

文峰股份 (601010.SH)

南通王者，驰骋于江苏三、四线城市

欧亚菲 分析师 电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511020002

瞿猛 分析师 电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511050001

南通零售企业龙头，“三位一体”协同效应明显

公司是南通市最大的零售企业，已形成以百货为主体、电器和超市为两翼、多业态联合发展的运营模式，“三位一体”协同效应明显。公司拥有 33 家门店，包括 11 家购物中心、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店其中，21 家位于南通市，11 家分别分布在盐城、泰州、连云港和上海等市，经营面积达 36.46 万平米，其中自有物业为 24.11 万平米，占比达 66%以上。

公司垄断优势明显，大股东联合开发加速渠道向三四线城市下沉

公司在南通各地区垄断优势明显，具有较强的品牌认可度和消费粘性，初步形成扎根南通，辐射华东的经营格局。主力门店南大街店位于南通核心商圈，具有很强的区位优势，其他县级市门店基本均处于当地核心商圈；江苏辖 13 个地级市，52 个市辖区，26 个全国百强县，仍有近 30 个市县可进入，扩张空间广阔；大股东联合开发城市综合体，互补优势明显，坚持做透、做大苏中、苏北市场，在确保区域龙头地位的同时，择机进行跨区域发展；此外，公司业绩已经进入高速增长期，储备项目丰富，现有门店调整空间较大，将有效支撑公司中长期发展；而且较高的自有物业不仅可以抵御租金快速上涨带来的成本压力，也提升了公司的重估价值，为股价提供较强安全边际；低成本扩张及较强的费用控制力使公司新开门店培育期在 1 年以内。

南大街店及沪东店构成盈利主力，其他门店均衡发展

大世界南大街店、上海大世界沪东店构成公司盈利主力，合计占购物中心收入的 51%，其他如东、如皋、海安、启东等门店基本都在 3 亿元以上。公司百货门店内生增长良好，2008-2010 年公司百货门店营业收入复合增长率为 11.64%。南大街店今年上半年百货部分同比增 22%。

盈利预测及投资建议

公司业绩进入快速增长期，上调 2011-2013 年 EPS 至：0.89，1.32，1.58，其中零售对应 EPS 分别为：0.87,1.13,1.47，（此前 0.94/0.82,1.22/1.07,1.46/1.34），目标价：28 元，维持“买入”评级。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4880.81	5590.18	6626.15	8692.10	10642.2
增长率(%)	6.15%	14.53%	18.53%	31.18%	22.44%
EBITDA(百万元)	432.58	505.45	632.60	900.28	1074.88
净利润(百万元)	292.90	352.78	440.75	652.78	778.38
增长率(%)	8.84%	20.44%	24.93%	48.11%	19.24%
每股收益(元)	0.77	0.92	0.89	1.32	1.58
市盈率	0.00	0.00	20.41	13.78	11.55
市净率	0.00	0.00	2.46	2.08	1.77
EV/EBITDA	0.00	0.00	9.47	5.77	4.03

数据来源:文峰大世界连锁发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

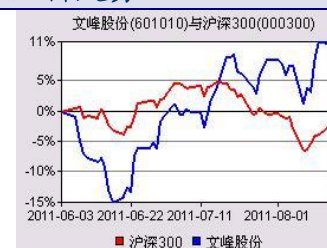
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	18.89
目标价格(元)	28.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.76%	11.34%	11.34%
沪深 300	-6.74%	-6.72%	2.18%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	492.80/88.00
主要股东:	江苏文峰集团有限公司
主要股东持股比例	65.28%

财务比率

ROE	34.53%
ROA	19.74%
资产负债率	62.17%
每股净资产(元)	2.67
2010 年报数据	

核心观点

- 业绩增长点：外延式扩张的快速推进以及现有门店的内部调整。
- 公司在南通地区垄断优势明显，具有较强的品牌认可度和消费粘性，主力门店南大街店在扩建、装修期间的客流量仍明显高于周围其他百货门店，而且 2010 年收入达 17.7 亿元，同比增长 19.5%，预计 2011 年仍将增长 20% 左右，家电市场占有率超过 55%；
- 未来扩张空间广阔，江苏省辖 13 个地级市，52 个市辖区、27 个县级市、25 个县，其中 26 个为全国百强县，仍有近 30 个市县可进入。大股东与上市公司合作开发城市综合体，可以形成较强的互补性，并有利于加快渠道向苏中、苏北三、四线城市下沉；
- 公司 2009 年开始逐步加快外延式扩张步伐，业绩在 2010 年开始进入高速增长期，而且公司储备项目丰富可有效支撑公司未来几年高速增长；
- 较高的自有物业不仅可以有效抵御租金上涨，而且还可以为股价提供较强的安全边际。目前公司自有物业比例已经达 70%，重估值为 23.96 元；
- 作为集团的唯一平台，大股东对公司支持力度非常强，上海文峰千家惠近 10 万平方米(含加层部分)的物业以账面原值（低于 4000 元/平方米，而附近住宅价格约 25000 元/平方米）5509 万元为转让价，未来仍不排除有其他方面的支持。
- 低成本扩张及较强的费用控制力使公司具有较高的净利率水平以及较短的培育期，新店培育期一般在 1 年以内。公司自建购物中心成本只有购买成本的一半不到，而且拿地成本相对较低，通常项目装修完成后楼面面积每平米也不到 4000 元/平米。管理费用和销售费用率合计 8% 不到，处于行业较低水平。

目录索引

一、 文峰股份-南通零售业龙头	5
(一) 公司简介	5
(二) 公司业务构成	6
(三) 高管持有集团股份，激励机制灵活	7
二、 江苏经济发达，GDP 居全国第二	8
三、 公司优势分析	10
(一) 百货、电器垄断优势明显，超市逐步改善	10
(二) 大股东联合开发，加速渠道向三四线城市下沉	12
(三) 业绩进入高速增长期，储备项目支撑中长期发展	13
(四) “三位一体”协同效应明显，自有物业抵御租金上涨	13
四、 公司各门店经营分析	15
1、 大世界南大街店-旗舰店，今年上半年百货部分同店增速达 22%	15
2、 大世界如皋店-扩建后，进入高速增长期	16
3、 大世界如东店-扩建后，营业收入增速稳步提升	17
4、 大世界海门店-营业收入平稳增长	17
5、 大世界启东店-扩建项目三季度投入使用	17
6、 大世界海安店-增速相对较慢，扩建项目三季度投入使用	17
7、 大世界沪东店-营业收入增速较慢，但改善空间较大	18
8、 大世界通州店-2010 年营业收入进入高速增长期	18
9、 大世界泰州店-营业收入增速较慢	18
10、 大世界靖江店-作为次新店营业收入保持高速增长	18
11、 大世界宝盈店-体量较小，但增速有望保持较快增长	18
五、 公司财务分析-业绩步入高速增长期	19
六、 盈利预测与投资建议	20
(一) 盈利假设	20
(二) 估值及投资建议	21

图表索引

图 1: 公司南通市及江苏省门店分布图	5
图 2: 公司百货收入占比达 55%	6
图 3: 公司百货毛利占比在 60%以上	6
图 4: 公司收入、净利润进入高速增长期	7

图 5: 公司毛利率和净利率稳步提升	7
图 6: 公司股权结构图	8
图 7: 南通 GDP 增长率明显高于全国和江苏省	9
图 8: 2009 年南通社会零售总额增速位于全省前列	9
图 9: 江苏省人均可支配收入表现较高弹性	9
图 10: 2009 年南通人均可支配收入增速位于全省前列	9
图 11: 公司租金率处于行业较低水平	14
图 12: 公司折旧摊销率处于行业较低水平	14
图 13: 公司门店分布图	16
图 14: 公司净利润大明高于行业均值	19
图 15: 销售费用率略低于行业	19
图 16: 管理费用率大幅低于行业均值	19
图 17: 财务费用大幅低于行业均值	19
图 18: 营业收入增速逐步提升	19
图 19: 净利率增速逐步与行业一致	19
表 1: 公司各门店情况	6
表 2: 集团主要资产	8
表 3: 江苏省各地级市经济指标	9
表 4: 公司门店在南通其他县市竞争格局	10
表 5: 公司合作百货品牌	11
表 6: 公司储备项目支撑中长期发展	13
表 7: 公司重估值达 23.96	14
表 8: 公司购物中心增长率	15
表 9: 南大街店周围竞争格局	16
表 10: 公司各门店营业收入增速	20
表 11: 公司估值水平位于行业平均水平以下	22

一、文峰股份-南通零售业龙头

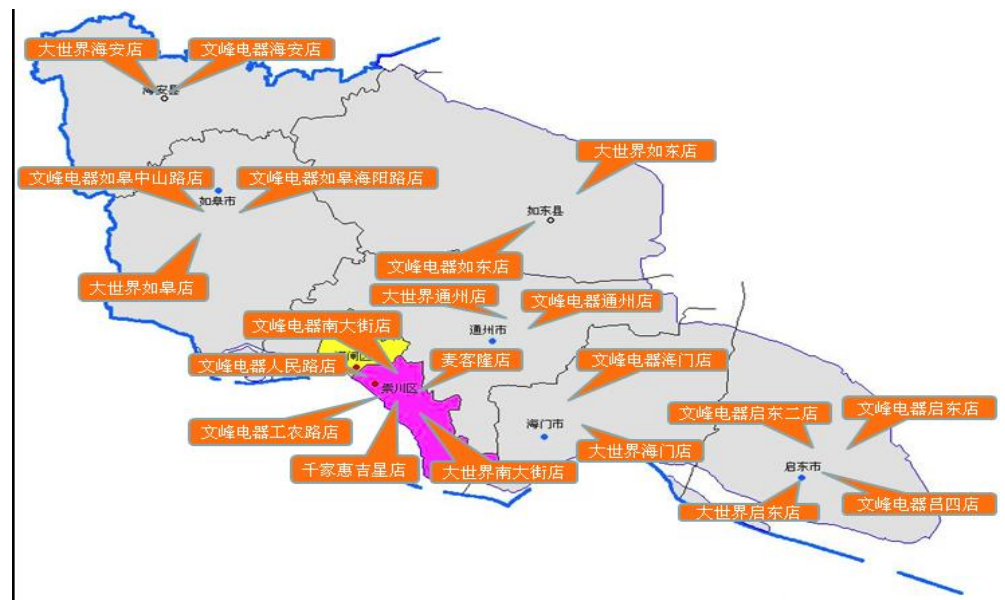
（一）公司简介

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，分布于华东沿海地区的上海、南通、盐城、泰州、连云港、扬州等 15 个市县，旗下拥有以“文峰大世界”为品牌的百货商场、以“文峰千家惠”为品牌的大型卖场、以“文峰电器”为品牌的电器店、以“文峰超市”为品牌的超市店。2010 年公司销售收入占南通市社会消费品零售总额的 4.40%，2009 年占南通市限额以上零售企业销售收入的 20.64%。2007-2010 年，公司在百强中分别排名第二十二、第二十二、第二十二和第二十一名。

目前，公司拥有 33 家门店，包括 11 家购物中心、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。33 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。公司经营面积达 36.46 万平米，其中自有物业为 24.11 万平米，占比达 66%以上，如果包括刚注入的上海千家惠除沪东店以外物业则自有物业比例达 70%以上。

公司共有 29 家子公司。按业态分类，百货业务子公司 13 家，超市业务子公司 6 家，电器业务子公司 9 家，加盟管理业务子公司 1 家；按业务性质分类，从事门店销售的子公司共 18 家（其中上海文峰购物广场同时从事门店销售及商品采购、配供），从事商品采购、配供业务的子公司共有 6 家（含上海文峰购物广场），从事其他业务 3 家，停业 3 家。

图 1：公司南通市及江苏省门店分布图





数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1：公司各门店情况

门店简称	地点	开业时间	经营面积 (平米)	2010 年营 业收入 (万)	坪效 (万元/ 平米)	物业 权属	商圈 类型	门店定位
大世界南大街店	南通市市区	1996 年 1 月	47,917	177,010.70	3.69	自有	核心	中高档
大世界如皋店	南通如皋市	2010 年 11 月	49,434	36,014.82	0.73	自有	核心	中档
大世界海门店	南通海门市	1998 年 9 月	12,154	34,357.97	2.83	租赁	核心	中档
大世界如东店	南通如东县	2009 年 5 月	24,638	37,142.45	1.51	自有	核心	中档
大世界启东店	南通启东市	1999 年 12 月	12,133	30,423.95	2.51	自有	核心	中档
大世界沪东店	上海市	2003 年 9 月	23,191	61,896.89	2.67	租赁	次级	中档
大世界通州店	南通通州市	2007 年 2 月	24,763	27,468.52	1.11	自有	核心	中档
千家惠泰州店	泰州市	2002 年 9 月	23,343	26,370.93	1.13	租赁	次级	中档
大世界靖江店	泰州靖江市	2009 年 11 月	27,229	11,902.08	0.44	自有	核心	中档
大世界海安店	南通海安县	2000 年 9 月	13,561	17,765.51	1.31	租赁	核心	中档

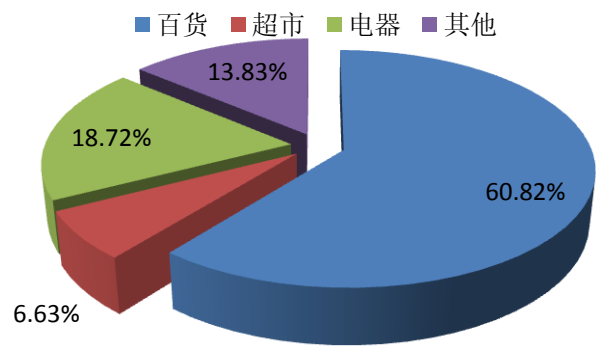
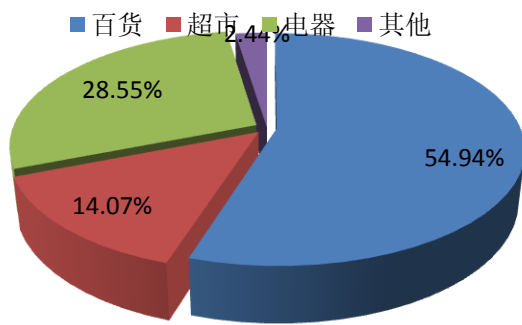
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 公司业务构成

公司以百货为主，家电和超市为辅，三位一体协同效应明显。百货营业收入占比达 54.94%，超市业务营业收入占比达 14.07%，电器占比为 28.55%，其他业务收入占比为 2.44%。其中南大街点 2010 年营业收入为 17.7 亿元，占百货业收入的 57.64%。从毛利看，百货毛利占比为 60.82%，超市为 6.63%，家电为 18.72%，其他业务毛利占比为 13.83%。

图 2：公司百货收入占比达 55%

图 3：公司百货毛利占比在 60%以上



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司 2009 年外延式扩张开始加速，2011 年业绩进入高速增长期。靖江购物中心、如东扩建购物中心相继在 2009 年开业；独立家电门店绝大部分在 2009 年开业，2011 年已经进入收获期。未来随着外延式扩张不断推进，公司有望延续高速增长趋势。除 2009 年之外，公司毛利率及净利率呈现稳步提升趋势。

图 4：公司收入、净利润进入高速增长期

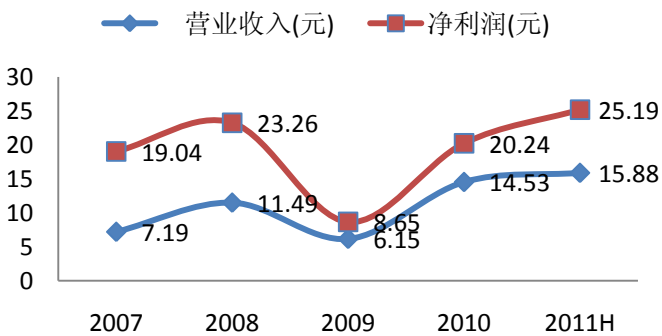
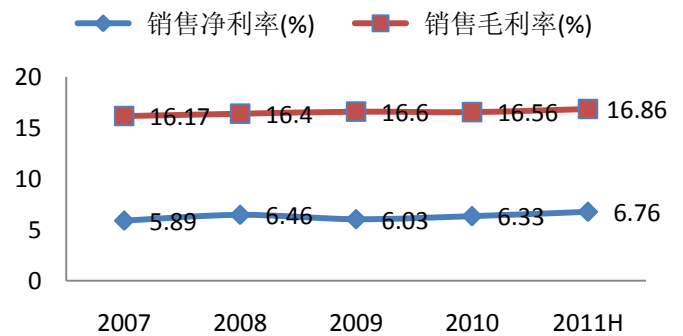


图 5：公司毛利率和净利率稳步提升

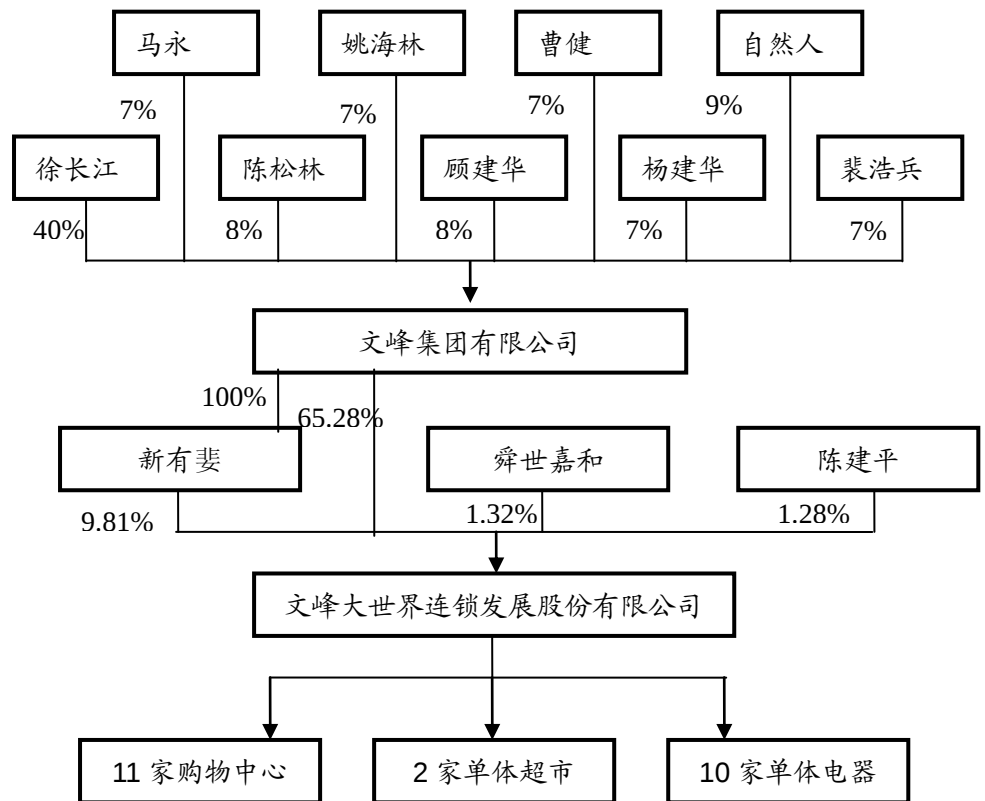


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

(三) 高管持有集团股份，激励机制灵活

文峰股份作为一家民营机制的零售企业，机制灵活。董事长徐长江持有 40% 集团股权，总经理顾建华持有 8% 股权，副董事长及董秘持有 7% 股权、副总经理马永持有 7% 股权，其他董事及监事及其他高管基本都持有集团股权，激励比较灵活。此外公司部分高管还持有南通大地房地产开发有限公司部分股权。

图 6：公司股权结构图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

文峰集团源于南通市文峰饭店，组建于 1995 年 2 月，是以旅游饭店、连锁商业为发展主体的综合型企业集团。集团经过十多年的发展，构建了旅游酒店、连锁商业、服装加工、汽车销售、房产开发等多行业于一体的综合型、开放型经营体系。2007 年集团营业收入 138.03 亿元，位居 2007 年度中国最大 500 家企业集团第 260 位。

表 2：集团主要资产

文峰集团控股公司	集团持股比例	简介	2010 年净资产（万）	2010 年净利润（万）
南通新有斐大酒店有限公司	集团持有 100%	南通唯一五星级 酒店	16684	3185.7
南通市文峰饭店有限公司	集团持有 100%	四星级酒店	9847	868
南通大饭店有限公司	集团持有 100%	四星级酒店	11806	142
江苏文峰汽车连锁发展有限公司等	文峰饭店持有 87%	10 家 4S 店	9748	2994
江苏文峰期货经纪有限责任公司	集团持有 60%	4 家营业部	7370	868
南通市大地房地产开发有限公司	集团持有 30%	房地产开发	-	-436

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二、江苏经济发达，GDP 居全国第二

江苏是我国经济强省，经济发展水平居全国前列，2010 年 GDP 达 4.09 万亿，全国排名第二，仅次于广东。江苏经济增长迅速，南京、徐州 GDP 增长率明显高于全国。随着城镇化进程的不断推进，以及人均可支配收入的大幅提升，

江苏社会零售总额增速明显高于全国水平，随着基数的增大，去年及今年上半年增速稍微有所放缓，但仍高于全国平均水平，社零总额占全国社零总额的 8.6%。南通社会零售总额在 2010 年达 1265 亿元，全省排名第四，占全省社零总额的 9.36%。

图 7：南通 GDP 增长率明显高于全国和江苏省

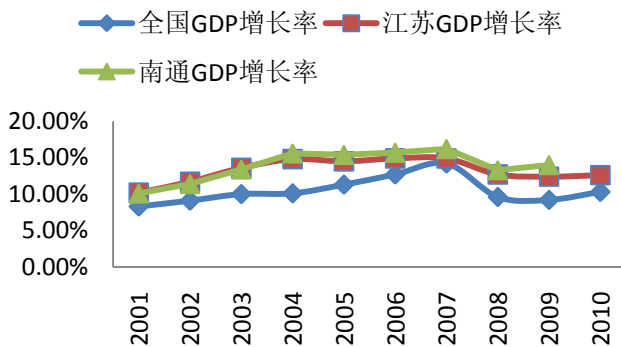
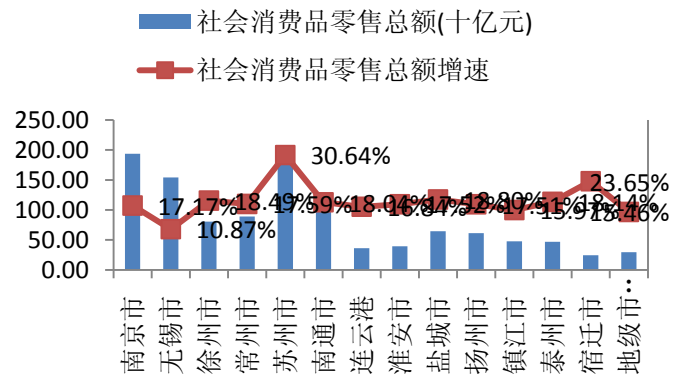


图 8：2009 年南通社会零售总额增速位于全省前列



数据来源：Wind、CEIC、广发证券发展研究中心

南通市人均可支配收入弹性明显高于全国及江苏省，经过 2008 及 2009 年金融危机之后，人均可支配收入迅速反弹，2010 年增速达 20.92%。南通人均可支配收入在 2010 年达到 23541 元，江苏省排名第五，明显高于全国平均水平 19109 元。从增速上看，南通人均可支配收入近 5 年复合增长率达 13.71%，明显高于全国的 12.73%以及江苏省 13.25%的增速。人均可支配收入的提升促进地区消费的快速增长。

江苏省地级市 2009 年人均可支配收入增长迅速，明显高于 36 个城市 8.31% 的增速，而且南京、无锡、苏州、常州四个城市人均可支配收入超过 36 个城市平均水平。从社会消费品零售总额来看，2009 年江苏 13 个地级市社会消费品零售总额增速也明显高于全国地级市平均水平。反映出江苏省内还有巨大的消费潜力有待挖掘。

图 9：江苏省人均可支配收入表现较高弹性

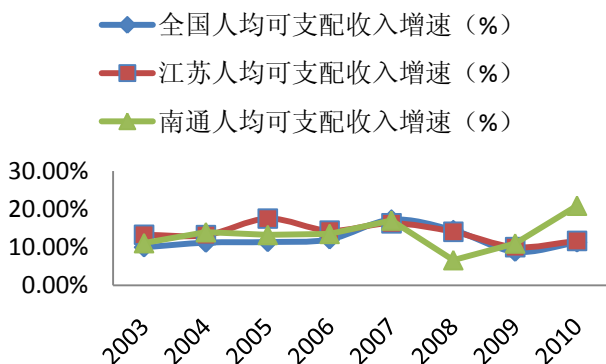
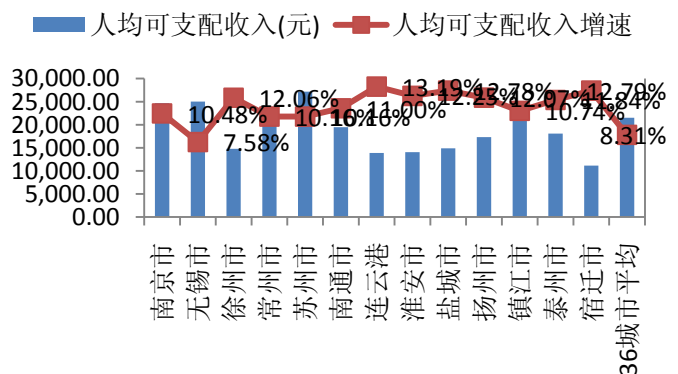


图 10：2009 年南通人均可支配收入增速位于全省前列



数据来源：Wind、CEIC、广发证券发展研究中心

表 3：江苏省各地级市经济指标

包括区县	总人口（万人）	非农业人口（万）	GDP（亿元）	社消零售总额（亿元）	人均可支配收入（元）
------	---------	----------	---------	------------	------------

苏州市	937	620	6701	2406	29219
南京市	771	595	3775	2268	28312
无锡市	620	420	4420	1809	27750
南通市	713	376	2510	1265	23541
常州市	445	272	2202	1045	26269
徐州市	868	426	2007	948	—
盐城市	748	346	1603	760	—
扬州市	450	238	1573	719	21766
镇江市	307	184	1408	560	23075
泰州市	467	238	1394	550	21359
淮安市	481	208	916	465	19043
连云港市	445	193	750	427	—
宿迁市	473	178	655	287	12757
全国	133972	66557	397983	156998	19109

数据来源：Wind、CEIC、广发证券发展研究中心

三、公司优势分析

公司各门店在南通及下属各县市均成为当地百货的标杆，而且处在当地消费最繁华的核心商圈，垄断优势明显。除了南通外，其下辖的各县市其他百货门店很少，而且即使有百货门店，其经营产品档次也较低，难以和公司相竞争。同时，公司在南通及下属各县市深受消费者喜爱，具有很强的品牌认可度，客流量较好，仅次于当地大卖场。此外，南通下属各县市百货及卖场门店比较分散，没有形成非常直接的竞争关系。

（一）百货、电器垄断优势明显，超市逐步改善

百货垄断优势明显

公司在南通各地区垄断优势明显，具有较强的品牌认知度和消费粘性。主力门店南大街店位于南通核心商圈-南大街商圈，具有很强的区位优势。南通二店今年上半年经注入上市公司，购物中心预计在 2013 年上半年开业，经营面积 4.5 万平米。届时，公司的垄断优势将进一步体现。

公司在如东、如皋、启东、泰州等市门店也有很高的品牌知名度和认知度，文峰品牌在当地树立了良好的品牌形象。综合来看，文峰店的经营面积远大于竞争对手的门店面积，在规模上也具有一定优势，凸显出公司在南通区域内的垄断优势。

表 4：公司门店在南通其他县市竞争格局

南通	文峰大世界南大街店	位于南大街商圈	约 54,000	百货（中高档）
	南通市八佰伴商场	位于南大街商圈	约 50,000	百货（中高档）
	金鹰国际	位于南大街商圈	约 6,000	百货（高档）
	亚萍国际	位于南大街商圈	约 30,000	百货（低档）
	侨鸿国际	位于南大街商圈	约 28,000	百货（顶级）
如东	文峰如东店	位于掘港镇青园中路	约 24,600	百货（中档）
	亚萍广场	位于掘港镇青园中路	约 12,000	百货（低档）

如皋	文峰如皋店	位于海阳路	约 49,400	百货（中档）
	华都百货	位于中山路与海阳路路口	约 15,000	百货（低档）
启东	文峰启东店	位于人民路	约 12,100	百货（中档）
	汇金百货	位于人民路江海路口	约 14,000	百货（低档）
海安	文峰海安店	位于人民中路	约 55,700	百货（中档）
	苏中大厦	位于宁海南路	约 4,000	百货（低档）
	华艺商场	位于人民中路	约 3,000	百货（低档）
	贵都广场	位于中坝南路	约 10,000	百货（低档）
	明珠国际	位于中坝南路与江海路交界	约 15,000	百货（低档）
泰州	文峰泰州店	位于青年路 38 号	约 23,300	百货（中档）
	泰州第一百货商店	位于坡子街商业中心	约 41,000	百货（低档）
	泰州金鹰国际购物中心	位于东进东路 18 号	约 39,000	百货（高档）

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司对品牌有一定的掌控力，有利于公司进行外延式扩张时同步推进。百货门店所经营的品牌大多数为国内外知名品牌，代表了所在地区的中高端水平。与公司建立合作的主要百货品牌按商品门类列示如下：

表 5：公司合作百货品牌

门类	品牌
工艺（含黄金、珠宝、钟表、文体）	老庙、明牌、周大福、老凤祥、潮宏基、珍宝雨、TESIRO、百泰、普拉特、金至尊、雷达、浪琴、梅花等
羊绒、羊毛、针织	梦特娇、金利来、春竹、鄂尔多斯、鹿王、三枪、雪竹、猫人、花花公子、AB 等
男装（含运动休闲）	耐克、阿迪达斯、杰克琼斯、沙驰、花花公子、美津浓、金利来、雅戈尔、九牧王、森马、汤尼威尔、梦特娇、LEE、斯卡图、比华利保罗等
女装（含童装）	VERO MODA、ONLY、波司登、三象、衣恋、法拉瑞茜、玖姿、圣美达、ESPRIT、艾格、季候风、ELLE、SCOFIELD 等
鞋帽	百丽、森达、千百度、菱光、红蜻蜓、CARTELO、星期六、富贵鸟、天美意、皮尔卡丹等
箱包	金利来、梦特娇、卡帝乐鳄鱼、幸运兔、花花公子、沙驰、赛蒂、LEONARDO DI GASUN、苹果、幸运狗等
化妆品	玉兰油、欧莱雅、欧珀莱、薇姿、蝶妆、羽西、美宝莲、资生堂、美伊娜多、雅呵雅等

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

家电在南通市场占有率达 55%以上

公司电器业务主要依托于公司百货门店的强势地位，在南大街店等 10 家综合经营的大型百货门店内开设电器销售专卖店进行经营。同时发挥连锁优势，在城市社区和中小城镇开设了多家单体专业店。收入方面，电器业务保持相对稳定比例，独立门店会不断增加，在江苏当地形成重要品牌。目前公司在南通家电市场占有率在 55%以上，垄断优势明显。此外，公司在购物中心开电器店具有很强优势，供应商方面可以获得和苏宁国美同样的政策，在某些品牌上拥有比国美和苏宁更优惠的政策。在售后服务方面，公司实行了“服务满意工程”，比苏宁和国美提供的服务要迅速和快捷。公司对售后服务严格规范，通过对顾客电话回访检查监控服务质量。公司通过优质的售后服务提升顾客满意度。

超市经营效率不断提升

超市经营方面，目前公司在引进台湾一流管理团队，共 7 人，团队稳定性受到阶段性影响，不过影响不会很长，今年能够逐步看到效果，明后年经营效益会体现的比较明显。生鲜经营也从外包专为自己经营，目前超市已经建立独立核算体系，之后其他方面也会逐渐独立进行运作。

从中报来看，公司超市业态经营效率大幅改善。超市管理上引进台湾团队后，经营效率有较大幅度提升，从而使上半年超市毛利率大幅提升 2.01 个百分点。

（二）大股东联合开发，加速渠道向三四线城市下沉

江苏省辖 13 个地级市，52 个市辖区、27 个县级市、25 个县，其中有 26 个全国百强县，另外 26 个经济水平排名也比较靠前，仍有近 30 个市县可进入，未来扩张空间广阔。上市为公司外延式扩张提供较为充裕的资金支持，未来几年外延式扩张有望逐渐加速。目前公司在南通市根基比较扎实，未来将采取差异化的进入策略，逐渐向江苏三四级市场渗透，实现渠道进一步下沉。公司扩张的重点在苏中和苏北竞争相对缓和的区域，不断在省内市场精耕细作，做大做强，省外扩张由近及远逐步推进。扩张进度上，购物中心每年新增 3 个左右，建设期在一年半左右，单个投入资金在 3 亿，独立电器门店 3-5 个，独立超市 3-5 个并加大大卖场投入的力度，门店数量有望迅速翻倍，目前公司仍有 10 几个项目有待进一步开发。

大股东合作开发助推公司加速扩张。外延式扩张方式上首选城市综合体，并采取大股东和上市公司合作开发的方式，尤其是大型城市综合体，房地产、酒店、办公等大股东进行开发，上市公司重点做商业部分开发，在开发资金上拿地时分开支付，之后各自开发，从而切断和大股东的关联交易。小型城市综合体上市公司独资开发。

与大股东合作以城市综合体方式进行外延式扩张优势明显：

- 1、大股东在房地产开发方面经验丰富，优势明显，由大股东来从事酒店和地产开发与公司互补性较强，而且拥有较强的资源优势，可以获得较多的当地政策支持，低价拿到土地等资源。
- 2、三、四线城市政府促进当地经济发展的力度较强，地方政府有加速城市化进程和推动城市升级的愿望，城市综合体有利于拉动当地消费增长，因此当地政府非常欢迎并给予大力支持。
- 3、三、四线城市缺乏购物中心式的消费方式，当地基本以百货门店+步行街形式的商圈模式，而购物中心消费方式契合当地消费升级方式，有利于激发当地消费，满足新型消费体验。
- 4、城市综合体开发成本只有购买成本 1/2 不到。搞城市综合体通过其他开发收益实现现金流快速回笼，如皋项目 6 万多平米，整体造价 2 亿多，每平方米 3000 多元，购买成本在 8000 元/平左右。自建成本只有购买的一半不到，而且小商铺还可以根据经营情况选择租或售，以减轻成本压力，实现迅速盈利。

（三）业绩进入高速增长期，储备项目支撑中长期发展

公司业绩从 2010 年开始已经进入高速增长期，业绩的高速增长主要来自外延式扩张的快速推进以及经营效率的提升。2009 年靖江店和如东店扩建项目投入使用，2010 年如皋店扩建项目投入使用，2011 年宝盈店在 6 月 18 日已经投入使用，10 月份海安店扩建项目、四季度连云港店及 2012 年 1 月份启东店扩建项目会陆续投入使用。最近两年新门店培育期基本在 1 年左右，如东、如皋店一年就实现盈利，宝应店估计 1.5 年可以盈利。较强的垄断优势、较低的扩张成本及费用控制能力、以及丰富的管理和外延式连锁化扩张经验保证新门店可以快速实现盈利。

表 6：公司储备项目支撑中长期发展

门店	旧店经营面积（平米）	新店经营面积（平米）	计划开业时间	项目开发模式
大世界海安店扩建项目	15961	55679	2011 年 11 月	购物中心+配套商业街
大世界启东店扩建项目	13733	66000	2012 年 1 月	购物中心+配套商业街
大世界连云港店	—	22000	2011 年四季度	—
大世界南通二店	—	45000	2013 年上半年	购物中心+配套商业街
大世界海门店	12154	60000	2013 年上半年	购物中心+配套商业街
大世界大丰店	—	80000	2014 年上半年	城市综合体

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（四）“三位一体”协同效应明显，自有物业抵御租金上涨

“三位一体”的协同效应明显，有助于形成规模，积聚人气，带动配套经营。公司的百货门店同时经营超市（综合超市或精品超市）和电器销售业务。三种业态并举发展，一方面有利于将公司百货品牌的优势向其他两种业态延伸，另一方面可以满足顾客一站式消费需求，更容易吸引顾客，三种业态互相带动人气，降低了单一业态经营的风险。同时，通过统一前、中、后台的管理和服务，起到了降低管理成本的作用。公司发展经验和经营效果显示，多业态组合经营的协同效应明显。三位一体，构筑了购物中心的核心功能，为公司快速拓展大型综合性购物中心项目，奠定了坚实基础。

通过提升自有物业来应对租金上涨。截至 2010 年底，公司经营面积约为 36 万平方米，其中自有物业约为 23 万平方米，占比达 63.88%，较高的自有物业有效的抵御了租金上涨给公司带来的不利影响。同时，公司自有物业比例在不断提升，今年上半年上海千家惠超市 10 万平米注入上市公司，使公司自有物业比例提升至 70%以上，收购进来租金和折旧抵消，另外租赁收入每年可达到 2000-3000 万，预计 2012 年自有物业比例可以提升到 80%，可以有效抵御租金上涨的压力。同时，公司租赁物业门店大部分开店时间早，签订了长期租约，租金低于目前市场水平；自有物业门店部分建成时间早，部分系购入物业后改扩建形成，公司取得土地或物业的成本及建筑成本均较低，只有购买成本的一

半不到，因此折旧、摊销压力不是很大。同时，公司自有物业比例较高，重估值为 23.96 元，为公司股价提供较强的安全边际。

图 11：公司租金率处于行业较低水平

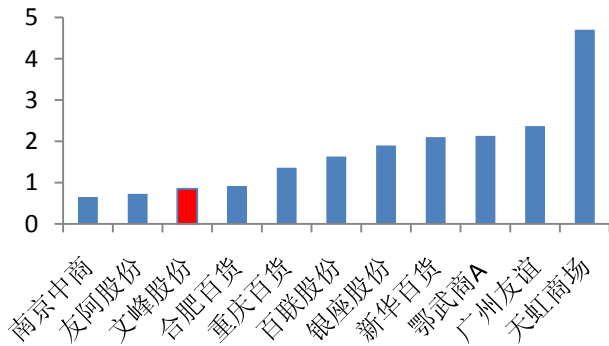
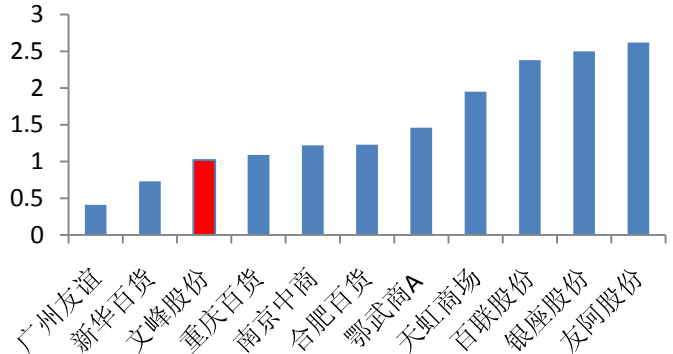


图 12：公司折旧摊销率处于行业较低水平



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 7：公司重估值达 23.96

门店简称	经营业态	面积（平方米）	价格	重估值	股权比例	权益价值
大世界南大街店	百货、精品超市	5.79	2.3	13.32	100%	13.32
大世界如皋店	百货、精品超市	4.94	1.5	7.42	100%	7.42
大世界如东店	百货、精品超市	2.46	1.5	3.70	100%	3.70
大世界启东店	百货、精品超市	1.21	1.5	1.82	100%	1.82
大世界通州店	百货、精品超市	2.48	1.5	3.71	100%	3.71
大世界靖江店	百货、精品超市	2.72	1.5	4.08	100%	4.08
千家惠吉星店	综合超市	0.69	2.0	1.37	100%	1.37
文峰电器靖江店	电器销售	0.40	1.5	0.60	100%	0.60
文峰电器南大街店	电器销售	0.62	2.2	1.36	100%	1.36
文峰电器如皋中山路店	电器销售	0.40	1.5	0.60	100%	0.60
文峰电器如东店	电器销售	0.48	1.5	0.72	100%	0.72
文峰电器启东店	电器销售	0.16	1.5	0.24	100%	0.24
文峰电器通州店	电器销售	0.43	1.5	0.65	100%	0.65
大世界海安店	百货、精品超市	5.57	1.5	8.35	100%	8.35
上海千家惠	物业	10.00	2.6	26.00	100%	26.00
南通二店	住宅、购物中心等	19.00	1.7	32.30	51%	16.47
合计						90.41
净负债						27.65
重估值						118.06
股权数						4.93
重估价						23.96

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

四、公司各门店经营分析

公司已形成以百货为主体、电器和超市为两翼、多业态联合发展的购物中心运营模式，依照“立足南通、辐射华东”的布局规划，坚持区域集中化原则，做透、做大苏中、苏北零售市场，在确保区域龙头地位的同时，择机进行跨区域发展。

大世界南大街店、上海大世界沪东店构成公司的盈利主题，合计占购物中心收入的 51%，其他如东、如皋、海安、启东门店基本都在 3 亿元以上；分区域看 2010 年南通门店占收入比为 72.94%。靖江店、如东店 2009 年开业，如皋店 2010 年开业，均进入收获期。靖江店 2011 年上半年百货部分营业收入同比增长 57%，如皋店百货部分同比增 49%，主力门店南大街店百货部分收入同比增长 22%，客单价达 436 元，其他门店基本保持在 20%左右的增速；超市总公司营业收入增 7.78%；家电总公司营业收入同比增 15.91%。

公司百货门店内生增长良好，2008-2010 年公司百货门店主营业务收入之和复合增长率为 11.64%。其中，公司大世界南大街店、大世界如皋店、大世界如东店、大世界通州店、大世界沪东店 5 家门店近三年复合增长率超过 10%。大世界盐城店，因城市规划调整，原租赁物业所在地拆迁，目前暂停营业，拟重新选址开业。此外大世界靖江店于 2009 年 11 月试营业，2010 年度，大世界靖江店实现主营业务收入 11,902.08 万元。

表 8：公司购物中心增长率

门店简称	2010	2009	2008	近三年复合增长率
大世界南大街店	177,010.70	148,133.79	141,683.30	11.77%
大世界如皋店	36,014.82	28,196.03	26,552.82	16.46%
大世界海门店	34,357.97	30,649.19	29,587.62	7.76%
大世界如东店	37,142.45	29,637.30	23,205.65	26.51%
大世界启东店	30,423.95	28,731.94	27,170.06	5.82%
大世界海安店	17,765.51	16,857.09	15,945.33	5.55%
大世界盐城店	7,958.78	16,222.18	23,761.43	-42.13%
大世界通州店	27,468.52	21,641.19	21,215.84	13.79%
千家惠泰州店	26,370.93	24,305.78	25,326.72	2.04%
大世界沪东店	61,896.89	57,740.92	41,275.84	22.46%
大世界靖江店	11,902.08	1,502.50	-	-
合计	468,312.60	403,617.91	375,724.61	11.64%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

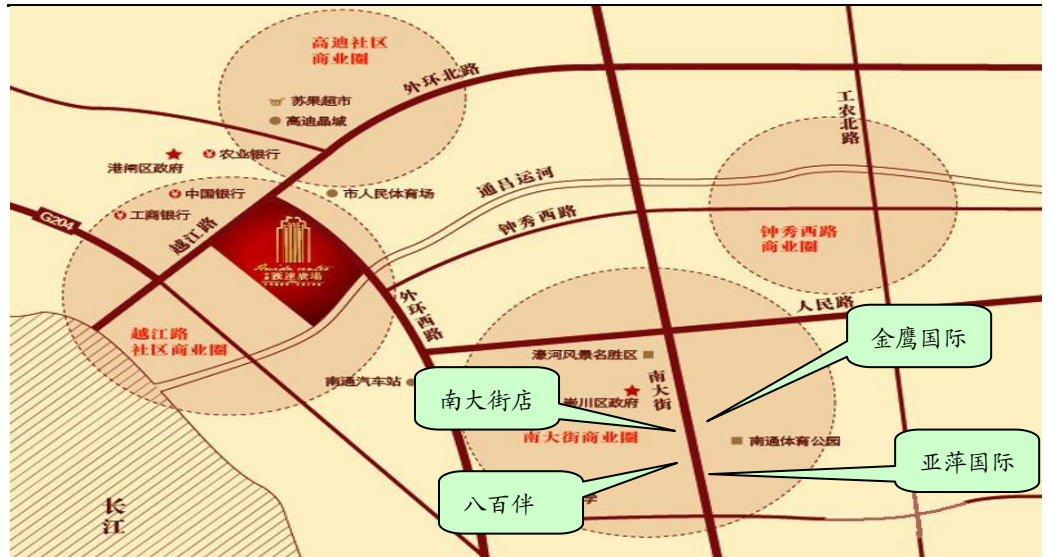
1、大世界南大街店-旗舰店，今年上半年百货部分同店增速达 22%

南大街店是公司的旗舰店，建成以来一直是南大街商圈物业体量领先和销售规模最大的门店。2010 年销售收入达 17.7 亿元，同比增长 19.49%，近三年复合增长率达 11.77%，今年上半年百货部分同比增长 22%，扣除家电、超市收入，约占公司百货业态收入的 1/2。同时，门店面积达 5.4 万平米（含家电），遥遥领先于金鹰、亚萍国际、侨鸿国际等百货门店，只有八百伴商场可媲美，但从收入来八百伴销售收入只有南大街店的 1/4 多一点，不足以和南大街店相抗衡。从门店定位来看，各家百货门店差异化定位明显，南大街店主要定位于中高档商品，这一定位符合当地居民消费水平。从调研的情况来看，南大街店的扩建及外立面装修并没有影响客流量，装修期间的客流量明显高于周围其他

百货门店，预计 2012 年 6 月前扩建 1 万平米可以投入使用。届时，公司的规模优势将进一步体现。

目前该门店为了符合当地消费群体的习惯，经营商品的档次以及各楼层商品的摆放与一般百货门店存在一定的差异。随着消费升级的逐步推进，公司门店的商品和各楼层商品摆放存在较大的提升空间。此外，公司在不断加大高端品牌的引进力度，预计未来商品档次有较大改善空间。从近期的调研来看，公司对前期商品摆放做了局部调整，部分床上用品已经从二楼调整到七楼。

图 13：公司门店分布图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 9：南大街店周围竞争格局

名称	地理位置	经营面积 (平米)	09 年销售收入 (亿元)	经营 业态	门店定 位
文峰大世界南大街店	位于南大街商圈	约 54,000	14.8	百货	中高档
南通市八佰伴商场	位于南大街商圈	约 50,000	4	百货	偏高档
金鹰国际	位于南大街商圈	约 6,000	2	百货	高档
亚萍国际	位于南大街商圈	约 30,000	0.56	百货	大众
侨鸿国际	位于南大街商圈	约 28,000	1	百货	顶级

数据来源：广发证券发展研究中心

2、大世界如皋店-扩建后，进入高速增长期

如皋文峰大世界创立于 1997 年 12 月，是公司在异地开办的第一家百货分店。公司在原如皋店的基础上扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心，并于 2010 年 11 月投入使用。扩建地点位于原如皋店以西 400 米，新门店经营面积增加至 68,454 平方米，其中，地上面积 60,738 平方米。在扩建完成后，公司将原如皋店的百货、电器销售业务

搬入扩建后门店扩大规模继续经营，同时开设综合超市取代现有的精品超市，并根据总体经营规划将部分面积出租或转让用于银行、餐饮、休闲、娱乐、品牌专卖等配套设施，培养商业氛围；其中，用于出租的面积可在必要时调整为自营，为未来经营规模的扩张和布局调整作准备，同时，门店商品摆放及产品档次有较大提升空间，增长潜力很大，未来仍将保持较快增速。扩建完成后，原如皋店所租赁的物业设立文峰电器如皋海阳路店。

2007-2009 年如皋店的销售总收入分别为 23,563.07 万元、26552.82 万元、28196.03 万元，复合增长率为 14.55%。今年上半年百货部分增长 49%。目前和该门店相竞争的只有华都百货，但该店经营面积之有 1.5 万平米，难以和其形成较大竞争。

3、大世界如东店-扩建后，营业收入增速稳步提升

如东文峰大世界是公司开的第三家连锁分店，1999 年 9 月 11 日开业。扩建门店 2009 年 5 月开业。公司在原如东店的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮及休闲娱乐等项目于一体的综合购物中心。扩建地点位于原如东店以南 500 米，扩建门店后经营面积增加至 36,798 平方米，其中，地上面积为 29,719 平方米。公司计划在扩建完成后，原如东店停止经营，将原如东店的百货、电器销售业务搬入扩建后门店扩大规模继续经营，将开设综合超市取代现有的精品超市；部分面积用于出租以便培养商业气氛，必要时调整为自营，为未来经营规模的扩张和布局调整作准备，目前门店 4 层正在装修，经营面积有望进一步拓展，未来增长潜力很大，有望保持较快增速。

该门店以经营百货为主，兼顾精品超市和电器销售。今年上半年百货部分增长 17%。2005-2007 年，该店的总销售收入分别为 17,504.64 万元、18,759.05 万元和 21,476.31 万元，复合增长率为 10.77%，高出同期如东县限额以上零售企业的复合增长率。其中，如东店百货业务的复合增长率为 16.25%，超市业务的复合增长率为 8.71%，电器销售业务的复合增长率为 0.15%。

4、大世界海门店-营业收入平稳增长

大世界海门店位于海门市最繁华的解放路商业街与江海路的交汇处，经营面积 12,155 平方米，是当地目前规模最大的综合性商场。该店以发展现代精品百货为目标，通过结构调整打造和强化经营特色，推行和延伸“满意工程”的服务内涵，确立了在海门百货业态的领先优势。目前该店的最大制约是经营面积不足，阻碍了商场品牌档次的提升。公司已规划对其扩建，从目前的 1.2 万平米扩建到 6 万平米，届时将彻底解决门店经营面积不足的问题，有利于形成规模优势和加大品牌的引进力度以及进行产品结构的调整。2010 年收入为 3.44 亿元，近三年复合增长率为 7.64%，主要因为目前经营面积狭小。今年上半年百货部分增长 16%。

5、大世界启东店-扩建项目 12 年 1 月份投入使用

启东文峰大世界地处启东市人民中路 650 号，经营面积 1.37 万平米，1999 年 12 月开业，是启东规模最大的集购物、娱乐、休闲为一体的综合性商场。公司已经对其进行扩建，从目前的 1.37 万平米扩建到 6.6 万平米。2010 年收入为 3 亿元，近三年复合增长率为 7%，主要受经营面积狭小所致，2011 年上半年百货收入增速为 17%。启东文峰一期项目将于 2012 年 1 月开业，培育期预计在一年左右，二期将于 2013 年 1 月开业，届时启东店经营业绩将有较大提升。

6、大世界海安店-增速相对较慢，扩建项目 11 月投入使用

海安老门店位于海安县人民路 2 号，2000 年 9 月开业，经营面积 1.59 万

平米。公司拟在海安店（含大世界海安店和文峰电器海安店）的基础上进行扩建，扩建成一个集百货、超市、电器销售、餐饮以及休闲娱乐于一体的综合购物中心。扩建地点位于现海安店以南 1,500 米，计划扩建门店后经营面积约为 55,679 平方米，其中，地上面积 49,867 平方米，预计 2011 年 11 月开业。公司计划扩建完成后，将现海安店的业务将转入扩建后的门店扩大规模继续经营，部分面积用于出租，可在必要时调整为自营，为未来经营规模的扩张和布局调整作准备。现海安店所租赁的物业拟转为出租直至租约到期。随着门店面积的扩大，该门店未来几年营业收入有望保持较快增长。

7、大世界沪东店-调整空间较大，有望实现快速增长

公司在上海市经营上海文峰购物广场（大世界沪东店）。该店系租用所在商业大厦中的部分面积进行百货、综合超市的经营，经营面积 23,191 平方米，今年 7 月上海文峰千家惠注入上市公司后，本店已成为自有物业（上海文峰千家惠主要从事物业出租，之前系大股东资产，拥有物业 7.88 万平米，今年 7 月注入上市公司）。该店位于上海浦东新区张杨北路与五莲路路口，直接与地铁 6 号线五莲路出口相连接，周边居民小区密集，交通便利。张杨北路拓宽和地铁 6 号线通车后，本店经营业绩快速提升。2010 年收入为 6.19 亿元，近三年复合增长率为 17.47%。该门店未来调整空间仍然较大，4 层家居以及其他部分出租区域有望调整为自营，另外门店商品格局还有很大调整空间，业绩增速在四季度和明年将有所体现。

8、大世界通州店-2010 年营业收入进入高速增长期

通州店位于通州区商业繁华地段人民路和建设路交汇处，经营面积 2.47 万平米，2007 年 2 月开始营业，开业当年即实现盈利。2010 年收入为 2.75 亿元，近三年复合增长率为 16.93%，2011 年上半年百货部分营业收入同比增 28%，未来仍将保持较快增速。

9、大世界泰州店-营业收入增速较慢

千家惠泰州店位于泰州市青年南路 488 号，铁塔广场附近，2002 年 9 月开业，经营面积 2.33 万平米，主体物业为相邻的二座建筑，一座经营百货，二座经营大型综合超市。2010 年营业收入为 2.64 亿元，近三年复合增长率为 3.23%，2011 年上半年百货部分增速为 2%。该门店相对成熟，且地理位置偏离最核心商圈，而且租赁物业即将到期，未来增速相对平稳。

10、大世界靖江店-作为南通以外次新店，营业收入保持高速增长

靖江文峰大世界位于靖江市区最繁华的商业中心德城广场首席位置，是公司斥资 3 个亿精心打造的靖江商业新地标。于 2009 年 11 月试营业，经营面积约 27,229 平方米。2010 年收入为 1.19 亿元，2011 年上半年百货部分同比增长 57%，作为外地次新门店的典范，未来仍将保持较快增长。

11、大世界宝盈店-体量较小，但增速有望保持较快增长

文峰大世界宝盈店位于宝应县城苏中路口和安宜路交汇处，具有独特的地理区位优势，经营面积 1.5 万平米，2011 年 6 月开业。该门店共有四个楼层，经营品类有黄金珠宝、化妆品、名表、皮具、男女皮鞋、男女服装、针织品、名烟名酒等，经营商品 10000 多个，其中 20% 的商品为宝应县城独有商品和名特优新商品，能极大地满足宝应县城广大消费者的购物需求。作为新门店，该店收入未来几年有望保持快速增长。

五、公司财务分析-期间费用明显低于行业

公司毛利率低于行业1.74个百分点,但净利率大幅高于行业3.1个百分点,凸显出公司较高的经营效率。未来随着公司新项目的陆续投入使用以及产品的提档升级,公司毛利率有较大提升空间。三项费用明显低于行业水平,也是导致公司净利率大幅高于行业均值的原因。公司营业收入已经步入快速增长期,但仍低于行业平均水平,未来随着公司新项目的陆续投入运营,营业收入有望迎来较快增长。由于较高的净利率水平以及三项费用率的逐步下降,公司净利率增长率维持行业平均水平。

图 14: 公司净利润大明显高于行业均值

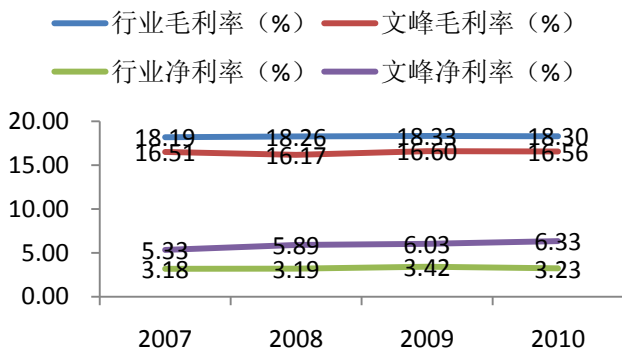
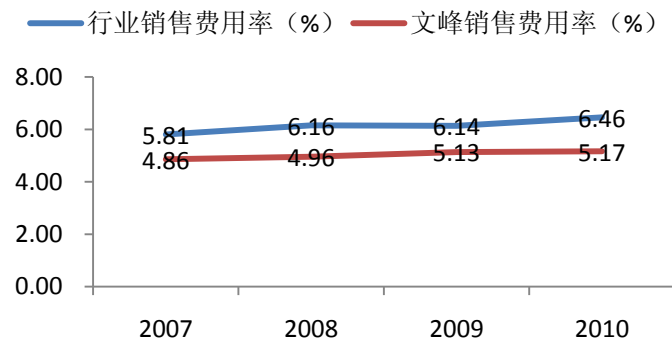


图 15: 销售费用率略低于行业



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 行业均值取自: 合肥百货、欧亚集团、友好集团、中兴商业、银座股份、新华百货、鄂武商 A、南京中商、重庆百货等 9 家公司)

图 16: 管理费用率大幅低于行业均值

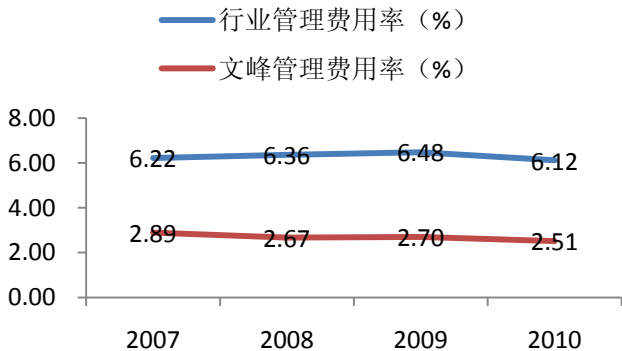
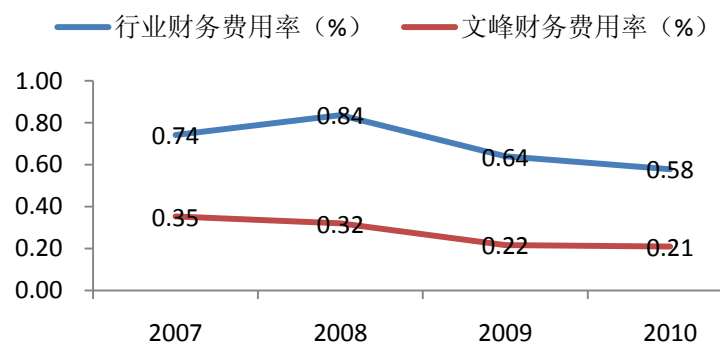


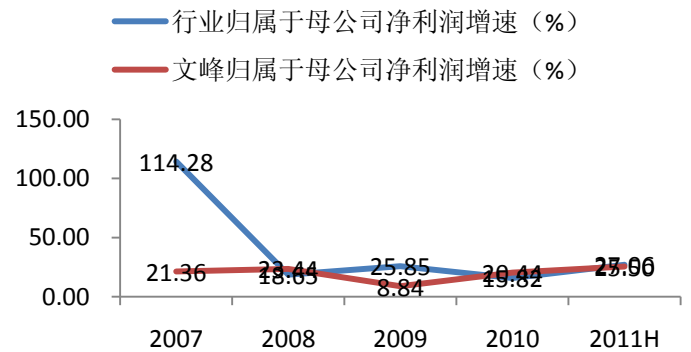
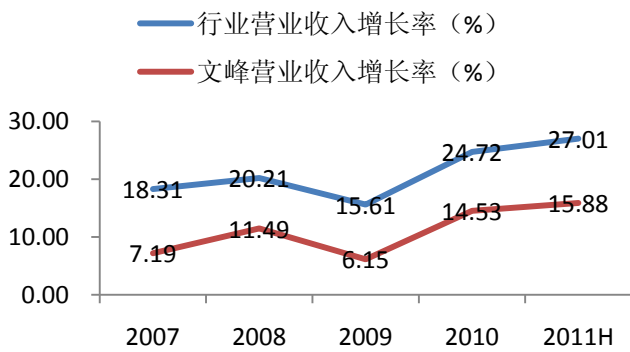
图 17: 财务费用大幅低于行业均值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 18: 营业收入增速逐步提升

图 19: 净利率增速逐步与行业一致



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资建议

(一) 盈利假设

我们的盈利预测主要基于以下假设：

- 1、假设海安店扩建项目2011年11月投入使用、启东店扩建项目2012年1月投入使用、连云港店2011年四季度投入使用，大世界南通二店项目及海门店扩建项目2013年上半年投入使用。
- 2、假设2011-2013年营业收入增速分别为18.5%，31.2%，22.4%。其中百货部分营业收入增速分别为22%，31.5%，35%；超市部分营业收入增速分别为7%，8%，9%；家电部分收入增速分别为14%，15%，16%。
- 3、假设如皋文峰酒店70%销售收入在2011年确认、南通二店住宅、酒店、商铺销售收入50%在2012年确认，30%在2013年确认，20%在2014年确认。
- 4、假设2011-2013年综合毛利率分别为17.3%，18.6%，18.4%，百货部分毛利率为17.5%，17.8%，18.1%；超市部分毛利率分别为12%，12%，12%；家电部分毛利率分别为11%，11%，11%，地产业务毛利率为50%。
- 5、假设2011-2013年销售费用率分别为5.20%，5.40%，5.40%，管理费用率分别为2.60%，2.80%，2.80%；财务费用率分别为0.07%，-0.24%，-0.26%。

表 10：公司各门店营业收入增速

门店简称	2010	2011E	2012E	2013E
大世界南大街店	177,010.70	208872.63	254824.60	308337.77
营业收入增速	19.49%	18.00%	22.00%	21.00%
大世界如皋店	36,014.82	52221.49	67887.94	84859.92
营业收入增速	27.73%	45.00%	30.00%	25.00%
大世界海门店	34,357.97	38824.51	42706.96	76872.52
营业收入增速	12.10%	13.00%	10.00%	80.00%
大世界如东店	37,142.45	43828.09	50402.30	57458.63
营业收入增速	25.32%	18.00%	15.00%	14.00%
大世界启东店	30,423.95	34379.06	51568.60	72196.03
营业收入增速	5.89%	13.00%	50.00%	40.00%
大世界海安店	17,765.51	19719.72	37467.46	52454.44

营业收入增速	5.39%	11.00%	90.00%	40.00%
大世界盐城店	7,958.78	2010 年停业		
营业收入增速	-50.94%			
大世界通州店	27,468.52	34335.65	41202.78	48619.28
营业收入增速	26.93%	25.00%	20.00%	18.00%
千家惠泰州店	26,370.93	27953.19	29630.38	31408.20
营业收入增速	8.50%	6.00%	6.00%	6.00%
大世界沪东店	61,896.89	71800.39	86160.47	103392.57
营业收入增速	7.20%	16.00%	20.00%	20.00%
大世界靖江店	11902.08	18448.22	25827.51	34867.14
营业收入增速	691.89%	55.00%	40.00%	35.00%
大世界宝应店		4000.00	5800.00	7830.00
营业收入增速			45.00%	35.00%
大世界连云港店		2000.00	4800.00	6480.00
营业收入增速			140.00%	35.00%
大世界南通二店				20000.00
营业收入增速				
购物中心营业收入合计	468,312.60	556,382.94	698,279.00	904,776.51
购物中心营业收入增速	16.03%	18.81%	25.50%	29.57%
超市营业收入	18,646.01	19951.23	21347.82	22842.16
超市营业收入增速	6.79%	7.00%	7.00%	7.00%
电器营业收入	56,019.44	63862.1616	72802.86422	82995.26522
电器营业收入增速	50.87%	14.00%	14.00%	14.00%
商业主营业务收入	542,978.05	640,196.34	792,429.68	1,010,613.94
主营业务收入增速	18.50%	17.90%	23.78%	27.53%
商业其他业务收入	16039.95	16841.95	17684.04	18568.25
其他业务收入增速	-46.30%	5.00%	5.00%	5.00%
商业总收入	559,018.00	657,038.28	810,113.72	1,029,182.18
总收入增速	14.53%	17.53%	23.30%	27.04%
商业街、酒店、住宅等销售收入		5424	59058	35434.8
营业收入合计	559,018.00	662,615.37	869,209.88	1,064,222.51
营业收入增速	14.53%	18.50%	31.20%	22.49%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）估值及投资建议

公司有望加速扩张步伐，苏中和苏北成为公司重点扩张地区，扩张空间巨大，未来几年业绩将迎来较快增长期。同时，公司自有物业占比达 70%（含出租），未来逐步提升，预计 2012 年可占到 80%，可以有效抵御租金成本上涨造成的不利影响。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为：0.87，1.32，1.58，其中零售主业所对应 EPS 分别为：0.87，1.13，1.47。

目前 A 股主要百货类上市公司 2011-2013 年 PE 分别为：25.83、19.37、14.95，文峰股份目前估值水平为：21.24、16.35、12.57，明显低于行业平均

水平。考虑到公司在南通地区垄断优势明显，逐步向江苏三、四线城市渠道下沉，扩张空间巨大，而且公司储备项目丰富，将有力支撑未来几年快速增长，公司至少应享受与行业同等估值。给予商业 12 年 25 倍 PE，目标价：28 元，维持“买入”评级。

表 11：公司估值水平位于行业平均水平以下

证券简称	流通 A 股 (万股)	2010 营业 收入(万)	2010 年净 利润(万)	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE	市销率 (中报 ×2)
合肥百货	47867.09	706169.94	36713.29	1.02	0.99	1.21	20.64	19.94	16.62	1.14
鄂武商 A	50719.93	1053703.55	37790.69	0.75	1.00	1.28	24.75	18.80	14.52	0.75
西安民生	26639.01	234298.56	5938.87	0.23	0.22	0.25	30.85	24.48	20.54	0.73
中兴商业	27809.87	244374.13	6640.68	0.45	0.61	0.82	21.60	16.08	12.93	0.80
广州友谊	35844.22	358574.02	32716.47	1.12	1.38	1.67	18.81	15.22	12.82	1.77
友阿股份	20613.60	356393.18	21975.19	0.86	1.21	1.50	24.87	17.75	14.34	1.58
天虹商场	16383.70	1017436.14	48499.87	0.83	1.09	1.38	28.80	21.75	17.11	1.48
南京中商	13471.36	493782.44	4622.48	1.11	1.58	2.02	25.67	14.87	11.86	0.66
南京新百	30087.86	153968.73	7251.17	0.26	0.51	0.53	33.32	21.63	12.68	1.95
东百集团	29845.89	189240.36	10087.38	0.99	0.48	0.63	12.37	19.94	15.73	1.52
大商股份	29371.87	2434345.69	10311.40	1.40	1.99	2.84	35.89	22.18	15.40	0.41
欧亚集团	15515.60	522794.92	16597.04	1.04	1.37	1.79	26.86	20.29	15.31	0.69
南宁百货	25571.78	185768.80	9713.55	0.21	0.32	0.43	37.96	24.73	18.34	1.20
首商股份	31787.58	299285.82	4707.82	0.58	0.74	0.91	23.07	18.07	14.52	0.74
重庆百货	13616.57	2121274.49	53001.41	1.84	2.33	3.00	24.38	19.07	14.97	0.62
友好集团	30883.66	291653.31	10570.82	0.50	0.73	1.04	25.72	17.23	13.80	1.24
新华百货	20743.13	398504.34	23810.70	1.25	1.57	1.96	20.99	16.39	13.36	1.05
成商集团	43736.30	171066.52	13695.86	0.49	0.62	0.85	23.74	18.55	13.87	2.48
银座股份	26342.69	879467.71	12214.39	0.60	0.89	1.17	30.45	21.03	15.39	0.52
行业均值	28255.35	637479.09	19308.37	0.82	1.03	1.33	25.83	19.37	14.95	1.12
文峰股份	49280.00	559018.03	35389.90	0.87	1.13	1.47	21.24	16.35	12.57	1.36

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

区域竞争加剧，成本大幅上涨，外延式扩张存在不确定性。

资产负债表

单位：百万元

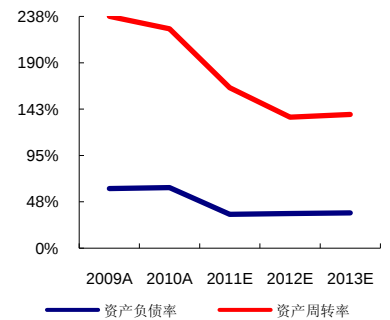
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,137	1,449	3,723	4,697	5,761
货币资金	503	855	3,005	3,799	4,663
应收及预付	302	214	293	370	459
存货	309	307	375	478	589
其他流动资产	23	73	50	50	50
非流动资产	1,114	1,271	1,723	1,990	2,256
长期股权投资	1	3	3	3	3
固定资产	745	875	1,049	1,179	1,308
在建工程	133	108	308	408	508
无形资产	224	273	363	401	437
其他长期资产	10	12	0	0	0
资产总计	2,252	2,720	5,446	6,687	8,017
流动负债	1,374	1,688	1,886	2,472	3,022
短期借款	3	3	3	3	3
应付及预收	1,357	1,664	1,883	2,469	3,019
其他流动负债	14	21	0	0	0
非流动负债	3	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	1,377	1,691	1,886	2,472	3,022
股本	383	493	493	493	493
资本公积	33	33	2,123	2,123	2,123
留存收益	452	606	1,047	1,700	2,478
归属母公司股东权益	868	1,132	3,662	4,315	5,094
少数股东权益	6	7	8	9	11
负债和股东权益	2,252	2,830	5,556	6,797	8,127

利润表

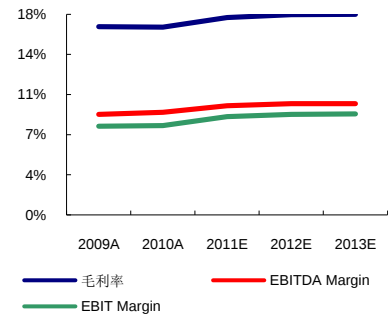
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4881	5590	6626	8692	10642
营业成本	4071	4664	5477	7071	8680
营业税金及附加	46	56	65	86	105
销售费用	251	289	345	469	575
管理费用	132	140	172	243	298
财务费用	11	12	5	-21	-28
资产减值损失	6	-2	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	4	3	3	3
营业利润	366	434	560	842	1010
营业外收入	32	51	39	42	43
营业外支出	5	6	6	6	6
利润总额	394	479	593	878	1047
所得税	99	125	151	224	267
净利润	294	354	442	654	780
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属母公司净利润	293	353	441	653	778
EBITDA	433	505	633	900	1075
EPS (元)	0.77	0.92	0.89	1.32	1.58

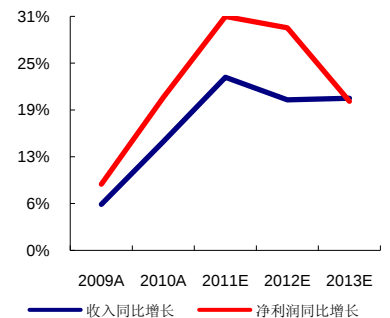
资产负债率趋势



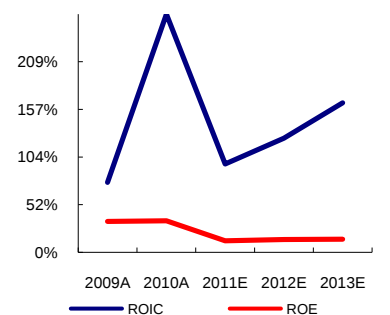
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	548	659	583	1,131	1,218
净利润	294	354	442	654	780
折旧摊销	51	65	66	78	91
营运资金变动	197	278	69	403	346
其它	7	-39	6	-4	0
投资活动现金流	-414	-72	-495	-307	-318
资本支出	-314	-111	-498	-310	-321
投资变动	1	-1	3	3	3
其他	-100	40	0	0	0
筹资活动现金流	-212	-199	2,062	-30	-35
银行借款	40	3	0	0	0
债券融资	-42	-3	-3	0	0
股权融资	0	1	2,090	0	0
其他	-210	-200	-25	-30	-35
现金净增加额	-78	387	2,150	794	864
期初现金余额	569	503	855	3,005	3,799
期末现金余额	491	890	3,005	3,799	4,663

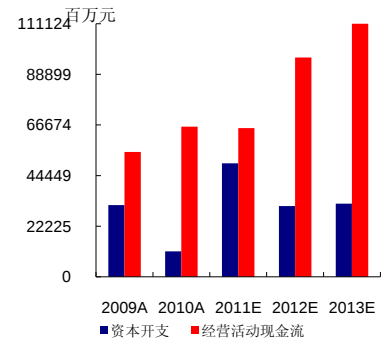
主要财务比率

单

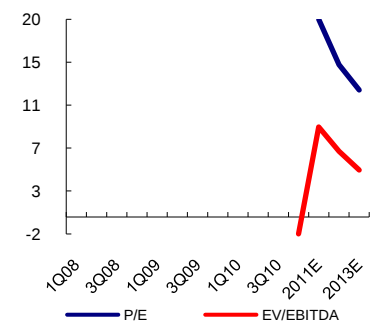
位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	6.1%	14.5%	18.5%	31.2%	22.4%
营业利润	4.8%	18.6%	29.0%	50.4%	20.0%
归属于母公司净利润	8.8%	20.4%	24.9%	48.1%	19.2%
获利能力					
毛利率	16.6%	16.6%	17.3%	18.6%	18.4%
净利率	6.0%	6.3%	6.7%	7.5%	7.3%
ROE	33.7%	31.2%	12.0%	15.1%	15.3%
ROIC	76.6%	138.6%	68.6%	128.6%	187.1%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	59.8%	33.9%	36.4%	37.2%
净负债比率	-57.2%	-79.2%	-83.1%	-88.9%	-92.3%
流动比率	0.83	0.86	1.97	1.90	1.91
速动比率	0.50	0.63	1.71	1.65	1.65
营运能力					
总资产周转率	2.38	2.25	1.62	1.43	1.45
应收账款周转率	183.06	319.83	256.06	274.29	267.93
存货周转率	13.64	15.15	14.61	14.78	14.73
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.92	0.89	1.32	1.58
每股经营现金流	1.43	1.72	1.18	2.30	2.47
每股净资产	2.27	2.30	7.43	8.76	10.34
估值比率					
P/E	0.0	0.0	20.4	13.8	11.6
P/B	0.0	0.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	-1.2	-1.7	9.5	5.8	4.0

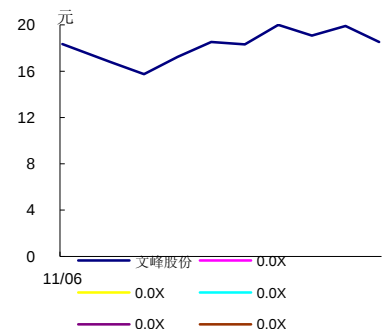
资本支出与经营活动现金流



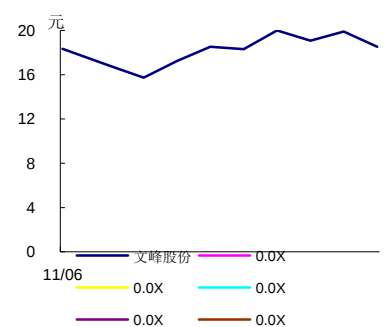
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

文峰股份中报点评_中报点评	訾猛	2011-08-09
大股东支持力度逐步体现_公告点评	訾猛	2011-07-17
文峰股份_公司调研简报	訾猛	2011-06-29

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。