

文峰股份(601010)

拥有较强自有物业开发能力的苏中零售龙头

研究员: 耿焜

执业证书编号: S0570510120045

电话: 025-83290907

E-mail: gengkun4055@126.com

地址: 南京市中山东路 90 号

发行基本资料

零售 II	
发行股数(万)	11,000.00
发行后总股本(万)	49,280.00
发行方式	采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式。
发行日期	2011-05-25
保荐机构	安信证券

发行前财务数据(2010)

每股收益(元)	0.92
每股净资产(元)	2.69
总资产(百万元)	2,719.92
资产负债率(%)	62.17
净资产收益率(%)	34.53
每股经营性现金流(元)	1.72

公司合理价格区间: 21.6-23.46

投资要点:

- 1、公司是江苏省领先的零售企业之一，主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务。公司在中国连锁经营协会公布的 2010 年连锁百强中排名第二十一位。截至 2010 年底，公司拥有 32 家门店，包括 10 家百货（购物中心）门店、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。此外，公司以“文峰超市”品牌开展以社区超市和便利店为主的加盟业务。截至 2010 年底，“文峰超市”品牌加盟门店约 682 家。
- 2、公司是南通市最大的零售企业，并积极向周边市场进行扩张。公司在南通市区、南通通州区、南通下辖 5 县市的主要商圈的核心地段均开设了文峰大世界门店，并在南通市区、启东等地的其他优质地段开设了单体综合超市和单体文峰电器门店。公司还积极向南通周边市场进行扩张。公司目前经营的 32 家门店中，有 11 家分别位于盐城、连云港、泰州以及上海等地。
- 3、公司具有较高的物业自有比率和较强的持续开发能力，使得公司能够在较大程度上减轻租金上涨带来的压力，同时在零售主业之外获取物业销售的收入。截至 2010 年底，公司经营面积总计约 35.95 万平方米，其中自有物业经营面积达到 22.77 万平方米，占比高达 63.35%。随着募投项目及储备门店的建设，公司自有物业经营面积有望得到进一步增加。
- 4、新门店的开设将成为公司外延扩张的另一个重要引擎。除了对现有优势门店进行扩建之外，公司还将继续开设一系列的新门店。截至目前，公司较为确定的储备门店为大世界宝应店、大世界连云港店和大世界南通二店。
- 5、我们预测公司 2011-2013 年营业总收入分别为 70.81 亿元、89.65 亿元和 106.83 亿元，同比增速分别为 26.7%、26.6%和 19.2%；归属母公司净利润分别为 4.60 亿元、5.69 亿元和 6.38 亿元，同比增速分别为 30.36%、23.68%和 12.22%；全面摊薄 EPS 分别为 0.93 元、1.15 元和 1.30 元。我们预计公司 2011 零售部分贡献 EPS0.82 元，物业销售贡献 0.11 元，分别给予其 25-27 倍和 10-12 倍动态 PE，对应的公司合理股价为 21.6-23.46 元。

主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	55.90	70.81	89.65	106.83
收入增长率(%)	14.53	26.67	26.60	19.17
净利润(百万)	352.78	459.90	568.79	638.29
净利润增长率(%)	20.44	30.36	23.68	12.22
EPS(元)(摊薄后)	0.72	0.93	1.15	1.30

目录

一、公司概况及本次发行情况	4
1、公司基本情况	4
2、本次发行情况	4
3、公司控股股东情况及股权结构发行前后变化	4
二、公司业务特点	5
1、百货、超市、电器销售：零售主业的三驾马车	5
2、称霸南通，进军周边	8
3、自有物业一箭双雕：自建减轻租金压力、出租销售增厚业绩	9
三、募投项目分析及公司业绩增长看点	10
1、募投项目：如皋、海安、启东店扩建项目的完成和业绩释放将巩固公司竞争优势	11
2、非募投项目储备门店：宝应、连云港和南通二店的新建将成为公司新的业绩增长点	11
四、盈利预测、估值区间及询价建议	11

图表目录

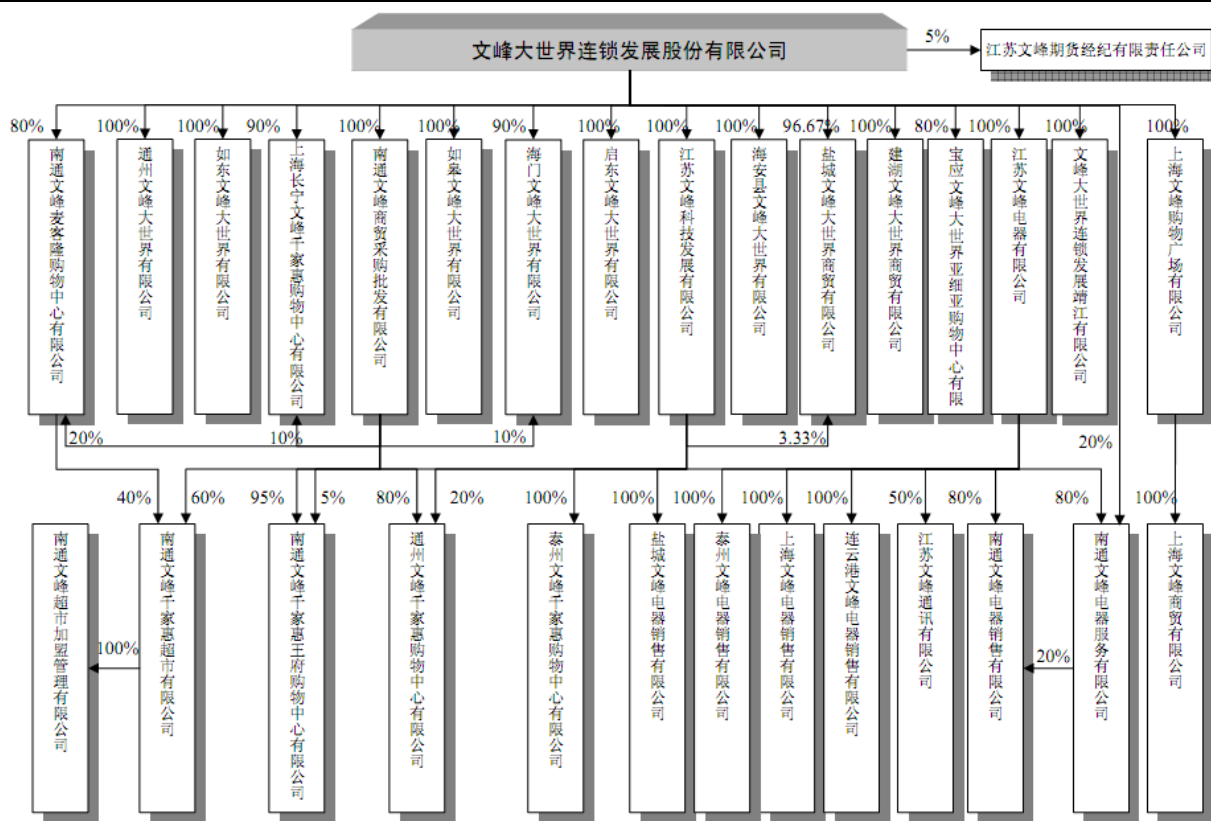
图 1 公司架构图.....	4
图 2 公司股权结构图.....	5
图 3 2008-2010 年主营收入构成（按业态分）	6
图 4 2008-2010 年主营毛利构成（按业态分）	6
图 5 公司南通市内门店分布.....	8
图 6 公司南通市外门店分布.....	8
图 7 2008-2010 年主营收入构成（按地区分）	9
图 8 2008-2010 年主营毛利构成（按地区分）	9
图 9 公司拥有自有物业将继续增加.....	10
 表 1 公司股权结构发行前后变化.....	 5
表 2 公司门店营收情况（2009-1010）	6
表 3 公司历年门店扩张情况.....	8
表 4 公司现有门店的自有物业具有较高的重估价值.....	9
表 5 IPO 募投项目表	11
表 6 盈利预测关键假设.....	12
表 7 可比 A 股上市公司估值情况.....	15

一、公司概况及本次发行情况

1、公司基本情况

公司全名为“文峰大世界连锁发展股份有限公司”，公司是南通市最大的零售企业，也是江苏省领先的零售企业之一，主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务，公司在中国连锁经营协会公布的 2010 年连锁百强中排名第二十一位。截至目前，公司拥有 32 家门店，包括 10 家百货（购物中心）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。此外，公司以“文峰超市”品牌开展以社区超市和便利店为主的加盟业务。截至 2010 年 12 月 31 日，“文峰超市”品牌加盟门店约 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。

图 1 公司架构图



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

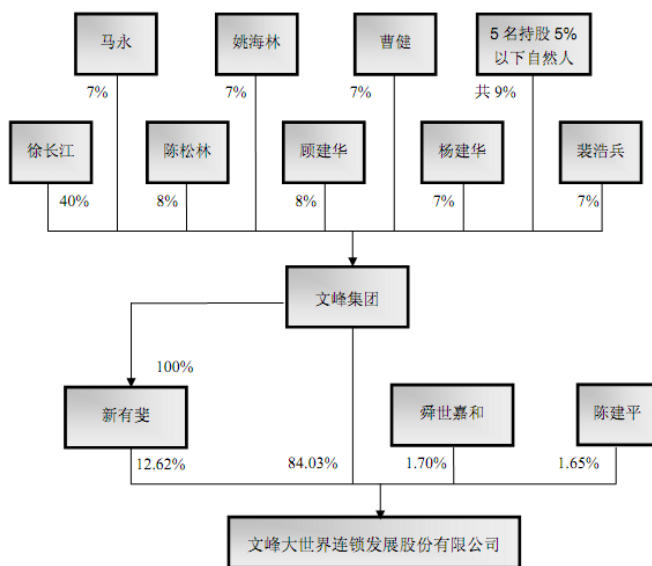
2、本次发行情况

本次发行前公司总股本为 38,280 万股，拟发行 11,000 万股，发行后总股本为 49,280 万股，本次发行股数占发行后总股本的比例为 22.32%。

3、公司控股股东情况及股权结构发行前后变化

公司控股股东为文峰集团，发行前直接持有本公司 84.03%的股权，并通过其全资子公司新有斐间接持有本公司 12.62%的股权，合计持有公司 96.6562%的股权。公司实际控制人为徐长江，其持有文峰集团 40%的股权，为文峰集团的单一最大股东，处于相对控股地位；文峰集团其他股东无一致行动关系；此外，徐长江一直担任本公司董事长，在公司发展战略决策中处于核心地位。

图 2 公司股权结构图



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

表 1 公司股权结构发行前后变化

序号	股东名称	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	650.00	1.70	650.00	1.32
4	陈建平	630.00	1.65	630.00	1.28
5	社会公众股	0.00	0.00	11,000.00	22.32
合 计		38,280.00	100.00	49,280.00	100.00

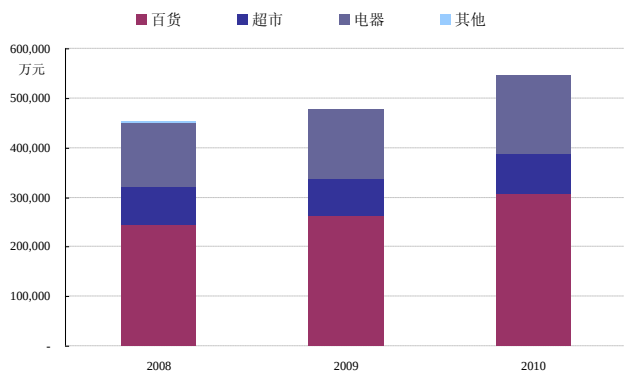
资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

二、公司业务特点

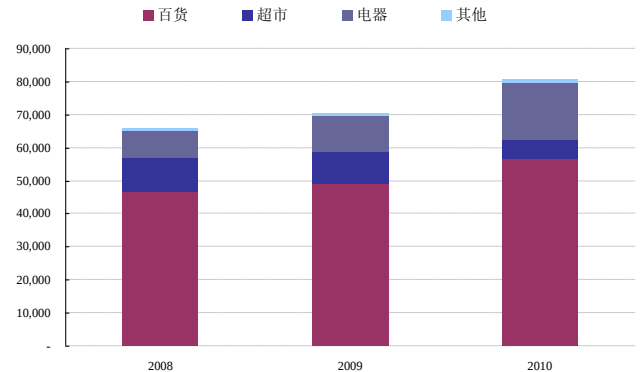
1、百货、超市、电器销售：零售主业的三驾马车

公司主要从事百货、超市、电器销售的连锁经营业务，其中百货为主要的营收和毛利来源，营收占比达到了 50%以上，毛利占比则达到了 70%左右。从经营模式来看，公司的百货业态主要以联销模式进行经营，联销营收占比已逾 80%，而超市和电器销售业态则主要以经销模式进行经营，其经销营收占比分别为 60%和 80%左右。

从业态组合设置来看，公司门店主要分为购物中心（百货、超市、电器销售组合）、单体综合超市和单体电器店三种。截至目前，公司共有 32 家门店，其中购物中心业态为 10 家（含电器店中店 10 家），单体超市 2 家，单体电器店 10 家。在现有 10 家购物中心中，除了泰州门店为“千家惠”品牌之外，其余 9 家均为“文峰大世界”门店。“百货+精品超市+电器销售”为购物中心最主要的业态组合，其中百货营收占比约 65%，电器销售占比近 25%，超市贡献营收约 10%。公司的两家单体综合超市分别为美客隆店和千家惠吉星店，均在南通市区，2010 年坪效分别达到 1.8 万元/平方米和 1.3 万元/平方米。公司的电器销售门店统一以“文峰电器”品牌运营，分为购物中心店中店和单体电器店两种，2010 年两类电器店销售收入分别达到 11.5 亿和 4.4 亿。

图 3 2008-2010 年主营收入构成（按业态分）


资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

图 4 2008-2010 年主营毛利构成（按业态分）


资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

表 2 公司门店营收情况（2009-2010）

序号	店名	指标	2009A	2010A
1	大世界如东店 文峰电器如东店	营业收入（万元）	29,637.30	37,142.45
		经营面积（平方米）		29,438.00
		坪效（万元/平方米）		1.26
2	大世界如皋店 文峰电器如皋中山路店	营业收入（万元）	28,196.03	36,014.82
		经营面积（平方米）	14,299.00	53,434.00
		坪效（万元/平方米）	1.97	
3	大世界启东店 文峰电器启东店	营业收入（万元）	28,731.94	30,423.95
		经营面积（平方米）	13,733.00	13,733.00
		坪效（万元/平方米）	2.09	2.22
4	大世界海安店 文峰电器海安店	营业收入（万元）	16,857.09	17,765.51
		经营面积（平方米）	15,961.00	15,961.00
		坪效（万元/平方米）	1.06	1.11
5	大世界南大街店 文峰电器南大街店	营业收入（万元）	148,133.79	177,010.70
		经营面积（平方米）	54,117.00	54,117.00
		坪效（万元/平方米）	2.74	3.27
6	千家惠泰州店 文峰电器泰州店	营业收入（万元）	24,305.78	26,370.93
		经营面积（平方米）	27,543.00	27,543.00
		坪效（万元/平方米）	0.88	0.96
7	大世界靖江店 文峰电器靖江店	营业收入（万元）	1,502.50	11,902.08
		经营面积（平方米）		31,229.00
		坪效（万元/平方米）		0.38
8	大世界沪东店 文峰电器沪东店	营业收入（万元）	57,740.92	61,896.89
		经营面积（平方米）	28,891.00	28,891.00
		坪效（万元/平方米）	2.00	2.14

9	大世界通州店 文峰电器通州店	营业收入（万元）	21,641.19	27,468.52
		经营面积（平方米）	29,063.00	29,063.00
		坪效（万元/平方米）	0.74	0.95
10	大世界海门店 文峰电器海门店	营业收入（万元）	30,649.19	34,357.97
		经营面积（平方米）	15,554.00	15,554.00
		坪效（万元/平方米）	1.97	2.21
11	大世界盐城店（2010 关闭） 文峰电器盐城店	营业收入（万元）	16,222.18	7,958.78
“店中店”电器销售合计		营业收入（万元）	103,014.67	115,487.67
购物中心合计		营业收入（万元）	403,617.91	468,312.60
1	麦客隆店	营业收入（万元）	9,951.29	9,514.22
		经营面积（平方米）	5,300.00	5,300.00
		坪效（万元/平方米）	1.88	1.80
2	千家惠吉星店	营业收入（万元）	7,508.97	9,131.79
		经营面积（平方米）	6,850.00	6,850.00
		坪效（万元/平方米）	1.10	1.33
千家惠通州店（2009 年关闭）		营业收入（万元）	1,902.74	
单体超市销售合计		营业收入（万元）	19,363.00	18,646.01
1	文峰电器如皋海阳路店 （2010 底开业）	营业收入（万元）		
		经营面积（平方米）		
		坪效（万元/平方米）		
2	文峰电器启东二店	营业收入（万元）	1,747.23	1,655.35
		经营面积（平方米）	2,349.00	2,349.00
		坪效（万元/平方米）	0.74	0.70
3	文峰电器吕四店	营业收入（万元）	1,842.60	2,165.18
		经营面积（平方米）	2,875.00	2,875.00
		坪效（万元/平方米）	0.64	0.75
4	文峰电器工农路店	营业收入（万元）	2,103.39	2,489.46
		经营面积（平方米）	1,700.00	1,700.00
		坪效（万元/平方米）	1.24	1.46
5	文峰电器阜宁店	营业收入（万元）	1,579.67	1,966.95
		经营面积（平方米）	1,370.00	1,370.00
		坪效（万元/平方米）	1.15	1.44
6	文峰电器建湖店	营业收入（万元）	2,129.35	2,227.71
		经营面积（平方米）	2,560.00	2,560.00
		坪效（万元/平方米）	0.83	0.87
7	文峰电器人民路店	营业收入（万元）	20,878.78	25,659.14
		经营面积（平方米）	7,350.00	7,350.00
		坪效（万元/平方米）	2.84	3.49
8	文峰电器高港店	营业收入（万元）	761.18	1,799.94
		经营面积（平方米）	1,600.00	1,600.00
		坪效（万元/平方米）	0.48	1.12
9	文峰电器姜堰店	营业收入（万元）	1,646.43	2,201.94
		经营面积（平方米）	1,520.00	1,520.00
		坪效（万元/平方米）	1.08	1.45

10	文峰电器连云港店	营业收入（万元）	2,940.33	3,951.69
		经营面积（平方米）	2,868.00	2,868.00
		坪效（万元/平方米）	1.03	1.38
11	文峰电器平潮店（2009 关闭）	营业收入（万元）	554.08	
12	文峰电器白蒲店（2009 关闭）	营业收入（万元）	242.03	
13	文峰电器涟水店（2009 关闭）	营业收入（万元）	77.98	
14	文峰电器海门二店（2009 关闭）	营业收入（万元）	176.43	
	单体电器销售合计	营业收入（万元）	36,679.48	44,117.36

资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

2、称霸南通，进军周边

1996 年，公司在南通开出第一家门店——文峰大世界南大街店。南通是公司扩张的大本营和首要市场。南通市位于苏中地区，与苏州和上海隔长江相望，是长三角地区重要的经济体之一。随着崇启大桥、苏通大桥等过江通道的建设和建成，南通已成为连接苏北、苏南以及上海的重要枢纽。近几年，南通经济发展速度持续超越江苏省平均水平，已日趋成为省内江北地区的主要经济重心之一。

经过 10 余年的发展，公司目前是南通市最大的零售企业，在南通地区的市场占有率达到 30% 左右（2006 年数据）。公司在南通市区、南通通州区、南通下辖 5 县市（如东、如皋、启东、海门及海安）的主要商圈均开设了文峰大世界（含文峰电器）门店，并在南通市区、启东等地的其他优质地段开设了单体综合超市和单体文峰电器门店。由于介入时间较早，公司在南通市区及下辖各地的核心商圈均占据了相对最为优质的地段，这为公司门店在持续的市场竞争中赢得了关键的区位优势；与此同时，公司也能够根据南通城市地域和商业环境的发展，在已有或新兴商圈及时规划扩建或新建门店，以保持自身的竞争优势。

图 5 公司南通市内门店分布



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

图 6 公司南通市外门店分布



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

公司于 2001 年进入盐城，开始进军南通周边市场。2010 年，公司在南通以外地区营收占比达到 27% 左右。公司目前经营的 32 家门店中，有 11 家分别位于盐城、连云港、泰州以及上海等地，其中包括 3 家购物中心（位于上海浦东、泰州市区及泰州靖江）和 5 家单体文峰电器店（位于盐城阜宁、盐城建湖、泰州姜堰、泰州高港以及连云港）。

表 3 公司历年门店扩张情况

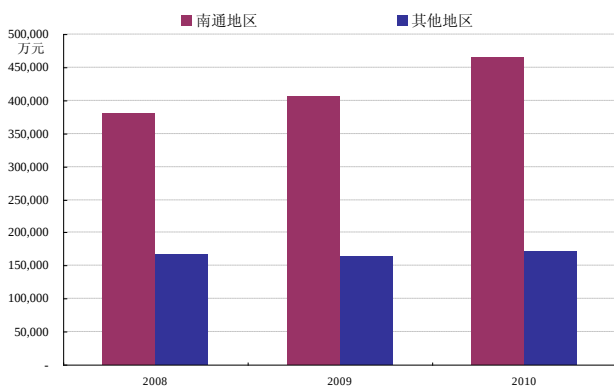
地点	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	合计
净增	2	2	2	4	4	2	3	5	1	2	2	1	2	1	-1	32
南通市区	南大街店*				麦客隆						电器工农路店		电器人民路店			6
通州							千家惠通州店					通州店* 电器平潮店	千家惠通州店	电器平潮店		2
如皋		如皋店*												电器白蒲店	电器海阳路店	3

海门	海门店*	电器 海门二店	电器 海门二店	2
如东	如东店*			2
启东	启东店*	电器吕四店	电器 启东二店	4
海安	海安店*			2
盐城	盐城店*	电器阜宁店	电器建湖店	2
泰州	泰州店*	电器姜堰店	靖江店* 电器高港店	6
连云港			电器 连云港店	1
上海	沪东店*	长宁 千家惠店	电器 黄兴店	2
昆山		电器 昆山店	电器 昆山店	0
涟水			电器涟水店	0

注：1、假设 2006 年之前没有关闭门店；2、*表示为购物中心门店，含电器店；3、红色字体表示该门店在当年关闭；4、文峰电器白蒲店于 2009 上半年开业，于当年下半年关闭；5、大世界如皋店于 2010 年 11 月迁址，原店址开设文峰电器海阳路店；6、大世界如东店 2009 年 5 月迁址；7、假设公司从 1996 年便在购物中心中设置电器店中店

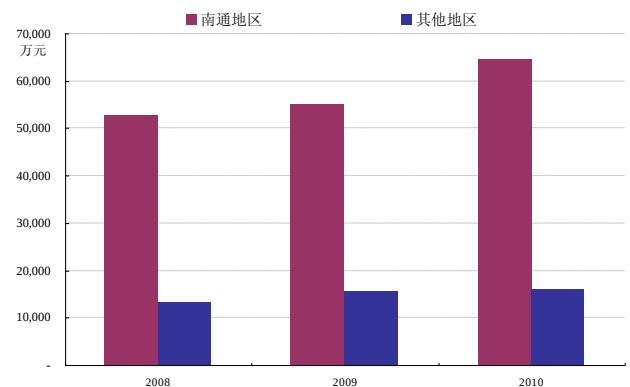
资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

图 7 2008-2010 年主营收入构成（按地区分）



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

图 8 2008-2010 年主营毛利构成（按地区分）



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

3、自有物业一箭双雕：自建减轻租金压力、出租销售增厚业绩

不同于其他众多主要依靠租赁物业实行“轻资产”运营的零售企业，拥有较高占比自有物业是公司业务的重要特点之一。除了公司第一家门店大世界南大街门店为自有物业之外，在 2007 年之前，公司所开设的门店大多均为租赁物业。从 2007 年大世界通州店开始，公司逐步扩大自有物业面积。截至 2010 年底，公司经营面积总计约 35.95 万平方米，其中自有物业经营面积达到 22.77 万平方米，占比高达 63.35%。由于建造或取得成本较低，与账面价值相比，公司的这些自有物业具有较高的重估价值。

公司现有主力门店，包括大世界南大街店、大世界通州店、大世界靖江店以及大世界如东店等，均为自有物业。随着门店扩建项目（含募投项目）和上海千家惠股权收购的等一系列项目的实施，公司现有大世界海安店、大世界如皋店和大世界沪东店等门店将由租赁转为自有物业经营，而大世界启东店、大世界南大街店等门店的自有物业面积亦将增加。

表 4 公司现有门店的自有物业具有较高的重估价值

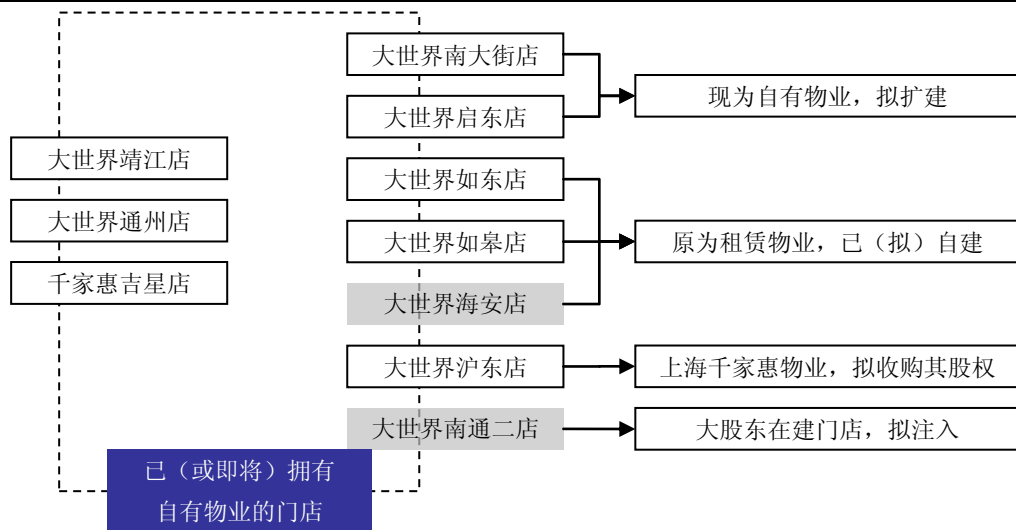
店名	开业时间	经营面积 (平方米)	物业权属	附近物业现价 (元/平方米)	重估价值 (亿元)	账面价值 (亿元)
大世界如东店	1999 年 9 月（租赁）	29,438.00	自有	11,000.00	3.24	1.80
文峰电器如东店	2009 年 5 月迁入现址					
大世界如皋店	1997 年 12 月（租赁）	53,434.00	自有	10,000.00	5.34	2.15
文峰电器如皋中山路店	2010 年 11 月迁入现址					
大世界启东店	1999 年 12 月	13,733.00（目前）	自有	12,000.00	1.65	0.45
文峰电器启东店		66,000.00（竣工）				

大世界海安店	2000 年 9 月	15,961.00 (租赁)	租赁/自建	8,000.00	0.00	0.00
文峰电器海安店		55,679.00 (自建)				
大世界南大街店	1996 年 1 月	54,117.00	自有	30,000.00	16.24	1.50
文峰电器南大街店						
大世界通州店	2007 年 2 月	29,063.00	自有	13,000.00	3.78	1.10
文峰电器通州店						
大世界靖江店	2009 年 11 月	31,229.00	自有	10,000.00	3.12	2.10
文峰电器靖江店						
大世界沪东店	2003 年 9 月	28,891.00	租赁	30,000.00	0.00	0.00
文峰电器沪东店						
千家惠吉星店	2000 年 12 月	6,850.00	自有	10,000.00	0.69	0.20
合计					34.05	9.30

注：1、仅考虑各门店经营面积，不包括可售配套物业等面积；2、启东店重估价值以目前经营面积计算，非扩建后经营面积；3、海安门店现为租赁物业；4、沪东店现为租赁物业，公司将收购出租方，此处不考虑；5、如东门店、如皋门店物业账面价值为门店建设所投入的固定资产投资额（含土地使用权成本）减去应计提的折旧（摊销）额；靖江门店为2009年物业收购价格减去应计提的折旧（摊销）额；合计账面价值根据公司2010年12月31日固定资产净值与土地所有权净值之和减去海安扩建门店以及启东扩建门店的土地使用权（扣除已计提摊销）所得的结果进行估计；其余门店物业账面价值根据使用年限和平均建设成本等假设条件进行预计。

资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

图 9 公司拥有自有物业将继续增加



资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

与租赁物业相比，自建物业可以为公司减轻租金压力。虽然自建物业将在一定时期内增加公司折旧和摊销支出，但是面对租金的上涨趋势，包括单位面积租金大幅上涨、租金收取模式由固定租金向利润分成转变等，长远来看自建物业将减轻公司的租金压力，从而为公司奠定长期的成本优势。与此同时，通过出租或销售自用物业之外的配套物业还可以为公司增厚业绩。包括大世界如皋店、大世界海安店等在内的门店扩建和新建项目将建成数万平方米的可租售物业面积，如果将可售面积均成功销售，那么将为公司业绩带来可观的收益。

三、募投项目分析及公司业绩增长看点

借助本次发行，公司计划募集 76,713 万元，投资于大世界如东门店、大世界如皋门店、大世界启东门店和大世界海安门店的扩建项目。

表 5 IPO 募投项目表

单位：万元

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		

注：扩建如东文峰、如皋文峰、启东文峰门店项目的土地使用权取得费用共计 23,461 万元不包括于本次拟以募集资金投资范围内。

资料来源：招股说明书 华泰证券研究所

1、募投项目：如皋、海安、启东店扩建项目的完成和业绩释放将巩固公司竞争优势

在公司四个募投项目中，如东门店扩建项目已竣工并于 2009 年 5 月试营业，业绩已逐步释放。随着扩建项目的实施和完成，另外三个门店也将于近 1-2 年内开始逐步贡献新增业绩，公司在这四个地区的竞争优势将得到巩固，公司业绩也将有望得到较大提升。其中，如皋门店扩建项目于 2010 年 11 月试营业，经营面积由原来海阳路店址的 14,299 平方米，扩张至现在的 53,434 平方米。海安门店将于 2011 年 9 月竣工，届时该门店将由现在租赁的店址（15,961 平方米）搬迁至自建门店（55,679 平方米）。公司启东门店的扩建项目分为 2 期：一期期间原门店（13,733 平方米）继续经营，公司将在其附近新建一期项目；待一期项目完成后（预计将于 2011 年 9 月竣工），现有大世界启东店和文峰电器启东二店将搬入一期项目，此后现大世界启东店址将关闭并拆建二期项目。2 期项目全部完成后，启东门店将拥有经营面积共 66,000 平方米。

与此同时，募投项目亦将建成逾万平方米的可售商业配套物业。其中，如皋门店扩建项目将建成约 6,600 平方米的配套物业（2010 年已确认销售逾 2/3）和约 8,562 平方米的酒店物业（已于 2011 年 4 月完成销售，实现销售收入 5,424 万元）；海安门店扩建项目将建成约 4,600 平方米配套物业。

2、非募投项目储备门店：宝应、连云港和南通二店的新建将成为公司新的业绩增长点

除了募投项目之外，公司截至目前较为确定的储备项目包括大世界宝应店、大世界连云港店和大世界南通二店。其中，大世界宝应店租赁面积为 9,809.51 平方米，现装修已基本结束，预计将于 2011 年 5 月开业。公司拟在连云港开设文峰大世界门店，租赁面积预计为 22,000 平方米，预计于 2011 年第 3 季度开业。

大世界南通二店目前由公司控股股东文峰集团与外部投资方合资开发，其中文峰集团控股 51%。在公司上市后文峰集团有可能将其所持有的南通二店的 51%股权转让给公司。大世界南通二店为自建物业门店，已于 2010 年底开工，预计将于 2012 年下半年开业。建成之后，南通二店将拥有 4.5 万平方米的自用经营面积，此外还将拥有 4 万平方米的待售配套物业（以及 4 万平方米的办公物业和 6.8 万平方米的住宅物业），预计将于 2011 年第 3 季度进行预售。

四、盈利预测、估值区间及询价建议

由此我们对公司 2011-2013 年业绩进行预测，关键假设如下：

（1）如皋门店零售营业收入预测：大世界如皋店扩建项目于 2010 年 11 月开始试营业，2010 年全年营业收入即同比增长 27.7%。我们预计 2011 年其坪效为 1.2 万元/平方米。大世界如皋店原店址继续租赁开设为文峰电器如皋海阳路店，我们预计其 2011 年坪效达到 1.5 万元/平方米。

（2）启东门店零售营业收入预测：预计大世界启东店扩建项目一期将于 2011 年 9 月竣工并开始试营业，其后现大世界启东店和文峰电器启东二店将搬入一期，我们假设一期项目为 33,000 平方米。由于一期项目在现门店附近，我们认为搬迁对门店人气的负面影响相对较小，预计其坪效能保持去年水平。扩建项目二期预计将于 2013 年第一季度竣工，届时大世界启东新店将拥有共计 66,000 平方米的经营面积。

(3) 海安门店零售营业收入预测：海安门店扩建项目预计将于 2011 年 9 月竣工，届时大世界海安店将由现在租赁的店址（15,961 平方米）搬迁至自建门店（55,679 平方米），由于现门店坪效并不高，我们预计搬入新店前后其坪效将保持平稳增长。

(4) 南大街门店零售营业收入预测：大世界南大街店是公司最核心的门店，其营收达到公司零售业务总收入近 30%。公司规划于 2011 年对其进行扩建，增加约 10,000 平方米经营面积。我们预计该扩建工程将于 2011 年 9 月竣工并对外营业。与此同时，我们预计该门店 2011 年坪效将保持平稳增长。

(5) 商业配套物业销售收入和毛利率预测：如皋门店和海安门店的扩建项目将分别建成 6,600 和 4,600 平方米的可售商业配套物业，前者已在 2010 年预售逾 2/3，我们预计 2011 年将完成剩余 1/3 的销售确认。南通二店将建成 4 万平方米的待售配套物业（以及 4 万平方米的办公物业和 6.8 万平方米的住宅物业），谨慎预计文峰集团仅将所持南通二店购物中心和商业配套物业相关资产（或股权）于 2011 年注入公司。我们假设南通二店配套物业将在 2011-2013 年以 20：50：30 的比例分别完成销售确认。我们假设公司上述几处物业销售的毛利率均为 58%。

表 6 盈利预测关键假设

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
零售主营收入（万元）	477,243.52	546,617.37	669,280.61	852,068.34	1,032,661.45
零售主营收入：同比增长	5.79%	14.54%	22.44%	27.31%	21.19%
其中：门店营收（万元）	459,660.39	531,075.97	651,408.00	831,514.84	1,009,024.92
批发等营收（万元）	17,583.13	15,541.40	17,872.61	20,553.50	23,636.53
零售主营毛利率	14.74%	14.74%	14.70%	14.70%	14.70%
零售主营成本（万元）	406,876.33	466,052.84	570,896.36	726,814.30	880,860.22
零售其他业务收入（万元）	10,837.38	12,400.66	14,260.76	16,399.87	18,859.85
零售其他业务成本（万元）	189.09	393.51	452.53	520.42	598.48
零售业务收入（万元）	488,080.90	559,018.03	683,541.37	868,468.21	1,051,521.30
零售业务成本（万元）	407,065.42	466,446.35	571,348.89	727,334.72	881,458.70
商铺、酒店、公寓等销售收入			24,544.00	28,000.00	16,800.00
商铺、酒店、公寓等出售面积（平方米）			14,600.00	20,000.00	12,000.00
商铺、酒店、公寓等销售成本			10,308.48	11,760.00	7,056.00
营业总收入	488,080.90	559,018.03	708,085.37	896,468.21	1,068,321.30
营业总成本	407,065.42	466,446.35	581,657.37	739,094.72	888,514.70
综合毛利率	16.60%	16.56%	17.85%	17.55%	16.83%
销售费用率	5.13%	5.17%	5.20%	5.20%	5.20%
管理费用率	2.70%	2.51%	2.63%	2.61%	2.56%

序号	店名	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
1	大世界如东店 文峰电器如东店	营业收入（万元）	29,637.30	37,142.45	44,570.94	51,256.58	53,819.41
		经营面积（平方米）		29,438.00	29,438.00	29,438.00	29,438.00
		坪效（万元/平方米）		1.26	1.51	1.74	1.83
		坪效：同比增长			20.00%	15.00%	5.00%
2	大世界如皋店 文峰电器如皋 中山路店	营业收入（万元）	28,196.03	36,014.82	64,120.80	67,326.84	70,693.18
		经营面积（平方米）	14,299.00		53,434.00	53,434.00	53,434.00
		坪效（万元/平方米）	1.97		1.20	1.26	1.32
		坪效：同比增长	6.19%			5.00%	5.00%
3	大世界启东店 文峰电器启东店	营业收入（万元）	28,731.94	30,423.95	41,094.93	78,956.50	165,808.64

		经营面积（平方米）	13,733.00	13,733.00	13733/33000	33000.00	66,000.00
		坪效（万元/平方米）	2.09	2.22	2.22	2.39	2.51
		坪效：同比增长	5.75%	5.89%	0.00%	8.00%	5.00%
4	大世界海安店 文峰电器海安店	营业收入（万元）	16,857.09	17,765.51	30,258.49	68,326.25	71,742.57
		经营面积（平方米）	15,961.00	15,961.00	15961/55679	55,679.00	55,679.00
		坪效（万元/平方米）	1.06	1.11	1.17	1.23	1.29
		坪效：同比增长	5.72%	5.39%	5.00%	5.00%	5.00%
5	大世界南大街店 文峰电器南大街店	营业收入（万元）	148,133.79	177,010.70	194,447.32	231,215.85	242,776.64
		经营面积（平方米）	54,117.00	54,117.00	54117/64117	64,117.00	64,117.00
		坪效（万元/平方米）	2.74	3.27	3.43	3.61	3.79
		坪效：同比增长	4.55%	19.49%	5.00%	5.00%	5.00%
6	千家惠泰州店 文峰电器泰州店	营业收入（万元）	24,305.78	26,370.93	29,008.02	31,328.66	32,895.10
		经营面积（平方米）	27,543.00	27,543.00	27,543.00	27,543.00	27,543.00
		坪效（万元/平方米）	0.88	0.96	1.05	1.14	1.19
		坪效：同比增长	-4.03%	8.50%	10.00%	8.00%	5.00%
7	大世界靖江店 文峰电器靖江店	营业收入（万元）	1,502.50	11,902.08	17,853.12	24,994.37	32,492.68
		经营面积（平方米）		31,229.00	31,229.00	31,229.00	31,229.00
		坪效（万元/平方米）		0.38	0.57	0.80	1.04
		坪效：同比增长			50.00%	40.00%	30.00%
8	大世界沪东店 文峰电器沪东店	营业收入（万元）	57,740.92	61,896.89	64,991.73	68,241.32	71,653.39
		经营面积（平方米）	28,891.00	28,891.00	28,891.00	28,891.00	28,891.00
		坪效（万元/平方米）	2.00	2.14	2.25	2.36	2.48
		坪效：同比增长	39.89%	7.20%	5.00%	5.00%	5.00%
9	大世界通州店 文峰电器通州店	营业收入（万元）	21,641.19	27,468.52	30,764.74	33,841.22	36,548.51
		经营面积（平方米）	29,063.00	29,063.00	29,063.00	29,063.00	29,063.00
		坪效（万元/平方米）	0.74	0.95	1.06	1.16	1.26
		坪效：同比增长		26.93%	12.00%	10.00%	8.00%
10	大世界海门店 文峰电器海门店	营业收入（万元）	30,649.19	34,357.97	36,075.87	37,879.66	39,773.65
		经营面积（平方米）	15,554.00	15,554.00	15,554.00	15,554.00	15,554.00
		坪效（万元/平方米）	1.97	2.21	2.32	2.44	2.56
		坪效：同比增长	3.59%	12.10%	5.00%	5.00%	5.00%
11	大世界宝应店	营业收入（万元）			5,885.71	11,477.13	13,198.70
		经营面积（平方米）			9,809.51	9,809.51	9,809.51
		坪效（万元/平方米）			0.90	1.17	1.35
		坪效：同比增长				30.00%	15.00%
12	大世界连云港店	营业收入（万元）			4,950.00	25,740.00	29,601.00
		经营面积（平方米）			22,000.00	22,000.00	22,000.00
		坪效（万元/平方米）			0.90	1.17	1.35
		坪效：同比增长				30.00%	15.00%
13	南通二店	营业收入（万元）				10,125.00	52,650.00

		经营面积（平方米）			45,000.00	45,000.00
		坪效（万元/平方米）			0.90	1.17
		坪效：同比增长				30.00%
购物中心收入合计			403,617.91	468,312.60	564,021.68	740,709.38
14	麦客隆店	营业收入（万元）	9,951.29	9,514.22	9,799.65	10,191.63
		经营面积（平方米）	5,300.00	5,300.00	5,300.00	5,300.00
		坪效（万元/平方米）	1.88	1.80	1.85	1.92
		坪效：同比增长	-5.70%	-4.39%	3.00%	4.00%
15	千家惠吉星店	营业收入（万元）	7,508.97	9,131.79	9,588.38	10,067.80
		经营面积（平方米）	6,850.00	6,850.00	6,850.00	6,850.00
		坪效（万元/平方米）	1.10	1.33	1.40	1.47
		坪效：同比增长	2.18%	21.61%	5.00%	5.00%
独立超市销售合计			19,363.00	18,646.01	19,388.03	20,259.43
16	文峰电器吕四店	营业收入（万元）	1,842.60	2,165.18	2,381.70	2,572.23
		经营面积（平方米）	2,875.00	2,875.00	2,875.00	2,875.00
		坪效（万元/平方米）	0.64	0.75	0.83	0.89
		坪效：同比增长	-2.24%	17.51%	10.00%	8.00%
17	文峰电器工农路店	营业收入（万元）	2,103.39	2,489.46	2,613.93	2,744.63
		经营面积（平方米）	1,700.00	1,700.00	1,700.00	1,700.00
		坪效（万元/平方米）	1.24	1.46	1.54	1.61
		坪效：同比增长	-5.86%	18.35%	5.00%	5.00%
18	文峰电器阜宁店	营业收入（万元）	1,579.67	1,966.95	2,065.30	2,168.56
		经营面积（平方米）	1,370.00	1,370.00	1,370.00	1,370.00
		坪效（万元/平方米）	1.15	1.44	1.51	1.58
		坪效：同比增长	-6.34%	24.52%	5.00%	5.00%
19	文峰电器建湖店	营业收入（万元）	2,129.35	2,227.71	2,339.10	2,456.05
		经营面积（平方米）	2,560.00	2,560.00	2,560.00	2,560.00
		坪效（万元/平方米）	0.83	0.87	0.91	0.96
		坪效：同比增长	-12.87%	4.62%	5.00%	5.00%
20	文峰电器人民路店	营业收入（万元）	20,878.78	25,659.14	26,942.10	28,289.20
		经营面积（平方米）	7,350.00	7,350.00	7,350.00	7,350.00
		坪效（万元/平方米）	2.84	3.49	3.67	3.85
		坪效：同比增长		22.90%	5.00%	5.00%
21	文峰电器高港店	营业收入（万元）	761.18	1,799.94	2,159.93	2,483.92
		经营面积（平方米）	1,600.00	1,600.00	1,600.00	1,600.00
		坪效（万元/平方米）	0.48	1.12	1.35	1.55
		坪效：同比增长		136.47%	20.00%	15.00%
22	文峰电器姜堰店	营业收入（万元）	1,646.43	2,201.94	2,422.13	2,615.90
		经营面积（平方米）	1,520.00	1,520.00	1,520.00	1,520.00
		坪效（万元/平方米）	1.08	1.45	1.59	1.72
		坪效：同比增长	88.58%	33.74%	10.00%	8.00%
23	文峰电器连云港店	营业收入（万元）	2,940.33	3,951.69	4,346.86	4,694.61
		经营面积（平方米）	2,868.00	2,868.00	2,868.00	2,868.00
		坪效（万元/平方米）	1.03	1.38	1.52	1.64
		坪效：同比增长		34.40%	10.00%	8.00%
24	文峰电器如皋	营业收入（万元）			21,448.50	22,520.93
	海阳路店	经营面积（平方米）			14,299.00	14,299.00

		坪效 (万元/平方米)		1.50	1.58	1.65
		坪效: 同比增长			5.00%	5.00%
25	文峰电器启东二店	营业收入 (万元)	1,747.23	1,655.35	1,278.76	
		经营面积 (平方米)	2,349.00	2,349.00	2,349.00	
		坪效 (万元/平方米)	0.74	0.70	0.73	
		坪效: 同比增长	-22.93%	-5.26%	3.00%	
独立电器销售合计			36,679.48	44,117.36	67,998.30	70,546.03 74,099.06

我们预测公司 2011-2013 年营业总收入分别为 70.81 亿元、89.65 亿元和 106.83 亿元,同比增速分别为 26.7%、26.6%和 19.2%; 归属母公司净利润分别为 4.60 亿元、5.69 亿元和 6.38 亿元,同比增速分别为 30.36%、23.68%和 12.22%; 全面摊薄 EPS 分别为 0.93 元、1.15 元和 1.30 元。

表 7 可比 A 股上市公司估值情况

代码	简称	股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600729	重庆百货	45.33	1.41	1.90	2.20	32.15	23.86	20.60
600859	王府井	42.06	0.95	1.50	1.80	44.27	28.04	23.37
002264	新华都	26.5	0.48	0.90	1.05	55.21	29.44	25.24
002251	步步高	23.59	0.63	0.80	1.05	37.44	29.49	22.47
002024	苏宁电器	12.87	0.57	0.80	1.00	22.58	16.09	12.87
平均						38.33	25.38	20.91

注: 股价为 2011-05-18 收盘价

我们选取重庆百货、王府井、新华都、步步高以及苏宁电器作为零售行业可比公司。目前,市场对这五家可比公司 2011 年平均动态市盈率为 25 倍左右。我们预计公司 2011 年 EPS 为 0.93 元,其中零售部分贡献 0.82 元,物业销售贡献 0.11 元。考虑到公司在南通及周边地区零售行业的龙头地位和较为确定的可持续发展能力,我们认为给予零售部分 2011 年 25-27 倍动态 PE 是合理的,其对应的合理价格为 20.5-22.14 元。此外,我们给予物业销售部分 10-12 倍动态 PE,其对应的合理价格为 1.1-1.32 元。由此加总可得,公司合理股价为 21.6-23.46 元。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1449	3193	3550	4224
现金	855	2480	2631	3159
应收账款	18	33	34	42
其它应收款	116	132	202	221
预付账款	80	105	133	160
存货	307	420	527	620
其他	73	23	23	23
非流动资产	1271	2503	3185	3531
长期投资	3	3	3	3
固定资产	875	1905	2587	3082
无形资产	251	251	251	251
其他	142	344	343	195
资产总计	2720	5696	6734	7754
流动负债	1688	1878	2316	2676
短期借款	3	3	3	3
应付账款	512	640	813	977
其他	1174	1235	1500	1695
非流动负债	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	3	3	3	3
负债合计	1691	1881	2319	2678
少数股东权益	7	33	65	87
股本	383	493	493	493
资本公积	33	2223	2223	2223
留存收益	606	1066	1635	2273
归属母公司股东权益	1022	3782	4350	4989
负债和股东权益	2720	5696	6734	7754

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	659	575	941	1015
净利润	354	486	601	660
折旧摊销	0	71	119	155
财务费用	12	0	-8	-12
投资损失	-4	-1	-1	-1
营运资金变动	0	12	230	211
其它	297	7	1	2
投资活动现金流	-72	-1249	-799	-499
资本支出	161	1300	800	500
长期投资	-1	0	0	0
其他	87	51	1	1
筹资活动现金流	-199	2300	8	12
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	110	0	0
资本公积增加	0	2190	0	0
其他	-199	-0	8	12
现金净增加额	387	1626	151	528

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5590	7081	8965	10683
营业成本	4664	5817	7391	8885
营业税金及附加	56	71	90	107
营业费用	289	368	466	556
管理费用	140	186	234	276
财务费用	12	0	-8	-12
资产减值损失	-2	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	4	1	1	1
营业利润	434	635	788	867
营业外收入	51	20	20	20
营业外支出	6	7	7	7
利润总额	479	648	801	880
所得税	125	162	200	220
净利润	354	486	601	660
少数股东损益	1	26	32	22
归属母公司净利润	353	460	569	638
EBITDA	446	707	899	1011
EPS (元)	0.92	0.93	1.15	1.30

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	14.5%	26.7%	26.6%	19.2%
营业利润	18.6%	46.3%	24.2%	10.1%
归属于母公司净利润	20.4%	30.4%	23.7%	12.2%
获利能力				
毛利率	16.6%	17.9%	17.6%	16.8%
净利率	6.3%	6.5%	6.3%	6.0%
ROE	34.5%	12.2%	13.1%	12.8%
ROIC	326.6%	46.9%	43.2%	44.1%
偿债能力				
资产负债率	62.2%	33.0%	34.4%	34.5%
净负债比率	0.18%	0.16%	0.13%	0.11%
流动比率	0.86	1.70	1.53	1.58
速动比率	0.68	1.48	1.30	1.35
营运能力				
总资产周转率	2.25	1.68	1.44	1.47
应收账款周转率	303	261	251	266
应付账款周转率	9.63	10.10	10.17	9.93
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.93	1.15	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.17	1.91	2.06
每股净资产(最新摊薄)	2.07	7.67	8.83	10.12

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。