

分析师: 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040003

联系人: 史恒辉 (8621)65799539 shihh2@cjsc.com.cn

费用控制得力, 显著提升利润增速

事件描述

文峰股份今日公布 2011 年中报:

- 1) 2011 年上半年公司实现营业收入 33.17 亿元, 比去年同期增长 15.88%; 实现营业利润 2.89 亿元, 比去年同期增长 22.07%;
- 2) 公司上半年实现净利润 2.24 亿元, 同比增长 25.5%; 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 2.09 亿元, 同比增长 21.59%; 摊薄每股收益为 0.56 元。

事件评论

第一, 上半年营业收入增长平稳, 费用控制得力, 使得净利润增速获得显著提升

公司上半年实现营业收入 33.17 亿元, 比去年同期增长 15.88%; 实现营业利润 2.88 亿元, 比去年同期增长 22.07%; 实现净利润 2.24 亿元, 比去年同期增长 25.5%。扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为 2.09 亿元, 增长 21.59%。

公司上半年仅新开一家门店, 为扬州市宝应文峰大世界, 开业日期 6 月 18 日, 对于上半年的业绩基本没有贡献, 因此上半年主要是靠原有门店的内生增长拉动, 主营业务收入增速为 15.3%。分业态来看, 百货子行业的收入增速为 19.44%, 超市为 5.08%, 电器销售为 13.27%。百货增速较快主要是受益于南通地区三四线城市居民消费能力的提升; 超市业务一直是公司的薄弱环节, 在引入台湾的管理团队后正处于磨合的过程中; 电器销售则由于去年同期基数较高, 今年增速略有下降。

表 1: 主营业务分业态情况明细

分业态	主营收入占比	收入增速	毛利率	毛利率变动
百货业态	56.38%	19.44%	17.43%	-0.41%
超市业态	15.48%	5.08%	12.76%	+2.01%
电器业态	27.91%	13.27%	11.08%	+0.41%
其他	0.22%	46.96%	73.13%	+7.20%
合计	100.00%	15.30%	15.05%	+0.14%

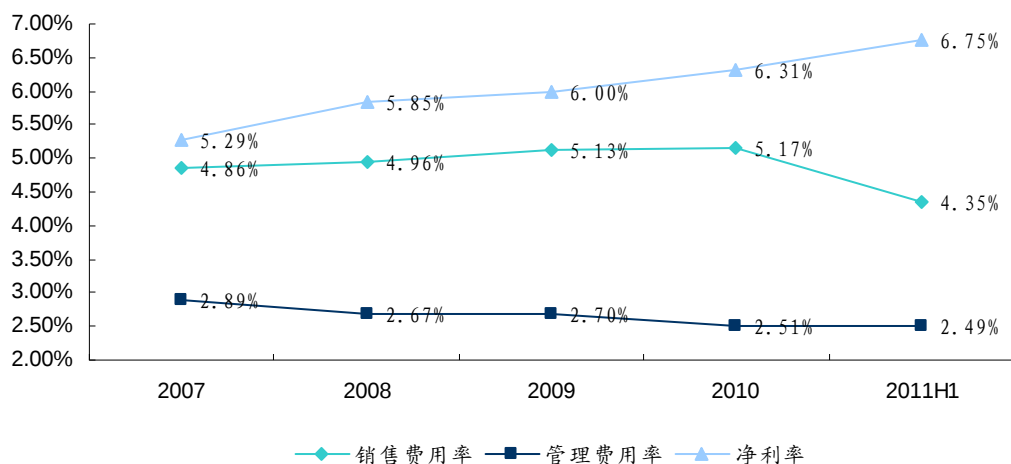
资料来源: 长江证券研究部

公司上半年综合毛利率为 16.68%, 与 2010 年综合毛利率 16.56%相比略有提升。其中百货业务毛利率为 17.43%, 同比下降 0.41%。百货业务毛利率虽然小幅下滑, 但是由于公司在南通及周边地区的区域优势明显, 拥有较强的议价

能力，因此毛利率整体水平在行业中排名中游。超市业务竞争激烈，公司不具备明显的竞争优势，毛利率为 12.76%，同比上升 2.01%，在引入台湾的专业经营团队后，毛利有望进一步改善。家电销售毛利率为 11.08%，同比上升 0.41%；主营业务毛利率合计为 15.05%，上升 0.14%，变动较小。

公司上半年费用控制得力，销售费用率改善明显，由去年的 5.17% 下降到今年上半年的 4.35%，是提升利润增速的最重要原因，反映了公司内部管理能力的提升。管理费用率从 2.51% 下降至 2.49%，净利率水平由 6.31% 提升至 6.75%。

图 1： 近几年主要费用率及净利率变动情况



资料来源：长江证券研究部

第二，公司稳步向苏中、苏北二三线城市扩张，持续获得新的利润增长点

公司积极寻找拓展经营网络的机会，通过自建、租赁以及收购等方式进入苏中、苏北及其他地区，尤其是经济水平较高、竞争相对温和的二线、三线城市，加速占领市场，获取新的利润增长点，实现外生性增长。江苏省是中国经济最为发达的地区之一，江苏省内的二三线城市，区域市场容量和消费力并不逊于中、西部的一线城市，发展潜力较大。公司目前瞄准的重点是泰州、盐城、连云港等地，在上述地区目前并没有具有垄断优势的本地商业零售企业，公司的品牌和资本实力优势明显。

根据公司公告，继 6 月 18 日宝应文峰大世界成功开业后，公司目前正加紧筹建海安文峰大世界和启东新文峰一期工程，力争这两个项目在今年年底前营业，这两个项目的预计经营面积分别为 5.5 万平米和 6.6 万平米。此外，南通二店将在下半年正式开工建设；公司于 6 月 30 日在盐城大丰市以 3.2 亿元竞得一块土地使用权，该地块预计建筑总面积将达到 25 万平米，其中公司自用购物中心面积预计在 8 万平米左右。

我们认为，借助于上半年进行的 IPO 融资，公司解决了困扰多年的资金瓶颈问题，将会进入加速扩张的高成长阶段，未来 3 年公司至少新建或者扩建 10 家以上的门店。持续的外地扩张，将能使公司的主营业务收入保持稳定的高增长，进一步增强公司的规模优势。

第三，大股东实力雄厚，对于上市公司的支持力度较大

大股东文峰集团在 IPO 时曾承诺将更多优质资产注入上市公司，7 月份即得到落实。大股东将上海文峰千家惠近 10 万平方米的物业以账面原值转让给公司，折算转让价格低于 4000 元/平方米，而附近住宅价格约 25000 元/平方米。此外，为支持公司开设南通二店，文峰集团及其关联方将所持有的文景置业 50% 股权转让给公司，转让价格按照原始投资成本确定，不作任何评估溢价，共计 5600 万元；而该项目将包括购物中心、商业街、酒店、办公、住宅等，其中商业街已与另一股东方签订包销合同，仅商业街销售预计利润超过 2 亿元；在其后挂牌出让的周边地块土地楼面价已经上涨了 32%。

第四，预计公司 2011/2012 的 EPS 分别为 0.92 元和 1.10 元，给予谨慎推荐评级

我们认为，公司在南通市场上占有优势地位，公司的品牌影响力、美誉度和顾客忠诚度都较高，为公司带来市场份额和获利能力的持续提升。公司侧重于在经济发达地区的二三线城市进行布局，能够充分受益于这些地区的消费升级和消费普及的趋势，避开一线城市的激烈竞争，易于取得局部区域的市场领先地位。控股股东文峰集团资源丰富，实力雄厚，对于公司支持力度很大，使得公司在未来的购物中心开发方面具备较大的优势。未来 3 年公司将新建或改建 10 家以上的门店，主营业务收入能够保持稳定的高增长。

我们预计公司 2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.92 元和 1.10 元，给予公司谨慎推荐的评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5590	6534	7683	9071	货币资金	855	3377	3843	4438
营业成本	4664	5420	6375	7517	交易性金融资产	50	50	50	50
毛利	926	1114	1308	1555	应收账款	134	157	184	217
% 营业收入	16.6%	17.1%	17.0%	17.1%	存货	307	357	420	495
营业税金及附加	56	66	77	91	预付账款	80	93	109	129
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	23	24	28	34
销售费用	289	287	338	399	流动资产合计	1449	4058	4635	5363
% 营业收入	5.2%	4.4%	4.4%	4.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	140	163	191	226	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	-21	-36	-41	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	固定资产合计	983	1200	1418	1639
资产减值损失	-2	1	1	1	无形资产	251	239	227	215
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	12	0	0	0
营业利润	434	618	736	878	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	7.8%	9.5%	9.6%	9.7%	资产总计	2720	5521	6305	7242

营业外收支	45	0	0	0	短期贷款	3	0	0	0
利润总额	479	618	736	878	应付款项	798	927	1090	1285
% 营业收入	8.6%	9.5%	9.6%	9.7%	预收账款	604	705	829	979
所得税费用	125	161	192	229	应付职工薪酬	22	26	31	36
净利润	354	457	544	649	应交税费	105	131	155	185
归属于母公司所有者的净利润	352.8	455.8	542.3	647.3	其他流动负债	157	180	212	250
少数股东损益	1	1	1	2	流动负债合计	1688	1969	2317	2735
EPS (元/股)	0.72	0.92	1.10	1.31	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	659	707	816	974	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益					负债合计	1691	1972	2320	2738
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	1022	3541	3974	4492
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	7	9	10	12
固定资产投资	-111	-265	-277	-291	股东权益	1029	3549	3984	4504
其他	39	0	0	0	负债及股东权益	2720	5521	6305	7242
投资活动现金流净额	-72	-265	-277	-291	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.716	0.925	1.100	1.313
股权融资	1	2200	0	0	BVPS	2.67	9.25	8.07	9.12
银行贷款增加 (减少)	0	-3	0	0	PE	25.88	20.04	16.84	14.11
筹资成本	200	-116	-72	-88	PEG	1.15	0.89	0.75	0.63
其他	-401	0	0	0	PB	6.94	2.00	2.30	2.03
筹资活动现金流净额	-199	2081	-72	-88	EV/EBITDA	16.66	8.74	6.86	5.11
现金净流量	387	2523	466	595	ROE	34.5%	12.9%	13.6%	14.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。