国内主要优势零售企业相

请务必阅读正文后的免责条款部分

比,公司侧重于开拓二、三线城市零售市场,通过进入时间和空间上的错位选择,公司可以有效避免过多的同行竞争,并发挥先发竞争优势;②长三角地区的县域经济比较发达,全国主要百强县分别位于江苏和浙江境内,随着城镇化推进和城乡生活水平提高,居民对新的零售业态之需求不断升级,公司推行的购物中心式经营模式符合这种趋势和需求;③与同行相比,公司作为南通市最大的本土零售企业,十分了解区域内市场的消费习惯和购买偏好,具有丰富的网点开拓和门店布局之经验,此外公司 80%主力门店均开业于 03 年前,门店目前正处收获期,盈利情况十分稳定。

■ “组合业态”模式展示门店的整体协同作战能力

公司主要坚持“组合业态”的经营模式,即百货店+综合超市+电器专业店。在这三种业态中,百货店是公司的主力业态,超市和电器销售则是其有力补充。“组合业态”模式的优势在于:尽管从单一业态来看,公司的竞争优势(门店规模、盈利能力及品牌价值等)或许并不明显,但在与其他竞争对手相抗衡的过程中,公司利用这三种业态之间的相互协调、相互推进能够充分发挥其整体的竞争力,即以百货店的人气带动超市和电器的客流或以超市和电器的客流推进百货店的人气,业态之间的这种协同作战能够保证公司在坪效、单店销售及盈利能力等方面远远领先于其他竞争对手。

表 2 可见,公司门店培育期较短,通常 1-2 年左右,部分门店开业当年便即实现盈利,说明公司在新店开拓方面存在显著优势。表 3 显示,公司主力门店坪效指标相对较高,门店内生增长情况良好,2008-2010 公司百货门店主营业务收入之和之复合增长率为 11.64%,其中大世界南大街店、如皋店、如东店、通州店和沪东店 5 家门店近三年复合增长率超过 10%,说明公司“组合业态”模式在区域内具有较强的适应力,门店内生增长动力强劲。

图表 2 公司主要门店的培育时间

门店名称	南大街店	如皋店	海门店	如东店	启东店	海安店	通州店	泰州店	沪东店
开业时间	1996.01	1997.12	1998.09	1999.09	1999.12	2000.09	2007.02	2002.09	2003.09
盈利年份	1996 年	1998 年	1999 年	2001 年	2002 年	2002 年	2007 年	2003 年	2004 年

资料来源:公司招股书,德邦研究

图表 3 公司可比门店的增长情况

门店名称	南大街店	如皋店	海门店	如东店	启东店	海安店	通州店	泰州店	沪东店
单店坪效	3.27 万元	2.94 万元	2.21 万元	1.26 万元	2.22 万元	1.11 万元	0.95 万元	0.96 万元	2.14 万元
3 年 CAGR	11.77%	16.46%	7.76%	26.51%	5.82%	5.55%	13.79%	2.04%	22.46%

资料来源:公司招股书,德邦研究

■ 背靠股东资源,探索零售新的业态模式

公司大股东江苏文峰集团是江苏省知名企业,主营商业零售、星级酒店、汽车 4S 店及房地产开发等业务。公司通过与大股东间的深度合作,能够充分挖掘诸多优质而价廉的商业物业资源,从而保证公司主业拓展的持续性和主动性。公司近年着力于打造城市综合体(这种模式区别于万达模式),积极探索零售业态的新模式,即“购物中心+商业街+星级酒店+写字楼+其他娱乐休闲设施”的模式,有赖于股东资源的大力支持。我们认为这是公司竞争优势的一个方面。

城市综合体是多行业和多业态间的一种组合,涉及商业、地产、酒店、餐饮、娱乐等不同领域。随着国内区域经济发展及城镇化推进,二、三、四线城市居民对这种城市综合体模式的需求正趋加大。公司大力打造多个城市综合体项目既符合县域零售市场发展之基本趋势,也通常能够获得地方政府的政策优惠和支持(包括土地、融资等)。通过与大股东的深度合作,公司未来开发大型综合项目的空间和潜力将获得进一步提升。

我们认为,公司积极推进的城市综合体模式具备以下两点优势:①公司目前如东店和如皋店两个扩建项目已经成功开业,积累了丰富的项目开发经验,且在背靠股东资源的前提下,公司与地方政府进行密切合作,通常能够拿到十分价廉的土地资源,从而大大降低整个项目的开发成本(例如公司如东店扩建项目由于获得当地政府的大力支持,包括土建在内的开发成本仅 3000 多元/平方米,投资总额也不超过 2 个亿)。②“购物中心+商业街+星级酒店+写字楼+其他娱乐休闲设施”的模式能为公司增加新的盈利点,特别是通过配套商铺、酒店等物业租售,公司有望快速回收成本,

请务必阅读正文后的免责条款部分

减少项目的培育时间。公司拟通过把这种模式向南通周边城市进行快速复制，以扩大其在长三角地区的规模优势。

■ 自有物业比例达 62%，能够减缓租金上涨压力

截至 2010 年底，公司 32 家门店中有 13 家门店为自有物业，自有物业面积共计 21.79 万平方米，占比 62.32%；另有 19 家为租赁物业，租赁物业面积共计 13.17 万平方米，占比 37.68%。公司三种业态中，百货店主要采用自有物业模式，目前共有 6 家门店为自有物业，自有物业面积之占比为 72.04%；超市和电器销售均以采用租赁方式为主，10 年底租赁比例分别占比 43.62%和 68.52%。2011 年公司通过募集资金投资项目及其它项目的完成，预计自有物业面积总计有望接近 50 万平方米。

公司高比例的自有物业将成为其业绩能够充分释放的重要支撑。与国内几个主要连锁百货相比，公司自有物业之占比居于前列，也明显高于行业的平均水平。高比例的自有物业使得公司租赁费用方面存在明显的竞争优势。2008-2010 年公司门店租赁费分别为 4162 万元、4679 万元和 4738 万元，占当期销售费用比分别为 18.26%、18.67%和 16.40%，低于 20%左右行业平均水平；租赁费占收入比分别为 0.91%、0.96%和 0.85%，也低于 2%左右行业平均水平。与国内同行相比，公司面临租金上涨压力明显偏小，盈利释放空间较大。

图表 4 公司门店自有物业和租赁物业之比

业态	名称	开业时间	经营面积(m²)	自有物业(m²)	租赁物业(m²)	租赁占比(%)
百货店	大世界南大街店	1996-01	47,917	47,917	0	0%
	大世界如皋店	1997-12	49,434	49,434	0	0%
	大世界海门店	1998-09	12,154	0	12,154	100%
	大世界如东店	1999-09	24,638	24,638	0	0%
	大世界启东店	1999-12	12,133	12,133	0	0%
	大世界海安店	2000-09	13,561	0	13,561	100%
	千家惠泰州店	2002-09	23,343	0	23,343	100%
	大世界靖江店	2009-11	27,229	27,229	0	0%
	大世界沪东店	2003-09	23,191	0	23,191	100%
	大世界通州店	2007-02	24,763	24,763	0	0%
综合超市	麦客隆店	2000-04	5,300	0	5,300	100%
	千家惠吉星店	2000-12	6,850	6,850	0	0%
电器销售	文峰电器靖江店	2009-11	4,000	4,000	0	0%
	文峰电器阜宁店	2003-01	1,370	0	1,370	100%
	文峰电器吕四店	2003-07	2,875	0	2,875	100%
	文峰电器姜堰店	2003-09	1,520	0	1,520	100%
	文峰电器工农路店	2006-03	1,700	0	1,700	100%
	文峰电器启东二店	2006-10	2,349	0	2,349	100%
	文峰电器建湖店	2006-12	2,560	0	2,560	100%
	文峰电器人民路店	2008-12	7,350	0	7,350	100%
	文峰电器南大街店	2009-06	6,200	6,200	0	0%
	文峰电器如皋海阳路店	2009-06	14,299	0	14,299	100%
	文峰电器如皋中山路店	2010-08	4,000	4,000	0	0%
	文峰电器海门店	2009-06	3,400	0	3,400	100%
	文峰电器如东店	2009-06	4,800	4,800	0	0%
	文峰电器启东店	2009-06	1,600	1,600	0	0%
	文峰电器海安店	2009-06	2,400	0	2,400	100%
	文峰电器通州店	2009-06	4,300	4,300	0	0%
	文峰电器泰州店	2009-06	4,200	0	4,200	100%
	文峰电器高港店	2009-06	1,600	0	1,600	100%
	文峰电器连云港店	2009-06	2,868	0	2,868	100%
	文峰电器沪东店	2009-06	5,700	0	5,700	100%
合计			349,604	217,864	131,740	38%

资料来源：公司招股书，德邦研究

图表 5 百货类上市公司自有和租赁面积之比

公司名称	门店合计 (家)	经营面积 (万㎡)	自有门店 (家)	租赁门店 (家)	租赁占比	自有面积 (万㎡)	租赁面积 (万㎡)	租赁占比
天虹商场	40	99.31	1	39	97.50%	1.95	97.36	98.04%
广百股份	23	47.47	3	20	86.96%	10.88	36.59	77.08%
王府井	22	97.18	5	17	77.27%	30.57	66.60	68.54%
银座股份	46	106.20	8	38	82.61%	37.57	68.63	64.62%
友阿股份	7	19.04	3	4	57.14%	8.37	10.68	56.07%
成商集团	10	20.62	5	5	50.00%	15.33	5.29	25.68%
文峰股份	32	34.96	13	19	59.38%	21.79	13.17	37.68%

资料来源:德邦研究

■ 盈利预测及投资评级:

预计公司 2011~2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.897 元、1.088 元和 1.286 元 (其中扣除非经常性损益后分别为 0.791 元、0.981 元和 1.180 元)。考虑公司未来 5 年的成长性及盈利能力,我们认为公司的合理价值区间为 23.73-27.69 元/股。

公司三大报表及预测

单位:百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表								
营业收入	4,598	4,881	5,590	6,542	7,795	9,119	10,379	11,787
营业成本	3,854	4,071	4,664	5,454	6,493	7,589	8,629	9,790
税金及附加	41	46	56	65	78	91	104	118
营业费用	228	251	289	337	398	460	519	583
管理费用	123	132	140	158	179	201	218	236
财务费用	15	11	12	5	0	0	0	0
投资净收益	7	1	4	0	0	0	0	0
营业利润	349	366	434	522	647	778	909	1,060
营业外净收支	8	28	45	70	70	70	45	45
利润总额	357	394	479	592	717	848	954	1,105
所得税额	86	99	125	148	179	212	239	276
少数股东损益	2	1	1	1	2	2	2	3
归属于母公司净利润	269	293	353	442	536	634	713	826
EBITDA	404	427	511	595	725	861	998	1,153
摊薄后 EPS	0.546	0.594	0.716	0.897	1.088	1.286	1.448	1.676
资产负债表								
流动资产								
现金	569	503	855	3,269	3,678	4,137	4,573	5,128
应收帐款	36	17	18	23	26	31	34	40
预付款项	174	148	80	93	110	129	147	166
存货	288	309	307	364	433	506	575	653
非流动资产								
长期股权投资	1	1	3	3	3	3	3	3
固定资产	314	745	875	1,082	1,153	1,205	1,245	1,276
无形资产	200	199	251	243	235	227	219	211
资产合计								
流动资产	1,857	2,252	2,720	5,354	5,900	6,500	7,062	7,755
流动负债								
短期借款	1,074	1,374	1,688	1,987	2,346	2,734	3,082	3,512
应付帐款	5	3	3	0	0	0	0	0
非流动负债	391	457	512	621	727	849	943	1,090
非流动负债								
长期借款	3	3	3	3	3	3	3	3
负债合计	0	0	0	0	0	0	0	0
股本	1,077	1,377	1,691	1,990	2,349	2,737	3,085	3,515
资本公积	383	383	383	493	493	493	493	493
留存收益	33	33	33	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094
少数股东权益	359	452	606	769	955	1,164	1,375	1,636
归属母公司股东权益	6	6	7	9	10	12	15	17
负债和股东权益合计	774	868	1,022	3,356	3,542	3,751	3,962	4,223
现金流量表								
经营活动现金流								
投资活动现金流	450	548	659	744	873	998	1,052	1,234
筹资活动现金流	(178)	(414)	(72)	(214)	(114)	(114)	(114)	(114)
筹资活动现金流	(326)	(212)	(199)	1,884	(350)	(425)	(502)	(565)
现金净增加额	(55)	(78)	387	2,414	409	459	436	555
主要财务比率								
营业收入增长率	11.5%	6.1%	14.5%	17.0%	19.2%	17.0%	13.8%	13.6%
营业利润增长率	15.1%	4.8%	18.6%	20.2%	24.0%	20.2%	16.9%	16.5%
净利润增长率	23.4%	8.8%	20.4%	25.4%	21.2%	18.2%	12.5%	15.8%
销售毛利率	16.2%	16.6%	16.6%	16.6%	16.7%	16.8%	16.9%	16.9%
营业费用率	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
管理费用率	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
财务费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售净利率	5.9%	6.0%	6.3%	6.8%	6.9%	7.0%	6.9%	7.0%
ROE(%)	34.8%	33.7%	34.5%	13.2%	15.1%	16.9%	18.0%	19.6%
ROIC(%)	35.1%	32.1%	31.9%	11.7%	13.7%	15.5%	17.1%	18.7%

资产负债率	58.0%	61.2%	62.2%	37.2%	39.8%	42.1%	43.7%	45.3%
流动比率	1.05	0.83	0.86	1.99	1.91	1.85	1.82	1.79
速动比率	1.05	0.62	0.68	1.81	1.72	1.67	1.63	1.61
EPS	0.55	0.59	0.72	0.90	1.09	1.29	1.45	1.68
每股净资产	2.02	2.27	2.67	6.81	7.19	7.61	8.04	8.57
每股经营现金流	1.17	1.43	1.72	1.51	1.77	2.02	2.13	2.50
P/E	38.46	35.33	29.33	23.40	19.31	16.33	14.51	12.53
P/B	10.39	9.26	7.87	3.08	2.92	2.76	2.61	2.45
P/S	1.75	1.65	1.44	1.58	1.33	1.13	1.00	0.88

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。