

zhangyang1984@ccnew.com

——文峰股份（601010）深度分析报告

增持（首次）

收盘价 (元)	15.92
一年内最高/最低 (元)	18.83 / 16.61
沪深300 指数	2917
市盈率 (倍)	22.32
流通市值 (亿元)	14.01

每股净资产 (元)	2.67
每股经营现金流 (元)	1.72
毛利率 (%)	15.55
净资产收益率 (%)	30.68%
资产负债率 (%)	62.17%
总股本/流通股 (万股)	49300/8800
B股/ H股 (万股)	/

Year	Average (%)	Median (%)
2011	0.0	0.0
2012	-0.5	0.5
2013	-1.0	1.0
2014	-5.0	1.5
2015	-8.0	-1.0
2016	-13.5	-3.5

邮编: 200122

- **公司是一家以购物中心为主要业态的商业企业。**公司通过推动旗下购物中心的建设,有力地促进了公司百货、电器和超市业务的共同发展。同时,公司多年的商业经营管理能力与大股东的酒店管理、地产开发能力相结合形成的竞争优势,显著地提升了该模式复制的成功率,降低了相关成本。
- **公司确立了优先发展长三角地区二、三线城市,择机进入一线城市的竞争策略。**公司经过多年的运营,已经拥有丰富的中高端品牌操作经验,同时对该地区二、三线城市居民的消费特点比较了解。这为公司在长三角地区的外延式扩张提供了有利条件。
- **核心商圈的自有物业是公司长期竞争优势的保障。**公司旗下购物中心门店多占据当地市场的核心位置,且多为自有物业。在公司 36 万平方米的经营面积中,自有物业 23 万平方米,占比 63%。较高的自有物业占比使公司避免了租金上涨的压力,提高了公司的盈利水平。
- **盈利预测与估值:** 预计公司在 2011 年,2012 年将分别实现每股收益 0.9 元和 1.09 元。按照公司 6 月 22 日 15.88 元的收盘价计算,2011 年和 2012 年的动态市盈率分别为 18 倍和 15 倍,相对于申万零售板块 21 的动态市盈率估值合理,故给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济出现重大波动。行业竞争加剧。公司异地扩张无法顺利实施。快速扩张带来的相关费用可能拖累整体业绩。

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	48.81	55.90	69.51	85.31
增长比率 (%)	6.14%	14.53%	24.34%	22.72%
净利润 (亿元)	2.94	3.53	4.48	5.41
增长比率 (%)	8.64%	20.23%	26.60%	20.78%
每股收益 (元)	0.59	0.72	0.90	1.09
市盈率 (倍)	28.20	23.11	17.7	14.6

目录

1、南通地区的区域商业龙头.....	3
1.1 公司简介.....	3
1.2 股权结构.....	3
2、公司市场营销环境.....	4
2.1 区域内经济增速高于全国平均水平.....	4
2.2 公司主要市场竞争态势.....	5
3、公司经营状况分析.....	5
3.1 扎根二三线城市，择机进入一线城市的发展策略.....	6
3.2 以购物中心为主要载体，百货、超市、电器连锁齐头并进.....	7
3.3 公司其他业务收入占公司总收入比例较低.....	10
4、公司财务分析.....	10
4.1 公司盈利能力分析.....	10
4.2 公司各项费用率分析.....	11
4.3 公司运营能力分析.....	12
5、公司主要竞争优势.....	13
5.1 集团多元化经营经验，有利于公司业务扩展.....	13
5.2 拥有当地核心商圈的优质物业.....	13
5.3 高自有物业比例是公司长期竞争优势的保障.....	14
6、公司募投项目分析.....	14
7、公司发展战略.....	15
8、公司的盈利预测.....	15
9、投资建议.....	16
10、风险提示.....	17

1、南通地区的商业龙头

1.1 公司简介

文峰股份前身是成立于 1995 年的南通文峰大世界，公司目前是南通地区最大的商业企业，主要从事百货、超市、电器销售的连锁经营，旗下物业经营网点主要分布在江苏省和上海市，优越的商业位置以及较高的自有物业比例使公司在当地的竞争中处于强势地位。2010 年公司在“中国零售百强”中排名第 20 位。

2010 年公司实现营业收入 55.9 亿元，同比增长 14.53%，净利润 3.54 亿元，同比增长 20.24%。目前公司旗下共拥有门店 22 家，其中综合购物中心 10 家（含百货，超市和电器销售），独立电器门店 10 家，综合超市 2 家。另外以“文峰超市”开展社区超市和便利店业务的加盟门店 682 间。

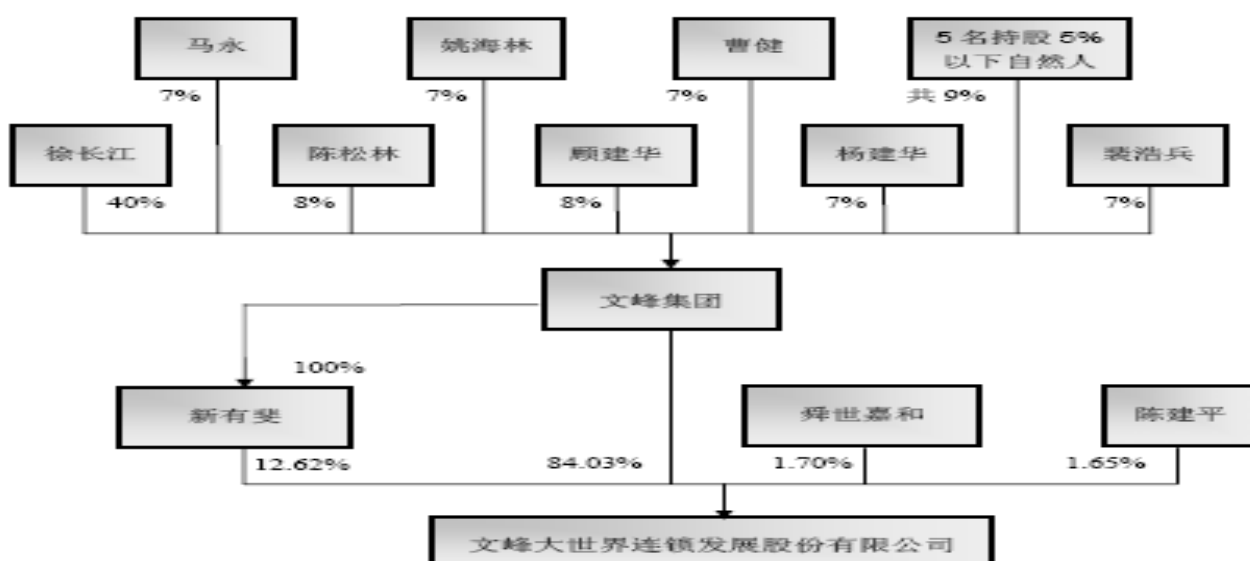
公司本次发行共募集资金 22 亿元，主要用于如东，如皋，海安和启东四个县市购物中心项目的开发建设。

1.2 股权结构

文峰集团是公司的大股东，发行后通过直接和间接的方法共持有公司 75.08% 的股份，处于绝对控股地位。

徐长江，文峰集团最大单一股东，共持有文峰集团 40% 的股份，为公司的实际控制人。同时，公司高管团队也通过持有文峰集团的股份间接持有了上市公司股份，形成了股权激励。

图 1：公司股权结构图



数据来源：中原证券；招股说明书

文峰集团除控股文峰股份外，还拥有酒店管理，汽车销售，房地产开发，商品期货等众多业务。集团在多元经营方面的相关经验将有助于公司购物中心中心项目的开展。

表 1: 集团旗下主要控股子公司

序号	名称	成立时间	股权结构	主营业务	2009 年度		
					总资产 (万元)	净资产 (万元)	净利润 (万元)
1	南通新有斐大酒店有限公司	2003 年	文峰集团 100%	住宿, 餐饮服务	30,349.36	15,430.78	3,014.92
2	南通市文峰饭店有限公司	1990 年	文峰集团 100%	住宿、餐饮服务	14,716.23	8,947.16	2,979.49
3	江苏文峰汽车连锁发展有限公司	2002 年	文峰饭店 87%	汽车销售、服务	15,641.26	4,971.80	1,231.40
4	江苏文峰期货经纪有限责任公司	1995 年	文峰集团 60%, 公司 5%	期货经纪	40,722.78	3,901.29	708.05
5	上海文峰千家惠购物中心有限公司	2000 年	新有斐 100%	物业出租	30,602.67	9,270.50	547.64
6	南通大饭店有限公司	1985 年	文峰集团 100%	住宿、中西餐饮 商务服务	23,723.21	11,670.00	374.79

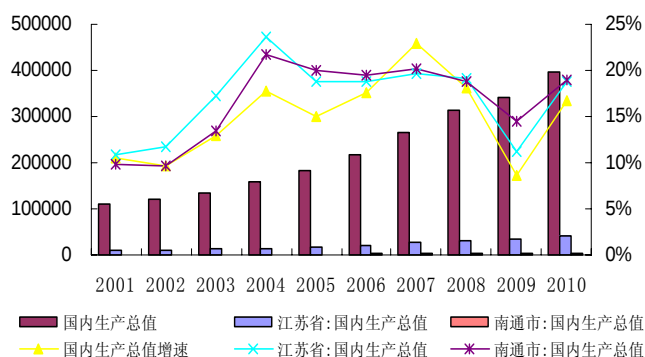
数据来源: 中原证券; 公司招股说明书

2、公司市场营销环境

2.1 区域内经济增速高于全国平均水平

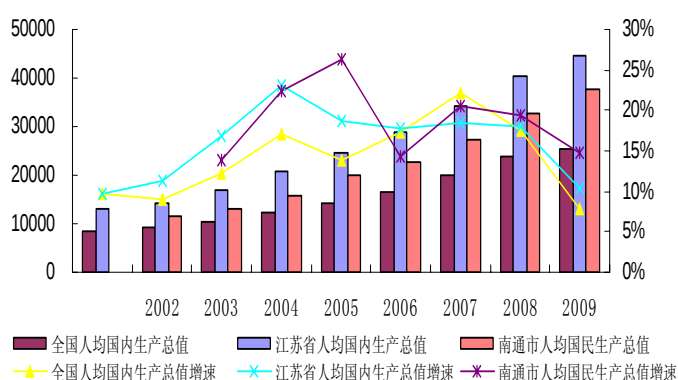
江苏省是我国重要的经济大省，发展水平在国内处于领先地位，各项经济指标多年来一直超越全国平均水平。2001 年以来，江苏省国内生产总值保持了年均 17% 的名义增速，明显高于全国 14% 的平均水平。2010 年江苏省人均 GDP44744 元，高出全国平均水平 25575 元将近一倍。而作为江苏经济重镇之一的南通地区，近年来经济增速明显快于省内平均水平，2010 年区域内实现国内生产总值 3418 亿元，人均 37642 元。

图 2: 全国、江苏和南通地区的国民生产总值及增速



数据来源: 中原证券; 同花顺;

图 3: 全国、江苏和南通地区的人均国民生产总值及增速

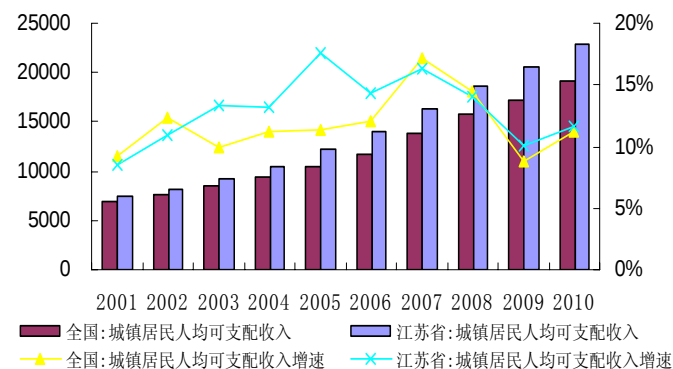


数据来源: 中原证券; 同花顺;

强劲的经济增长势头有效拉动了当地居民的收入和消费水平。2001 年以来，江苏地区人均可支配收入保持了 13% 的年均增长率，略高于全国 11.8%

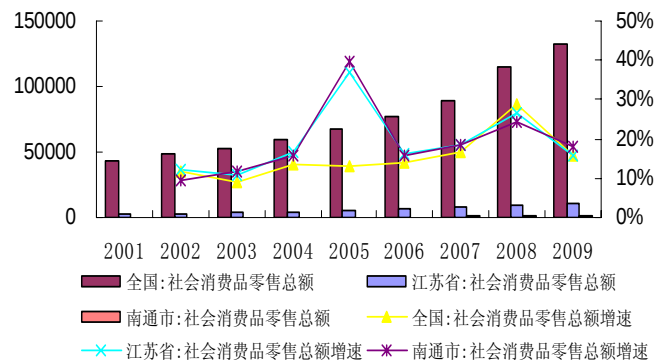
的平均水平。江苏社会消费品零售总额则实现了 17% 的年均增速，大幅领先全国平均水平 13.54%，3.5 个百分点。同期，南通地区社会消费品零售总额，与省内其他地区实现了同步增长。

图 4：全国和江苏地区的人均可支配收入及增速



数据来源：中原证券；同花顺；

图 5：全国江苏和南通地区的社会消费品零售总额及增速



数据来源：中原证券；同花顺；

随着苏通大桥的通车，崇启大桥、沪通铁路的兴建和洋山港建设的深入，南通地区的工业化进程和商业发展有望迎来一波快速发展。根据南通市“十二五”规划，到 2015 年，全市生产总值将超过 6000 亿元，人均 GDP 将突破 8 万元。快速的经济发展将为区域内商业企业的发展营造了良好的外部环境。

2.2 公司主要市场竞争态势

公司在南通地区的实力遥遥领先于其他竞争对手，销售收入约占全市限额以上零售企业销售总额的 30%。南通市区公司旗下南大街店 2010 年实现销售收入 17.7 亿元，远远领先于其主要竞争对手八佰伴和金鹰国际，4 个亿和 2 个亿销售规模。在南通下属县级市，公司门店通常是当地唯一或者位居前列的零售商，拥有较高的市场占有率。而随着公司新建购物中心陆续投入使用，公司相对于其他竞争对手的优势还将进一步扩大。

3、公司经营情况分析

公司是一家以购物中心为主要业态的商业企业，购物中心作为一种组合型商业物业，通过有机地将购物、休闲、餐饮、娱乐等功能组合起来，在有限的空间里能够最大程度地满足消费者的需要。而公司也通过推动旗下购物中心的建设，有力地促进了公司百货、电器和超市业务的共同发展。

长三角地区二三线城市经济发达，收入不逊于中西部一线城市，当地居民拥有较高的购买实力，因此区域内商业发展的水平还有较高提升空间，当地政府也拥有强烈的推动城市升级的愿望。公司购物中心的建设正是抓住这一发展契机。

3.1 扎根二三线城市，择机进入一线城市的发展策略

长三角地区一线城市零售业的竞争已经非常激烈，而该地区的二、三线城市，无论是市场容量还是消费力并不逊于中、西部地区的一线城市，因此发展潜力比较大，且目前市场竞争者尚少，易于取得领先地位。

公司经过多年的运营，积累了丰富的中高端品牌操作经验，同时对该地区二、三线城市居民的消费特点也比较了解。为此，公司确立了优先发展该地区二、三线城市，择机进入一线城市的竞争策略。

公司业务目前主要分布在华东沿海地区的上海、南通、盐城、泰州、连云港、扬州等 15 个县市。江苏省南通地区是公司最为重要的单一市场，公司旗下 7 家购物中心, 2 家综合超市和 5 家独立电器销售专业店均分布于南通地区，经营面积约 267,043 平方米，约占公司总经营面积的 74.30%，并贡献了超过 70% 的销售。2008-2010 年，公司在南通地区分别实现销售收入 38.12 亿元，40.56 亿元和 46.58 亿元，年均增速 10%，主营业务收入占比分别为 69.46%、71.22%和 72.94%。

图 6：公司门店在南通地区分布状况



数据来源：中原证券；公司招股说明书

图 7：公司门店在南通以外地区分布状况



数据来源：中原证券；公司招股说明书

公司在南通市场形成了相对垄断地位，公司的销售收入约占全市限额以上零售企业销售总额的 30%。通过在当地抢占核心商圈优越位置建立先发优势，公司近年来有效抵御了竞争对手在南通地区的商业竞争。同时，公司本次募集资金建设的如东，如皋，海安，启东四个县市购物中心项目也均位于南通地区。随着这四个项目的陆续投入使用，相信公司在当地的竞争力将得到进一步提升。

但随着公司在南通地区市场占有率的饱和，未来公司的发展将越来越依靠南通以外市场的拓展。从 2008 年到 2010 年的数据看，公司在其他市场的发展并不十分理想，销售金额没有明显增长，在公司整体业务中的占比从 2008 年的 30.54% 下降到 2010 年的 27.06%。同时，公司在其他市场中的主营业务毛利率仅为 9.28%，远低于同期南通市场 13.85% 的水平。

综合来看，公司在南通地区的竞争优势是毋庸置疑的，这种优势有望在未来相当一段时间内得以保持。而南通以外市场的情况则决定了公司未来发展的空间，如何成功的走出南通将是未来公司发展应当关注的重点。

表 2: 公司收入构成（按区域划分）

地区	2008 年			2009 年			2010 年		
	金额 (亿)	比例 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿)	比例 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿)	比例 (%)	毛利率 (%)
南通	38.12	69.46	13.84	40.56	71.22	13.56	46.58	72.94	13.85
其他	16.76	30.54	7.88	16.39	28.78	9.44	17.28	27.06	9.28
小计	54.88	100	NA	56.95	100	NA	63.86	100	NA
抵消	9.77	NA	NA	9.23	NA	NA	9.2	NA	NA
合计	45.11	NA	14.6	47.72	NA	14.74	54.66	NA	14.74

数据来源：中原证券；公司招股说明书

3.2 以购物中心为主要载体，百货、超市、电器连锁齐头并进

公司目前共经营 10 家综合购物中心（含百货，超市和电器销售），10 家独立电器店和 2 家独立综合超市，经营面积将近 36 万平方米。其中购物中心是公司最主要的门店形式，无论是物业规模还是销售规模都占有主导地位。2010 年，公司旗下购物中心共实现营业收入 46.04 亿元，占公司整体销售的 84.22%。同期独立超市和独立电器店分别实现销售 1.86 亿元和 4.41 亿元，占比 3.41%和 8.07%。

从 2007 年至今公司购物中心门店数量相对稳定，但经营面积出现了较大的提升，这主要是因为公司对原有门店进行了重建。如东，如皋两个重建项目使公司新增经营面积 82872 平方米。

购物中心整体销售收入增速明显低于经营面积的增速，这一方面是受 2008 年金融危机的影响，另一方面新增门店需要一段时间的培育期。同时短期内经营面积的大幅提升也拉低的购物中心的整体平效。预计未来随着新增门店日渐成熟，公司业绩存在较大提升空间。

表 3: 公司购物中心经营面积及销售收数据

	2007A	2008A	2009A	2010A
门店家数(间)	9	9	10	10
经营面积(平方米)	199032	199032	259699	313133
YOY		0.00%	30.48%	20.58%
营业收入(百万元)	3191.14	3519.64	3873.96	4603.54
YOY		10.29%	10.07%	18.83%
平效(元/平方米)	16033.3	17683.79	14917.12	14701.55

数据来源：中原证券；公司招股说明书

表 4: 公司旗下门店明细

				主营业务收入（百万）			
名称	开业时间	经营 面积	物业 性质	2007	2008	2009	2010
购物中心（含百货，超市及家电业务）							
南大街店（南通）	1996 年 1 月	54117	自有	1240.86	1416.83	1481.34	1770.11
YOY				16.48%	14.18%	4.55%	19.50%
如皋店	新店 2010 年 1 月	61024	自有	235.63	265.53	281.96	360.15
YOY				17.65%	12.69%	6.19%	27.73%
海门店	1998 年 9 月	15554	租赁	275.6	295.88	306.49	343.58
YOY				15.62%	7.36%	3.59%	12.10%
启东店	1999 年 12 月	13733	自有	248.48	271.7	287.32	304.24
YOY				7.39%	9.34%	5.75%	5.89%
海安店	2000 年 9 月	15961	租赁	166.69	159.45	168.57	177.66
				5.94%	-4.34%	5.72%	5.39%
通州店	2007 年 2 月	29063	自有	171.83	212.16	216.41	274.68
YOY					23.47%	2.00%	26.93%
泰州店	2002 年 9 月	27543	租赁	255.45	253.27	243.06	263.71
YOY				-1.43%	-0.85%	-4.03%	8.50%
沪东店（上海）	2003 年 9 月	28891	租赁	381.81	412.76	577.41	618.97
YOY				23.07%	8.11%	39.89%	7.20%
靖江店	2003 年 9 月	31229	自有			15.03	119.02
YOY						NA	NA
如东店	新店 2009 年 11 月	36018	自有	214.76	232.06	296.37	371.42
YOY				14.49%	8.06%	27.71%	25.32%
独立综合超市							
麦客隆店	2000 年 4 月	5300	租赁	97.9	105.53	99.51	95.14
YOY					7.79%	-5.70%	-4.39%
千家惠吉星店	2000 年 12 月	6850	自有	35.01	73.49	75.09	91.32
YOY					109.91%	2.18%	21.61%
独立电器店							
独立电器店 10 家	·	38491	租赁	148.17	158.65	366.79	441.17
YOY				110.44%	7.07%	131.19%	20.28%
			主营业务收入	4051.67	4511.07	4772.44	5466.17
			其他业务收入	72.65	86.99	108.37	124.01
			营业收入合计	4124.32	4598.06	4880.81	5590.18

数据来源: 中原证券; 公司招股说明书

百货业务是公司业务的主要组成部分，2010 年实现销售 30.71 亿元，占购物中心 46.04 亿销售额的 67%，以及公司主营业务 54.66 亿元销售额的 56.18%。过去三年该业务增速与公司整体销售增速基本持平，2009 年及 2010 年分别增长 7.5% 和 16.6%，明显低于公司经营面积增速。这主要是由于 2009 年和 2010 年如东新店和如皋新店相继投入使用，带来的经营面积的一次性大幅提升，而公司业绩的充分释放还需要时间。公司百货业务拥有最高的毛利率水平，但近年来呈现小幅下滑的态势，从 2008 年的 19.03% 下降到 2010 年的 18.33%。毛利率下降主要是公司百货业务商品结构调整，提升品牌档次，对部分高档品牌降低销售分成比例所致。同时，为规避黄金商品价格波动，公司将该类商品由经销模式改为联销模式，也是造成毛利率下降的一个重要原因。

超市业务多年来发展不大，卖场的扩张主要依托购物中心的建设，独立大卖场仅有两家。2010 年两家独立卖场实现销售 1.86 亿元，占超市业务 7.87 亿销售总额的 23.63%。近年来，超市的毛利率水平也呈现直线下降的趋势，从 2008 年的 13.12% 下降到 2010 年的 7.81%。超市毛利率水平的下降，一方面反映了行业竞争态势的加剧，另一方面，由于公司超市业务发展相对滞后，与竞争对手相比并不具备竞争优势。但公司表示，超市仍将作为公司的核心业务，未来将加大相关的投入。为此公司已经组建了新的团队，进行超市业务的发展。但考虑长三角地区目前超市的竞争已经相对激烈，家乐福，大润发，沃尔玛等海外巨头云集，公司能否在这一领域取得突破性发展，还需要进一步观察。

2010 年，公司电器销售业务合计实现收入 15.96 亿元，其中 10 家独立电器店共实现销售 4.41 亿元，占比 27.63%。2008 年至 2010 年期间，电器业务呈现稳步成长的态势，年均增率在 10% 左右。虽然近年来，苏宁、国美、五星等大型家电连锁纷纷进驻南通地区，但公司凭借品牌优势及良好的服务依然占据市场主导地位，2010 年公司在南通地区家电市场份额占比高达 55%。同时，公司在面对市场竞争时积极转变经营思路，以多样化的促销方式取代原来的价格战，从而使毛利率水平由 2008 年的 6.69%，提升到 2010 年的 10.86%。

表 5：公司业务构成（按业态划分）

业态	2008 年			2009 年			2010 年		
	销售（亿）	比例（%）	毛利率（%）	销售（亿）	比例（%）	毛利率（%）	销售（亿）	比例（%）	毛利率（%）
百货	24.49	54.28	19.03	26.33	55.18	18.74	30.71	56.18	18.33
超市	7.67	17	13.12	7.32	15.34	12.66	7.87	14.39	7.81
电器	12.86	29.51	6.69	13.97	29.27	7.94	15.96	29.2	10.86
其他	0.09	0.21	64.68	0.1	0.21	65.85	0.12	0.23	64.73
合计	45.11	100	14.6	47.72	100	14.74	54.66	100	14.74

数据来源：中原证券；公司招股说明书

3.3 公司其他业务收入占公司总收入比例较低

公司其他业务收入近年来增速较快，2009 年和 2010 年分别比上一年增长 24.58% 和 14.43%，其他业务收入的增长主要得益于随着销售规模的扩大，公司对供应商的议价能力加强，向供应商收取的促销宣传费、管理费等费用也有所增加。但公司其他业务收入在整体业务中的占比与其他上市公司相比依然处于较低水平，近年来年稳定在 2% 左右。因此不排除随着公司业务规模的扩大，对供应商议价能力相应提升，从而带动公司其他业务收入的进一步提升的可能性。由于其他业务拥有更高的毛利率，因此该项收入的提升将会对公司综合毛利率有较大的拉升作用。

表 6：公司其他业务收入

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度
营业收入			
主营业务收入（百万元）	4511.07	4772.44	5466.17
		5.79%	14.54%
其他业务收入（百万元）	86.99	108.37	124.01
		24.58%	14.43%
合计（百万元）	4598.06	4880.81	5590.18
		6.15%	14.53%
毛利率			
主营业务毛利率	14.60%	14.74%	14.74%
其他业务毛利率	97.63%	98.26%	96.83%
综合毛利率	16.17%	16.60%	16.56%
业务构成			
主营业务占比	98.11%	97.78%	97.78%
其他业务占比	1.89%	2.22%	2.22%

数据来源：中原证券；wind 资讯

4、公司财务分析

4.1 盈利能力

公司的毛利率水平从 2006 年的 16.17% 稳步提升到 2010 年的 16.56%，其中一个重要原因是近年来公司电器业务的毛利水平实现了较大提升。但由于该块业务较百货业务相比毛利率水平依然明显偏低，因此拉低了公司的综合毛利率，使之在行业内仍处于较低水平。

相比之下，公司的净利率明显优于其他上市公司，并从 2006 年的 4.80% 稳步提升到 2010 年的 6.33%。这从一定程度上反映出公司拥有较强的成本控制能力。

表 7: 公司毛利率和净利率对比

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010
销售毛利率 (%)						
601010.SH	文峰股份	16.17	16.51	16.17	16.60	16.56
000417.SZ	合肥百货	13.12	14.69	15.86	16.51	16.66
600858.SH	银座股份	18.08	18.22	18.49	18.68	18.19
600785.SH	新华百货	18.51	18.90	17.29	18.72	19.32
000501.SZ	鄂武商 A	19.71	20.80	21.13	20.16	19.87
002419.SZ	天虹商场	24.33	23.78	24.30	22.96	23.02
销售净利率 (%)						
601010.SH	文峰股份	4.80	5.33	5.89	6.03	6.33
600785.SH	新华百货	2.72	3.33	4.27	6.55	5.98
000417.SZ	合肥百货	2.06	3.56	3.75	4.91	5.20
002419.SZ	天虹商场	5.69	5.65	4.57	4.42	4.77
000501.SZ	鄂武商 A	1.66	4.16	4.14	4.00	3.59
600858.SH	银座股份	3.77	4.08	3.34	2.19	1.39

数据来源: 中原证券; wind 资讯;

4.2 公司各项费用率分析

公司的销售期间费用率在行业中处于极低水平, 常年稳定在 8% 左右, 这在一定程度上反映了公司较强的费用控制能力。

公司的销售费用率在业内处于较低水平, 且常年稳定在 5.17% 左右。这在一定程度上得益于公司较高的自有物业比例, 使公司有效避免了租金上涨带来的压力。其次, 公司的主要市场集中在江苏省内的二三线城市, 拥有较低的运营成本, 这也是降低公司期间费用率的重要原因。最后, 受益于公司在南通市场中的品牌影响力, 也使公司节约了部分促销及宣传费用。

受益于所处的市场环境, 竞争地位以及严格的成本管理, 公司的管理费用在业内也处于较低水平。且随着公司规模扩大, 呈现逐年下降的态势, 从 2006 年的 3.62% 下降到 2010 年的 2.51%。

公司的财务费用率在行业内处于中等水平, 2010 年 1171 万元的财务费用主要由银行手续费构成。利息支出和收入相抵之后, 共实现 800 万地的利息净收入, 着在一定程度上反映出公司财务成本压力不大。随着公司成功进行上市发行, 其财务费用率在未来将进一步下降。

表 8: 公司各项费用率对比

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010
销售期间费用率						
601010.SH	文峰股份	9.03	8.10	7.95	8.05	7.89
000417.SZ	合肥百货	9.90	9.39	10.17	9.82	9.41
600785.SH	新华百货	14.45	13.80	11.53	10.08	11.29
000501.SZ	鄂武商 A	15.21	13.92	14.75	14.54	14.29
600858.SH	银座股份	11.80	10.97	13.74	14.92	15.39
002419.SZ	天虹商场	16.83	17.73	18.15	16.90	16.44
销售费用率						
000417.SZ	合肥百货	2.50	2.42	2.56	2.65	2.70
601010.SH	文峰股份	5.04	4.86	4.96	5.13	5.17
600785.SH	新华百货	9.98	8.96	7.54	7.67	8.37
600858.SH	银座股份	9.27	8.32	10.02	10.04	11.03
000501.SZ	鄂武商 A	11.60	10.65	11.95	11.45	11.89
002419.SZ	天虹商场	14.57	16.05	15.79	15.19	14.61
管理费用率						
000501.SZ	鄂武商 A	2.62	2.23	1.87	2.04	1.74
002419.SZ	天虹商场	2.16	1.47	2.36	1.59	1.88
601010.SH	文峰股份	3.62	2.89	2.67	2.70	2.51
600858.SH	银座股份	2.18	2.26	2.88	3.46	2.74
600785.SH	新华百货	4.15	4.78	4.10	2.54	2.96
000417.SZ	合肥百货	6.80	6.62	7.14	6.91	6.57
财务费用率						
002419.SZ	天虹商场	0.10	0.21	0.00	0.12	-0.05
600785.SH	新华百货	0.31	0.06	-0.10	-0.13	-0.04
000417.SZ	合肥百货	0.59	0.35	0.46	0.25	0.13
601010.SH	文峰股份	0.37	0.35	0.32	0.22	0.21
000501.SZ	鄂武商 A	0.99	1.04	0.93	1.05	0.65
600858.SH	银座股份	0.35	0.40	0.85	1.41	1.62

数据来源: 中原证券; wind 资讯;

4.3 运营能力

公司的应收账款周转率在业内处于中等偏低的水平,但整体水平逐年得到改善,从 2006 年的 80.31 倍提升到 2010 年的 319.83 倍。公司应收账款周转率偏低的主要原因是公司开展了部分对外批发业务,其应收账款水平高于同行业平均水平。但考虑公司应收账款周转率的绝对水平依然较高,且应收账款占公司总资产的比例相对较小,因此并不存在运营风险。

公司的存货周转率在业内处于中等偏高水平,且常年稳定在 13 倍左右。较高的存货周转率往往意味着产品销售数量的增长,企业销售能力的加强。为了有效管理存货,公司建立了完善的信息系统,实现了公司总部与各门店,供应商,配送中心,客户之间的信息沟通和业务指令传递,使公司商品配供单位可及时了解各门店的采购需求,以合理安排采购,实现对经销模式下的单品管理,有效控制公司的库存水平。

表 9: 公司应收账款周转率和存货周转率对比

	2006	2007	2008	2009	2010
应收账款周转率					
600858.SH 银座股份				3982.83	8766.46
000501.SZ 鄂武商 A	973.00	756.22	523.50	419.60	548.10
002419.SZ 天虹商场	424.57	281.35	269.51	334.23	363.71
000417.SZ 合肥百货	214.38	316.31	302.08	299.47	320.26
601010.SH 文峰股份	80.31	94.87	122.09	183.06	319.83
600785.SH 新华百货	47.38	91.62	395.59	269.55	188.67
存货周转率					
002419.SZ 天虹商场	29.33	32.88	28.74	30.84	31.69
000501.SZ 鄂武商 A	24.52	21.23	16.65	15.60	15.78
601010.SH 文峰股份	13.15	13.41	13.86	13.64	15.15
600785.SH 新华百货	11.70	11.95	13.01	12.57	12.38
000417.SZ 合肥百货	12.63	11.53	11.26	10.95	11.45
600858.SH 银座股份	40.95	35.55	10.35	5.06	4.68

数据来源: 中原证券; wind 资讯;

5、竞争优势

5.1 集团多元化经营经验,有利于公司业务扩展

文峰集团除控股文峰股份外,还拥有酒店管理,汽车销售,房地产开发,商品期货等众多业务。集团在多元经营方面的相关经验将有助于公司购物中心项目的开展。公司新建大型购物中心项目均已城市综合体的形式进行开发,除购物中心外还包括酒店,写字楼,住宅,商业街等部分,因此在开发过程中,通过将公司多年的商业经营管理能力与大股东的酒店管理、地产开发能力相结合形成了明显的竞争优势,显著地提升了该模式复制的成功率,降低了相关成本。

5.2 拥有当地核心商圈的优质物业

对于任何一家商业企业而言,核心商圈的优质物业都是极度稀缺的战略性资源。公司旗下购物中心门店多占据当地市场重要商圈的核心位置,通

常这些门店也是当地位居前列的零售商。通过对这些门店的升级改造与扩建，公司确保在一定范围内不存在同一体量等级的竞争对手。这一方面有效提高了公司的市场占有率，另一方面也加强了公司的区域垄断地位。

5.3 高自有物业比例是公司长期竞争优势的保障

较高的自有物业比例使公司有效控制了租金成本。与以租赁为主导的轻资产扩张模式不同，公司旗下物业以自有物业为主，在目前约 36 万平方米的经营面积中，自有物业约占 23 万平方米，占比 63%。本次募投项目及现有其他投资项目完成后，再加上收购上海文峰千家惠股权，公司自有物业面积将新增 27 万平方米，占比提高至 80%。较高的自有物业占比使公司避免了租金上涨压力，有效降低了销售费用率，提高了公司的整体盈利水平。

6、公司募投项目分析

公司本次发行共募集资金 22 亿元，主要用于如东，如皋，海安和启东四个县市购物中心项目的开发建设。四个项目总投资 10.02 亿元，其中募集资金投资 7.67 亿元，项目建成后将新增经营面积 204551 平方米。如东项目和如皋项目已分别于 2009 年和 2010 年投入使用，海安和启东项目也将于 2011 年底投入使用。由于以上四个地区均属于公司的成熟市场，预计培育期较短，应能够较快贡献利润。除以上四个项目外，公司还有南通二店，海门店，连云港店和宝应店四个储备项目。

表 10：公司募投项目

项目名称	总投资额 (百万元)	新建营业面积	单位面积造价 (元)	物业性质	开业时间	开发模式
募投项目						
大世界如东店	178.68	29438	3000 元/m²	自有	已开业	购物中心
大世界如皋店	267.42	53434		自有	已开业	购物中心
大世界启东店	250.63	55679	3000 元/m²	自有	2011 年三季度	购物中心
大世界海安店	304.91	66000		自有	2011 年三季度	购物中心
其他在建建项目						
大世界南通二店		45000		自有	2012 年上半年	购物中心
储备项目						
大世界海门店		60000			2013 年上半年	购物中心
大世界连云港店		22000			2011 年三季度	管理输出
大世界宝应店		15000			2011 年二季度	租赁

数据来源：中原证券；wind 资讯；

7、公司发展战略

公司未来的扩张战略针对南通地区以及南通以外地区将有不同的侧重点。同时，公司将对原有超市业务进行重组。

南通地区：随着公司募投项目的完成，南通市区以及所属县级市购物中心的发展空间已经不大。为此，公司考虑针对区域内 10 万人左右的乡镇，建设 1 万平方米左右的小型购物中心。

南通以外地区：公司将把苏中和苏北地区作为未来区域外扩张的重点。通过采用城市综合体的开发，来推动公司在当地的扩张。目前公司在，盐城，宿迁，连云港等地积极寻找合适的机会。

超市业务：公司超市业务发展与百货和家电业务相比相对滞后。但公司表示未来该业务将继续作为公司的核心业务。为此，公司从外部引进了原江苏时代超市的管理团队，并加大相关软硬件的投入。超市业务的发展将有助于公司对南通市场的进一步深耕细作。

8、公司盈利预测

公司盈利预测中的核心假设条件如下：

假设 1：如东、如皋、启东和海安四个项目投入使用后将拉动原有业务快速成长，我们预计未来三年复合增长率为 30%。购物中心整体的销售增长率在 17%左右。

假设 2：公司独立超市业务维持现状，没有新开门店，未来年均复合增长率 10%。

假设 3：公司独立家电业务维持现状，没有新开门店，未来年均复合增长率 15%。

假设 4：公司其他业务收入占主营业务收入的 2.5%。

预计公司在 2011 年和 2012 年将分别实现净利润 4.46 亿元和 5.39 亿元，同比增长 26%和 20%。

表 11: 公司盈利预测

	2008 A	2009 A	2010 A	2011E	2012E
一、营业总收入(百万元)	4,598.06	4,880.81	5,590.18	6951.38	8531.02
二、营业总成本(百万元)	4,256.11	4,515.46	5,160.10	6311.85	7754.69
营业成本(百万元)	3,854.35	4,070.65	4,664.46	5575.00	6841.88
营业税金及附加(百万元)	41.24	45.96	56.28	111.22	145.03
销售费用(百万元)	227.9	250.56	288.83	417.08	511.86
管理费用(百万元)	122.85	131.65	140.49	208.54	255.93
财务费用(百万元)	14.72	10.59	11.72	0.00	0.00
资产减值损失(百万元)	-4.97	6.05	-1.68	0.00	0.00
三、其他经营收益(百万元)	7.27	0.61	3.76	0.00	0.00
四、营业利润(百万元)	349.23	365.95	433.84	639.53	776.32
加: 营业外收入(百万元)	16.8	32.13	51.2	20.00	20.00
减: 营业外支出(百万元)	8.91	4.54	6.13	6.50	6.50
五、利润总额(百万元)	357.12	393.54	478.91	653.03	789.82
减: 所得税(百万元)	86.21	99.2	125.01	163.26	197.46
六、净利润(百万元)	270.92	294.34	353.9	489.77	592.37
减: 少数股东损益(百万元)	1.81	1.44	1.12	45.20	55.00
归属母公司净利润(百万元)	269.11	292.9	352.78	444.57	537.37
七、每股收益:	0.55	0.59	0.72	0.90	1.09

数据来源: 中原证券; wind 资讯

9、投资建议

公司业务主要集中在江苏省南通地区,由于公司在区域内经营多年,拥有较高的知名度和品牌影响力,加上公司旗下门店多为自有物业,且门店位置优越。因此,公司在南通区域内的优势是外来竞争者难以撼动的。随着南通地区市场日渐饱和,公司未来业绩的提升将取决于其是否能够成功走出南通。考虑公司地处商业竞争异常激烈的长三角地区,因此未来异地扩张是否能够成功还存在较大的不确定性。预计公司未来两年的业绩增长在 20%-25%之间。

预计公司在 2011 年,2012 年将分别实现每股收益 0.9 元和 1.09 元。按照公司 6 月 22 日 15.88 元的收盘价计算,2011 年和 2012 年的动态市盈率分别为 18 倍和 15 倍,相对于申万零售板块 21 的动态市盈率估值合理,故给予公司“增持”评级。

10、风险提示

宏观经济出现重大波动。

行业竞争加剧的风险。

公司异地扩张受阻的风险。

快速扩张带来的相关费用可能拖累整体业绩。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。