



张洋

执业证书编号: S0730511030003

021-50588666-8032

zhangyang1984@ccnew.com

文峰股份——(601010)调研简报

研究报告-调研报告

增持(维持)

发布日期: 2011年6月27日

核心观点:公司业务主要集中在江苏省南通地区,经过多年经营,公司在区域内拥有较高的知名度和品牌影响力,加之旗下门店位置优越,且多为自有门店,公司在南通地区竞争优势明显。但随着南通市场日渐饱和,公司未来业绩的提升将取决于其是否能够成功走出南通地区。预计公司未来两年的业绩增长在20%-25%之间,2011年,2012年每股盈利0.9元,1.09元,按6月24日17.24元的收盘价计算,动态市盈率分别为19倍和16倍估值合理,给予公司“增持”评级。

事件:6月20日和21日,我们对文峰股份海门店,如皋新店,南大街店以及南通二店进行了实地调研。

点评:

- **海门店:公司老式门店的代表。**海门店于1998年投入使用,地处海门市核心商业地带,经营面积15000平方米,经营范围涵盖,百货,超市,和家电。2010年该店实现销售将近4亿元(含税),平均客单价在500-600元之间,毛利率水平在20%左右,净利率水平超过8%。较高的净利润水平一方面得益于该店是当地唯一大型百货门店,对供应商和消费者具有较高的议价能力,另一方面是由于该店租赁时间较早,因而租金成本较低,目前仅为180万元/年。预计该店今年将实现20%左右的增长,贡献4000万元左右的净利润。未来公司考虑以城市综合体的形式在海门新区再自建一家大型购物中心,以确保公司在当地的优势地位。
- **如皋新店:公司募投项目的典范。**如皋新店是公司的募投项目之一,整体投资将近3.5亿元,并于2010年底已经投入使用,项目包括:购物中心,酒店和商业街三个部分。公司已将全部的商业街,以及70%的酒店对外进行了销售,回笼资金超过1亿元。购物中心部分包括百货,超市,家电,餐饮,一家大型影院以及一家电子娱乐中心。该店整体的经营面积为3.7万平方米,是当地最大的商业中心,无论是规模还是档次都远超其他竞争对手。同时公司将经营面积中的8000-9000平方米用于出租,年租金收入在500-600万元之间。预计该店2011年即可实现盈利,全年销售额有望达到5-6亿元,并贡献5000万元左右的净利润,未来销售增速在20%至30%之间。另外,原有的如皋老店经改造后变为独立家电卖场。
- **南通二店:公司未来新的利润增长点。**南通二店于2010年底开工,预计2013年可全部完成。该项目由集团和外部股东联合经营,其中大股东占51%的股权,外部股东占49%的股权。公司上市后预计集团将把其持有的51%的股权转让给上市公司。项目包括:购物中心、商铺、写字楼、酒店和住宅5个部分,其中商铺4万平方米,住宅6.8万平方米,写字楼4万平方米。目前,商业街部分已经对外预售,一层平均售价4.8万元/平方米,二层平均售价3.8万元/平方米。未来住宅项目的平均售价在14000元/平方米左右。公司预计南通二店配套商铺,办公,住宅等销售全部完成后可实现净利润合计5.3亿元,51%权益部分对应约2.7亿元的净利润。如果按照2:5:3的比例将利润在2011年,2012年和2013年三年分配,则分别增厚净利润5400万元,1.35亿元和8100万元。但是该项目注入上市公司的时间还不确定。

- **南通南大街店：公司的旗舰门店，未来仍有业绩增长空间。**南大街店位于南通市核心商圈，是公司旗下的主力门店，盈利能力远超其他门店，目前经营面积 5.4 万平方米，2010 年实现销售 17.7 亿元。目前该店正在进行外立面的装修，装修期间经营并未受到任何影响，今年 1-5 月销售同比增速 20-25% 之间，预计全年增速不低于 20%，这从一个侧面反映出公司在当地强大的号召力。通过实地考察我们认为该店未来销售还有进一步提升的空间：（1）目前门店的布局并不合理，整体感觉有些杂乱，比如精品男装和女装被单列出来放在顶层，体育用品系列被安排在三楼等，化妆品的面积不大且档次偏低。我们认为通过调整商场的布局，以及品牌的档次，业绩还有进一步提升的空间。（2）公司未来将对该门店进行扩建，预计新增面积 8000 至 1 万平方米，新增的营业面积也将进一步拉动该店的经营业绩。该门店的主要竞争对手是一街之隔的金鹰百货和隔壁的八百伴。从规模上看金鹰的体量过小，营业面积仅为 6000 平方米，无法对公司形成有力的竞争。而隔壁的八百伴在经营面积上与南大街店差异不大在 5 万平方米以上，但客流明显较少，特别是二楼以上的营业场所。但从商品的摆放布局上来看，八百伴显得更加合理。综合考虑，不排除八百伴未来成为该店有力竞争对手的可能。
- **公司未来的扩张战略。**针对南通及南通以外地区的业务扩张公司将有不同的侧重点，同时，公司还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，对南通地区进行进一步的深耕细作。

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，计划通过城市综合体的开发模式来推动当地业务的扩张。目前公司在，盐城，宿迁，连云港等地积极寻找合适的项目。

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。公司还将借整合超市业务的契机对旗下加盟连锁店进行梳理，增加公司配送比例，目前这一比例仅为 2%，未来应具有较大提升空间。

如果公司的发展战略能够得到顺利实施，预计未来业绩将保持 20%-25% 的增速。

- **盈利预测：**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 1：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

- **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着较大的不确定性。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 6 月 24 日 17.24 元的收盘价计算，2011 年和 2012 年的动态市盈率分别为 19 倍和 16 倍，相对于申万零售板块 21 倍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；公司盈利预测中已包含南通二店的潜在收益，如果该店无法顺利注入，将对公司业绩产生重大影响。



盈利预测

	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

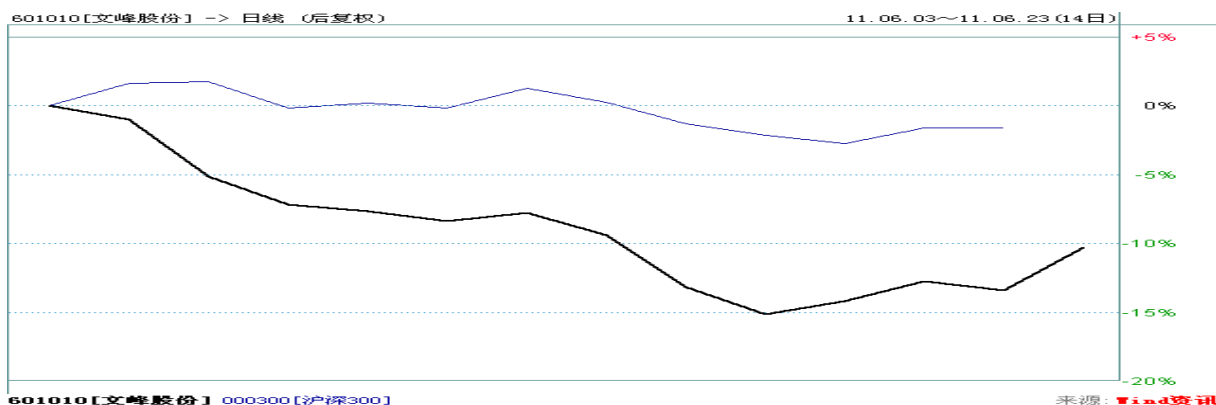
市场数据 (2011年6月21日)

收盘价 (元)	16.00
一年内最高/最低 (元)	18.83/ 15.50
沪深300指数	2909.07
市净率 (倍)	2.40
流通市值 (亿元)	14.08

基础数据 (2010年12月30日)

每股净资产 (元)	2.62
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)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



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。