

文峰股份 (601010.SH) 批发和零售贸易

加快二三线城市布局，提高苏北地区影响力

公司研究简报

◆公告梗概：

公司以成交价人民币3.2亿元竞得江苏省大丰市原市政府地块，该地块土地性质为商住，规划总用地面积：66680平方米，预计建筑总面积25万平方米（含地下），其中公司自用购物中心面积预计8万平方米，其余部分可供出售、出租。

◆加快二、三线城市外延，提高苏中、苏北占有率

大丰市地处苏中东部，为盐城市下的地级市。公司进驻盐城市较早，熟悉当地消费习惯，其中大世界盐城店于2001年开业，为公司跨地区开办的第一家综合性现代化百货商店。由于城市规划调整，原租赁物业所在地拆迁，该店于2010年9月暂停营业，公司拟重新选址开业。目前公司在盐城市拥有盐城阜宁店和建湖店2家电器销售专卖店。

大丰市经济发展水平较高，连续第八年跻身“全国县域经济基本竞争力百强县（市）”，2010年位居第67位，较2009年提升5位。本次项目建成后将成为大丰市中心核心商圈规模最大、现代化程度最高的城市综合体，我们认为公司在盐城地区具有较高的品牌影响力，该项目符合公司加快在经济水平较高、竞争相对温和的二、三线城市连锁发展的既定战略，并且购物中心位居核心商圈体量庞大，达8万平米（包含停车场及小商铺，实际体量约5-6万平米），建成之后将在当地形成不可撼动的地位，获得市场垄断优势，有利于公司提高市场占有率、获取新的利润增长点、实现外生性增长。同时，公司对外租售购物中心中的配套小商铺，有助于填补购物中心培育初期的亏损。

与以往上市公司和大股东合作开发城市综合体不同，本次项目为公司单独购入地块进行开发。我们预计城市综合体中住宅、写字楼、酒店的后续建设和运营，仍将由大股东文峰集团鼎力相助，大股东强大的酒店、地产开发和管理能力将有助于提高项目的成功概率。

◆维持买入评级，目标价26元：

由于该项目预计在2012年4月开工，2013年底至2014年初投入使用，我们暂不调整盈利预测，维持公司2011-2013年EPS分别为0.96/1.23/1.59元的估计，未来三年CAGR为30.4%，认为公司的合理价值为26元，对应2011年主业30倍市盈率，维持买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,881	5,590	7,166	8,864	11,273
营业收入增长率	6.15%	14.53%	28.20%	23.68%	27.18%
净利润（百万元）	293	353	475	605	783
净利润增长率	8.84%	20.44%	34.67%	27.35%	29.41%
EPS（元）	0.59	0.72	0.96	1.23	1.59
ROE（归属母公司）	33.75%	34.53%	12.85%	14.06%	15.40%
P/E	31	25	19	15	11

买入（维持）

当前价/目标价：18.18/26.00元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

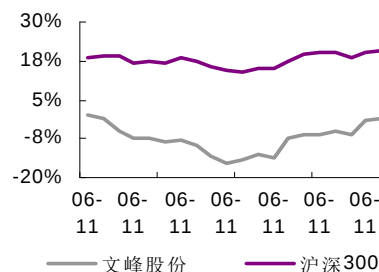
总股本(亿股)：4.93

总市值(亿元)：-

一年最低/最高(元)：15.50/18.83

近3月换手率：15.85%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.00	0.00	0.00
绝对	0.00	0.00	0.00

相关研报

文峰股份：收购两项目股权，租赁业务利润略超预期---公司公告点评

..... 2011-07-01

文峰股份：购物中心极具复制性，综合开发优势明显---公司调研简报

..... 2011-06-26

文峰股份：深耕江苏二三线、细作购物中心业态---新股深度报告

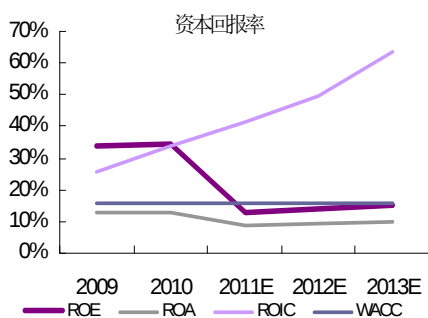
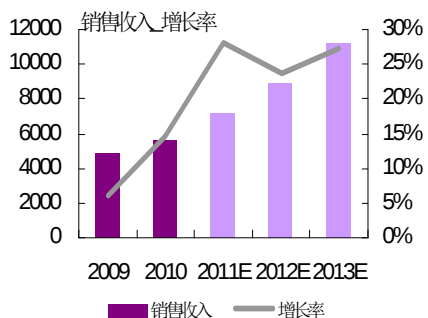
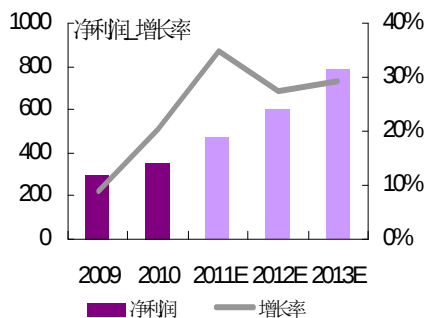
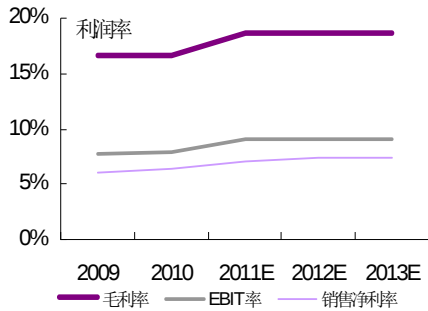
..... 2011-05-19

图表 1：文峰股份 EPS 预测拆分

2011-2013 年文峰股份 EPS 预测拆分 (2011 年 7 月 1 日更新)

	2011E	2012E	2013E
零售主业	0.82	1.09	1.45
地产业务	0.14	0.14	0.14
合计	0.96	1.23	1.59
	2011E	PE	合理价值
零售主业	0.82	30	24.6
地产业务	0.14	10	1.4
合计	0.96		26.0

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,881	5,590	7,166	8,864	11,273
营业成本	4,071	4,664	5,827	7,206	9,179
折旧和摊销	51	65	117	133	148
营业税费	46	56	92	114	139
销售费用	251	289	400	502	633
管理费用	132	140	197	243	306
财务费用	11	12	-35	-83	-106
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	3	3	3
营业利润	366	434	688	885	1,125
利润总额	394	479	688	885	1,125
少数股东损益	1	1	34	50	50
归属母公司净利润	292.90	352.78	475.10	605.04	782.96

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,252	2,720	5,708	6,830	8,314
流动资产	1,137	1,449	4,356	5,410	6,843
货币资金	503	855	3,593	4,484	5,683
交易型金融资产	0	50	50	50	50
应收账款	17	18	24	29	37
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	137	116	143	177	225
存货	309	307	406	503	641
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	3	3	3	4
固定资产	745	875	957	1,024	1,075
无形资产	199	251	239	227	215
总负债	1,377	1,691	1,970	2,437	3,089
无息负债	1,374	1,688	1,970	2,437	3,089
有息负债	3	3	0	0	0
股东权益	874	1,029	3,738	4,392	5,225
股本	383	383	493	493	493
公积金	97	133	2,270	2,331	2,369
未分配利润	388	506	933	1,478	2,223
少数股东权益	6	7	41	91	140

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	548	659	702	1,003	1,288
净利润	293	353	475	605	783
折旧摊销	51	65	117	133	148
净营运资金增加	-180	-298	125	-47	-54
其他	385	539	-15	312	411
投资活动产生现金流	-414	-72	-197	-197	-197
净资本支出	314	111	200	200	200
长期投资变化	1	3	0	0	0
其他资产变化	-730	-186	-397	-397	-397
融资活动现金流	-212	-199	2,234	85	108
股本变化	0	0	110	0	0
债务净变化	-2	0	-3	0	0
无息负债变化	303	314	282	467	652
净现金流	-78	387	2,739	891	1,199

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.15%	14.53%	28.20%	23.68%	27.18%
净利润增长率	8.84%	20.44%	34.67%	27.35%	29.41%
EBITDA 增长率	7.41%	18.90%	51.24%	21.43%	25.06%
EBIT 增长率	5.40%	17.52%	47.02%	22.93%	27.28%
估值指标					
PE	31	25	19	15	11
PB	10	9	2	2	2
EV/EBITDA	17	14	8	6	4
EV/EBIT	19	16	10	7	5
EV/NOPLAT	26	21	13	10	7
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	7	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	16.60%	16.56%	18.68%	18.70%	18.57%
EBITDA 率	8.74%	9.07%	10.70%	10.51%	10.33%
EBIT 率	7.70%	7.90%	9.06%	9.01%	9.02%
税前净利润率	8.06%	8.57%	9.60%	9.98%	9.98%
税后净利润率 (归属母公	6.00%	6.31%	6.63%	6.83%	6.95%
ROA	13.07%	13.01%	8.91%	9.59%	10.01%
ROE (归属母公司) (摊	33.75%	34.53%	12.85%	14.06%	15.40%
经营性 ROIC	25.45%	33.90%	41.20%	49.87%	63.75%
偿债能力					
流动比率	0.83	0.86	2.22	2.23	2.22
速动比率	0.60	0.68	2.01	2.02	2.01
归属母公司权益/有息债务	289.30	340.54	-	-	-
有形资产/有息债务	672.51	811.43	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.59	0.72	0.96	1.23	1.59
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.11	1.34	1.42	2.04	2.61
每股自由现金流(FCFF)	0.41	1.17	0.56	1.16	1.53
每股净资产	1.76	2.07	7.50	8.73	10.32
每股销售收入	9.90	11.34	14.54	17.99	22.87

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

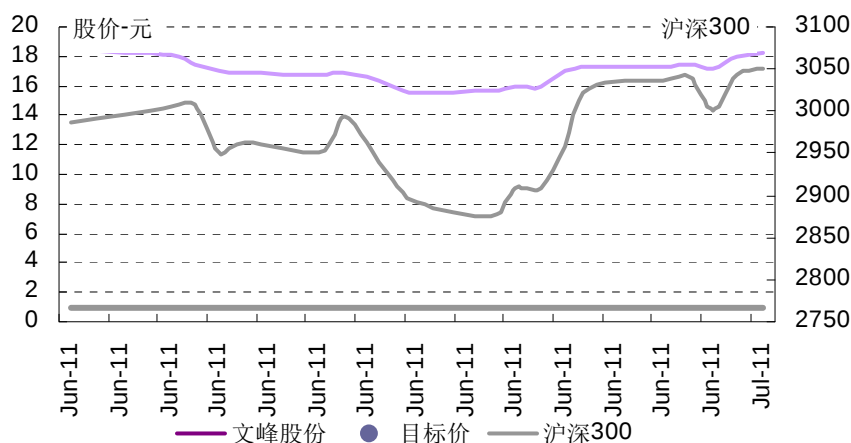
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.)，同济大学高分子材料与工程系工学学士，精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

文峰股份（601010）



日期	股价	目标价	评级
2011-05-19	18.34	24.40	无评级
2011-06-26	17.24	24.70	买入
2011-07-01	18.01	26.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com