



批零贸易业/可选消费品

文峰股份 (601010)

立足南通，辐射江苏，多业态发展

——文峰股份 (601010) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读：

公司作为南通的商业龙头，拥有所属区域竞争弱、扩张成本低、消费者忠诚度高为核心优势。预计公司 2011-13 年 EPS0.91/1.13/1.41 元。给予增持评级，目标价 22.6 元。

投资要点：

- 公司是南通市最大的零售企业，目前公司共拥有 32 家门店，包括 10 家百货门店、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。公司近 60% 的收入以及超过 60% 的毛利润来自于百货业态。
- 公司 2011 年前三季度实现营业收入 47.6 亿元，增 14.1%；净利润 2.87 亿元，增长 24.5%，对应 EPS0.66 元。
- 公司在县级城市扩张，江苏省居民的较高收入水平支撑了公司的发展，且公司业务模式符合当地政府长期利益，使得公司进入成本较低，另外县级城市有限的竞争是多年来公司成功的最核心的优势。
- 公司百货、超市、电器业态齐全，门店众多，市场占有率高，大量消费卡为公司积累了大量现金沉淀，还有其他诸多好处。消费卡一直是各个区域连锁多业态百货企业的一条重要护城河。
- 公司每年花费数百万元费用打造的满意工程，使得公司在江苏省内口碑极好，有极强的宣传效果。
- 公司发展战略将门店布局于县一级城市，可供发展的空间巨大。目前除了已公告的南通二店、海门、大丰等项目外，公司还不断在省内调研考察潜在项目。目前公司现有的资金以及未来留存利润可供公司使用开发项目 3 年。
- 公司作为南通的商业龙头，拥有所属区域竞争弱、扩张成本低、消费者忠诚度高为核心优势。我们预计公司 2011-13 年净利润 4.5/5.6/7.0 亿元，同比增长 27%/24%/25%，对应 EPS0.91/1.13/1.41 元。给予增持评级，目标价 22.6 元，对应 2012 年 PE20X。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,881	5,590	6,569	7,711	9,452
(+/-)%	6%	15%	18%	17%	23%
经营利润 (EBIT)	382	440	568	697	881
(+/-)%	9%	15%	29%	23%	26%
净利润	293	353	449	557	695
(+/-)%	9%	20%	27%	24%	25%
每股净收益 (元)	0.59	0.72	0.91	1.13	1.41
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	7.8%	7.9%	8.7%	9.0%	9.3%
净资产收益率 (%)	33.7%	34.5%	12.4%	13.3%	14.2%
投入资本回报率 (%)	32.6%	33.2%	11.7%	12.4%	13.5%
EV/EBITDA	15.8	12.8	9.3	6.9	4.8
市盈率	32.3	26.8	21.0	17.0	13.6
股息率 (%)	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：首次

目标价格：22.60

上次预测：-

当前价格：19.59

2011.11.10

交易数据

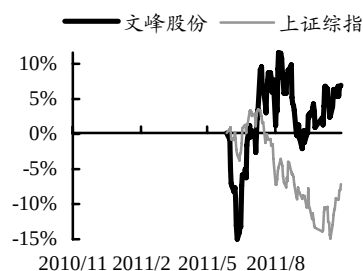
52 周内股价区间 (元)	15.50-20.66
总市值 (百万元)	9,654
总股本/流通 A 股 (百万股)	493/110
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	22%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	30

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,159
每股净资产	6.41
市净率	3.1
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-	0.22
Q2	-	0.23
Q3	-	0.23
Q4	-	0.23
全年	0.72	0.91

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	-1%	0%
相对指数	-1%	5%	19%

相关报告

《南通商业龙头，谋求长三角加速扩张》
2011.05.19

可选消费品
批零贸易业

文峰股份 (601010)

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 22.60

上次预测:

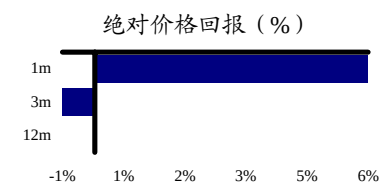
当前价格: 19.59

公司网址

www.wfdsj.com.cn

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,主要经营地为江苏省和上海市。公司拥有以“文峰大世界”为品牌的百货门店、以“文峰千家惠”为品牌的大型卖场、以“文峰电器”为品牌的家电专卖店、以“文峰超市”为品牌的加盟店 800 多家,总营业面积 40 多万平方米,年销售额突破 150 亿元,多年来一直位居全国连锁经营前二十强。公司正在大力实施“全资覆盖工程”,开始由传统百货业向大中型购物中心转型,紧锣密鼓地筹建如文峰大世界购物中心

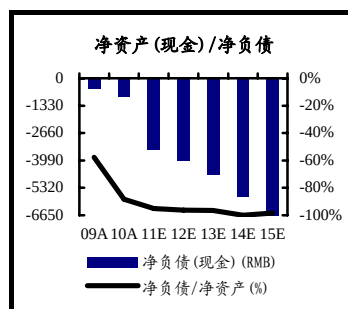
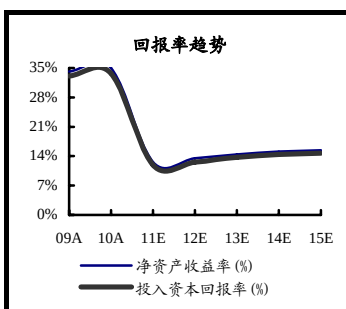
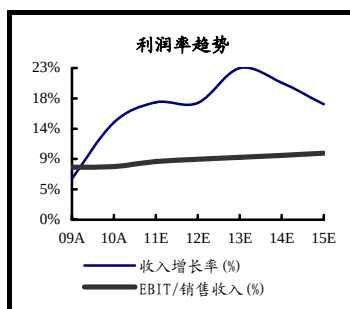


52 周价格范围 15.50-20.66

市值 (百万)	9,654
---------	-------

财务预测（单位：百万元）

损益表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4,881	5,590	6,569	7,711	9,452	11,379	13,334	
营业成本	4,071	4,664	5,478	6,416	7,852	9,437	11,040	
税金及附加	46	56	66	78	95	115	134	
销售费用	251	289	292	332	397	467	533	
管理费用	132	140	164	189	227	267	307	
EBIT	382	440	568	697	881	1,094	1,320	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	
投资收益	1	4	2	2	2	2	2	
财务费用	11	12	-9	-26	-29	-37	-47	
营业利润	366	434	579	725	913	1,133	1,369	
所得税	99	125	158	196	245	302	364	
少数股东损益	1	1	1	2	2	3	3	
净利润	293	353	449	557	695	858	1,032	
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	503	905	3,452	4,029	4,711	5,742	6,661	
其他流动资产	23	23	0	0	0	0	0	
长期投资	1	3	3	3	3	3	3	
固定资产合计	879	983	1,152	1,412	1,686	1,950	2,369	
无形及其他资产	224	273	295	315	333	349	363	
资产合计	2,252	2,720	5,618	6,492	7,768	9,138	10,799	
流动负债	1,374	1,688	1,979	2,293	2,867	3,373	3,994	
非流动负债	3	3	1	3	6	10	15	
股东权益	868	1,022	3,629	4,186	4,882	5,740	6,772	
投入资本(IC)	876	979	3,586	4,147	4,848	5,712	6,753	
现金流量表								
NOPLAT	286	325	421	516	652	809	977	
折旧与摊销	51	65	85	103	121	142	169	
流动资金增量	231	397	121	295	273	446	313	
资本支出	-314	-111	-247	-352	-382	-392	-572	
自由现金流	253	676	380	561	664	1,005	886	
经营现金流	548	659	639	924	1,060	1,417	1,485	
投资现金流	-414	-72	-245	-350	-380	-390	-570	
融资现金流	-212	-199	2,153	2	3	4	5	
现金流净增加额	-78	387	2,548	576	683	1,030	920	
财务指标								
成长性								
收入增长率	6.1%	14.5%	17.5%	17.4%	22.6%	20.4%	17.2%	
EBIT 增长率	8.6%	15.2%	29.1%	22.6%	26.5%	24.1%	20.7%	
净利润增长率	8.8%	20.4%	27.4%	24.0%	24.8%	23.3%	20.3%	
利润率								
毛利率	16.6%	16.6%	16.6%	16.8%	16.9%	17.1%	17.2%	
EBIT 率	7.8%	7.9%	8.7%	9.0%	9.3%	9.6%	9.9%	
净利润率	6.0%	6.3%	6.8%	7.2%	7.4%	7.5%	7.7%	
收益率								
净资产收益率(ROE)	33.7%	34.5%	12.4%	13.3%	14.2%	14.9%	15.2%	
总资产收益率(ROA)	13.0%	13.0%	8.0%	8.6%	9.0%	9.4%	9.6%	
投入资本回报率(ROIC)	32.6%	33.2%	11.7%	12.4%	13.5%	14.2%	14.5%	
运营能力								
存货周转天数	27	24	24	24	24	24	24	
应收账款周转天数	2	1	1	1	1	1	1	
总资产周转周转天数	154	162	232	21	25	22	23	
净利润现金含量	1.87	1.87	1.42	1.66	1.52	1.65	1.44	
资本支出/收入	6%	2%	4%	5%	4%	3%	4%	
偿债能力								
资产负债率	61.2%	62.2%	35.2%	35.4%	37.0%	37.0%	37.1%	
净负债率	-57.6%	-88.2%	-95.1%	-96.2%	-96.4%	-99.9%	-98.2%	
估值比率								
PE	32.3	26.8	21.0	17.0	13.6	11.0	9.2	
PB	8.5	7.2	2.6	2.3	1.9	1.6	1.4	
EV/EBITDA	15.8	12.8	9.3	6.9	4.8	3.1	1.9	
P/S	1.5	1.3	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7	
股息率	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	



目 录

1. 公司概况.....	4
2. 公司经营情况: 前三季度稳定增长.....	4
3. 经营特色——低成本、弱竞争、高忠诚.....	5
3.1. 下沉至县级城市, 开发成本低且竞争有限.....	5
3.2. 业态齐全, 客户忠诚度高.....	6
3.3. 满意工程打造品牌号召力.....	6
3.4. 总部统采提高议价能力.....	6
4. 主要门店介绍.....	7
4.1. 南通南大街店.....	7
4.2. 如皋店.....	7
4.3. 海安店.....	8
4.4. 如东店.....	8
4.5. 启东店.....	8
4.6. 其他门店.....	9
5. 其他业务情况.....	9
6. 未来发展规划.....	9
7. 盈利预测及评级.....	10

1. 公司概况

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，目前公司共拥有 32 家门店，包括 10 家百货门店、2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店。公司主要经营地为江苏省和上海市，32 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。公司是南通地区最大的零售企业和江苏省领先的零售企业，在中国连锁经营协会公布的 2009 年连锁百强中排名第二十二。

徐长江持有文峰集团 40% 的股权，为文峰集团的单一最大股东，而文峰集团直接/间接持有公司 75.09% 的股权，故徐长江为公司的实际控制人。公司多位高管在集团层面拥有股权，激励机制较为有效，但随着公司发展，目前相当一部分公司中高层并没有股权激励，作为民营企业，如果未来能实施更为全面的激励，将极大地激发团队竞争力。

表 1: 公司股权结构

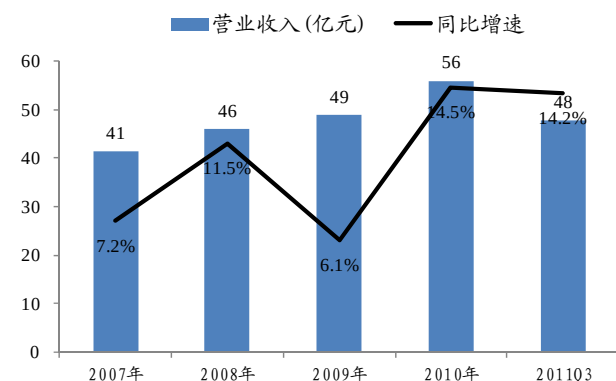
股东名称	股数 (万股)	持股比例
文峰集团	32,167.80	65.28%
新有斐	4,832.20	9.81%
舜世嘉和	650.00	1.32%
陈建平	630.00	1.28%
社会公众	11,000.00	22.32%
合计	49,280.00	100.00%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 公司经营情况：前三季度稳定增长

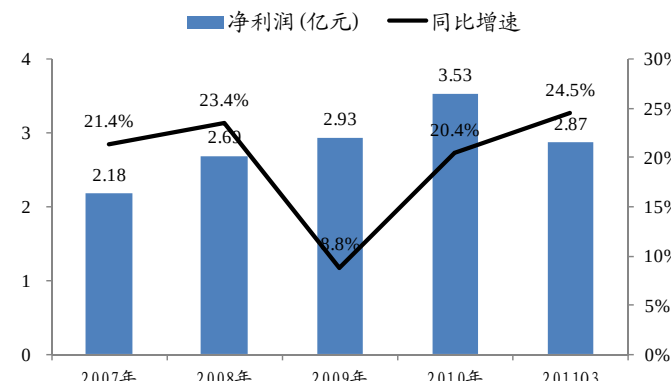
公司 2011 年前三季度实现营业收入 47.6 亿元，同比增长 14.1%；实现净利润 2.87 亿元，同比增长 24.5%，对应 EPS0.66 元。第三季度实现营业收入 14.3 亿元，同比增长 10.9%，实现净利润 6391 万元，同比增长 31.5%，对应 EPS0.13 元。

图 1: 公司收入情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司净利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

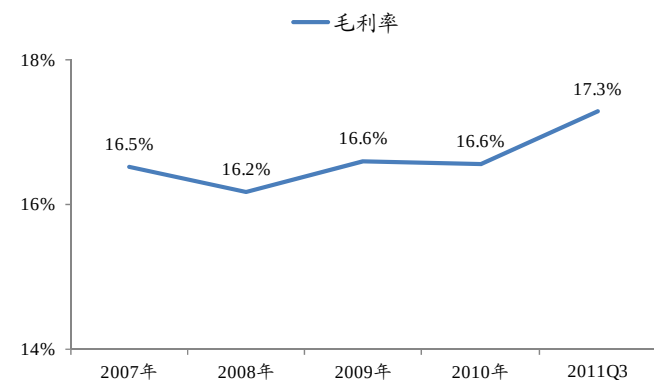
公司近 60% 的收入以及超过 60% 的毛利润来自于百货业态。上半年公司百货/超市/电器业务营业收入分别增长 19.4%/5.1%/13.3%，其中超市毛利率提高了 2 个百分点，百货/电器毛利率同比分别有所降低。总体来说公司综合毛利率由于超市毛利率的提升前三季度较去年全年提高了 0.7 个百分点。费用方面，公司销售费用率保持稳定，管理费用由于上市关系有所提高。

表 2: 公司上半年收入分行业情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	收入占比	毛利占比	收入 YOY	成本 YOY	毛利率变动
百货	18.28	15.10	17.43	56.4%	65.3%	19.44	20.04	减少 0.41 个百分点
超市	5.02	4.38	12.76	15.5%	13.1%	5.08	2.72	增加 2.01 个百分点
电器	9.05	8.05	11.08	27.9%	20.6%	13.27	13.79	减少 0.41 个百分点
其他	0.07	0.02	73.13	0.2%	1.1%	46.96	15.91	增加 7.2 个百分点
合计	32.42	27.54	15.05	100.0%	100.0%	15.3	15.1	增加 0.14 个百分点

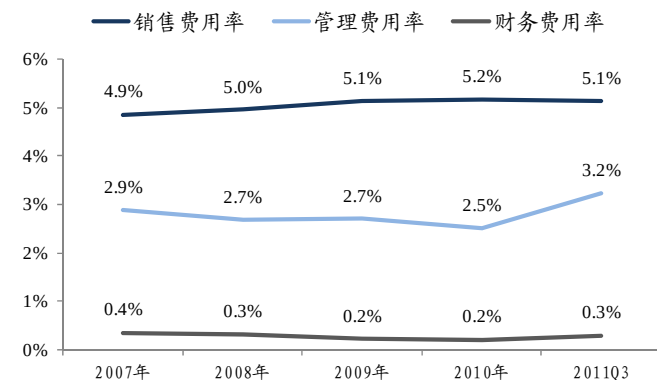
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 公司收入情况



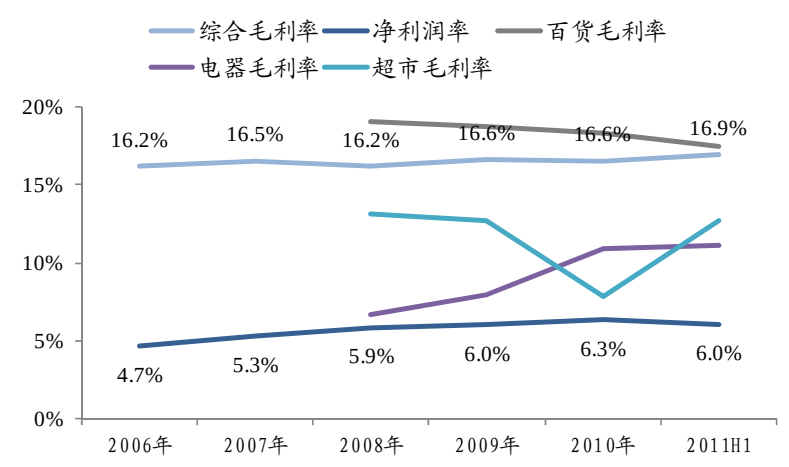
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 公司净利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 公司利润率情况



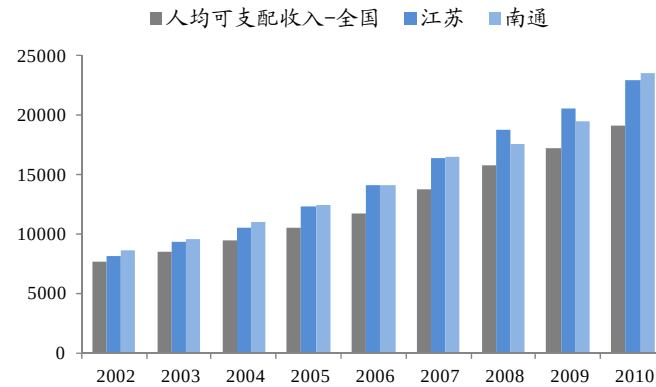
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 经营特色——低成本、弱竞争、高忠诚

3.1. 下沉至县级城市，开发成本低且竞争有限

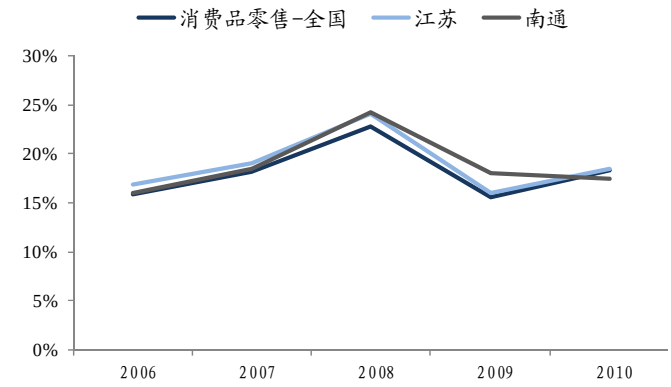
我们认为公司在县级城市扩张，江苏省居民的较高收入水平支撑了公司的发展，且公司业务模式符合当地政府长期利益，使得公司进入成本较低，另外县级城市有限的竞争是多年来公司成功的最核心的优势。

图 6: 人均可支配收入情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 消费品零售增速情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

江苏省以及南通的城镇人均可支配收入明显高于全国水平，而在南通的人均可支配收入自 2010 年开始以超越了江苏省平均水平，表现出南通居民强劲的购买力。而在这充满潜力的市场，除了文峰之外，缺乏其它定位中档及以上的百货零售商，使得公司顺理成章的获得的接近于垄断的地位。

同时，由于大型零售以及酒店等商业业态能为各地政府提供稳定、丰厚的税收收入，促进当地商业的繁荣，所以大型商业企业的进入非常受各地政府的欢迎。大股东及公司凭借其多年开发商业以及酒店等配套业态的成功经验，可以获取一定的政策倾斜，不必与地产开发商在土地上相互抬价，从而大大降低了公司开发商业项目的土地成本，这成为了公司未来持续发展的最核心的优势之一。

3.2. 业态齐全，客户忠诚度高

公司百货、超市、电器业态齐全，门店众多，市场占有率高，售后服务佳，所以公司的消费卡是当地消费者的首选。大量消费卡的购买不仅为公司积累了大量现金沉淀，同时消费卡使用者对于价格敏感度较低，使得公司保持了较高的毛利水平，另外消费卡还能带动消费者多次以及超额消费。消费卡一直是各个区域连锁多业态百货企业的一条重要护城河。

3.3. 满意工程打造品牌号召力

公司每年花费数百万元费用打造的满意工程，为顾客做到“不满意退换货”、“大家电送货、安装、调试、维修一条龙服务”等特色服务，使得公司在江苏省内口碑极好，有极强的宣传效果。满意工程不但节省了公司的营销费用，还一定程度上削弱了顾客价格敏感度。

3.4. 总部统采提高议价能力

公司实行总部统一采购制，分业态有不同的专业采购子公司，子公司作为独立核算的利润部门，负责所有门店所有品牌的招商和采购。公司集

中招商权能增加与供应商的议价能力，降低采购费用。由于招标采购总部统一执行，门店店长主要负责选择、搭配品牌，能将精力更多运用于具体管理门店上。

4. 主要门店介绍

表 3: 公司主要百货门店情况

门店	经营业态	开业时间	面积 (扩建) (万平米)	物业	收入 (亿元)			净利润 10 年	扩建自有门店 开业时间
					08 年	09 年	10 年		
南大街店	百货/超市	1996/01	4.8	自有	14.2	14.8	17.7		
如皋店	百货/超市	1997/12	4.9 (6.8)	自有	2.7	2.8	3.6	1917	2010/11
海门店	百货/超市	1998/09	1.2	租赁	3.0	3.1	3.4	638	
如东店	百货/超市	1999/09	2.5 (3.6)	自有	2.3	3.0	3.7	445	2009/05
启东店	百货/超市	1999/12	1.2 (6.6)	自有	2.7	2.9	3.0	209	预计 2011 年底
海安店	百货/超市	2000/09	1.4 (5.6)	租赁	1.6	1.7	1.8	32	预计 2011 年底
泰州店	百货/超市	2002/09	2.3	租赁	2.5	2.4	2.6	251	
上海沪东店	百货/超市	2003/09	2.1	租赁	4.1	5.8	6.2	5026	
通州店	百货/超市	2007/02	2.5	自有	2.1	2.2	2.7	1008	
靖江店	百货/超市	2009/11	2.7	自有	-	-	1.2	(1212)	
宝应店	百货/超市	2011/06	1.5	租赁	-	-	-	-	-

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

注: 由于公司门店与总部购销公司存在利润分成机制, 且分成比例各不相同, 各门店的净利润水平仅有限参考价值。

4.1. 南通南大街店

文峰南大街店 1996 年开业, 经营面积 47917 平方米, 是公司百货业态的旗舰店, 位于南通最繁华的南大街的重心位置。

南大街店原本定位于大众百货, 但近年来门店不断在提档升级, 以更加符合消费者不断提升的需求。2010 年收入 17.7 亿元, 较 2009 年增长 19.6%。今年春节后门店进行了外立面装修, 对今年销售有一定影响, 但今年前三季度销售增长 20%以上, 我们预计 2011 全年门店还是能保证 20%以上增长, 同时预计未来 2-3 年依旧能保持每年 20%左右增长。

为了保持门店未来的较快增速, 公司还将继续提档升级, 明年内部品牌将会逐层调整, 9 层将新增电影院等配套设施。此外, 南大街店还将进行东扩, 预计将新增经营面积 8000 平米。从整个商圈的角度来看, 政府有将南大街改造成为步行街的规划, 成为步行街后, 整个商圈的商业氛围将更为浓厚, 商业地位将进一步提高, 也有助于公司门店持续保持较快增长。

公司在南大街商圈内只要有八佰伴、金鹰等竞争对手, 经我们实地调研观察, 八佰伴定位年轻时尚, 面积较大, 但客流明显少于公司门店, 金鹰定位高端, 但受制于面积较小。我们判断公司在商圈内有着绝对优势, 其他百货很难对公司构成实质影响。

4.2. 如皋店

如皋老店与 1997 年底开业, 是文峰在异地开办的第一家门店, 如皋本

地除了文峰之外，没有其它大型综合百货，由于缺乏竞争，老店在当地经营情况非常好，加之租金水平较低，该店贡献的利润是公司除上海沪东店之外盈利最高的。但老店面积有限，经营规模很难有较大规模提升。

为了进一步加强在如皋的商业地位，公司在老店附近重新自建了一家集百货、酒店、购物街等与一体的综合购物中心，总面积 6.8 万平米，其中商用面积约为 3.5 万平，百货经营面积约 2 万平。新店与 2010 年 11 月开业，由于缺乏竞争，新店承接了老店全部客源，完全没有培育期。并且由于经营面积的增加，使得销售品牌大幅增加，推动销售收入快速增长，新店收入与老店相比 2011 年同比提高了五至六成。

2010 年如皋店百货收入（不含家电和电器）3.6 亿元，毛利率约 18-20%，我们预计今年收入将超过 5.5 亿元。作为一家新门店，还有较大的内在挖掘潜力，同时未来如果门店缩小超市/电器的经营面积，门店百货的销售收入还有较大的增长空间。新店在大幅提高收入的情况下，费用增长并不是很快，预计新店正常全年增加折旧摊销约 1200 万左右。

4.3. 海安店

海安店开业于 2000 年，该店面积较小，实际百货营业面积仅 4500 平米，但平效高。虽然面积不大，但海安店已是当地最大规模百货，竞争对手是个别小型大众定位百货，对门店构不成威胁。不过由于门店面积原因，海安超市、电器业务与百货相邻而营，同时也制约了百货业务的增长。

公司也有在海安自建大型购物中心的方案，项目规划总面积 5.6 万平米，配有住宅、酒店等配套设施。目前建筑已经完工，目前正在进行最后的内部装修。由于文峰在当地的影响力，尚未营业的新门店以及配套的住宅项目已然成为当地的一个新地标。公司目前力争于 2011 年圣诞节开门营业，考虑文峰在当地的影响力和知名度，我们预计新店经营效果应与如皋店相似，不会存在培育期，新店将接手老店所有客源，并因为营业面积的增加、商品品类品牌的增度而使营业收入大幅增加。

门店 2010 年销售收入 1.8 亿，毛利率约 18-20%，今年预计在 2 亿左右，2012 年新门店全年营业后我们预计收入规模将达到 3 亿左右。

4.4. 如东店

如东老店 1999 年开业，是文峰的第三家异地连锁门店，当地收入水平较高，竞争有限。后公司将门店扩建成一个总面积 3.6 万平米的大型购物中心，并与 2009 年 5 月开业，开业当年收入同比增长 30%，由于新门店只开业半年，估计新门店收入相对老门店增加 50%以上。由于门店基本没有培育期，2010 年已经全年营业，我们认为收入增长的高峰期已过，未来门店成长将转化为内部调整驱动，还能保持数年较快增长。预计 2011 年收入将增长 20%左右，达到 4.5 亿规模。

4.5. 启东店

启东店是公司最后一个募投扩建门店，老店面积较小，但是平效可观。新门店项目较大，分两期，总面积达到 6.6 万平，一期预计 2011 年底前能开业。与其他扩建门店情况相似，当地竞争有限，公司新店基本不会

有培育期，将吸收老店所有客源并随着面积增加收入大幅上升。如果2012年新门店全年开业，收入规模能达到4.5亿以上。

4.6. 其他门店

- 今年6月公司新开宝应店，租赁物业，总面积1.5万平方米，这是公司一家南通市外门店，坐落于扬州市宝应。该门店培育期将较长，2011年应有小幅亏损。
- 靖江店是公司去年唯一亏损门店，由于在南通外，需要一定培育，但从今年销售增长迅速，我们预计全年能实现收入2亿元以上，基本实现盈亏平衡。
- 上海沪东店，坐落于浦东五莲路/张扬北路，公司进入较早，周边商业竞争有限，同时该区域随着上海浦东开发，逐渐成为一个居民密集区，使得公司百货/超市经营都非常理想。
- 其他门店皆是文峰的成熟门店，在当地市场占有率高，但受收入增长速度有限。

5. 其他业务情况

公司除经营百货业务以外，还经营超市以及电器业务，2011年上半年超市、电器业务收入分别占公司总收入16%、28%，占毛利润13%和21%。

公司除百货门店配置超市以及电器专柜以外，还有文峰麦客隆店、吉星店、通州千家惠店、沪东店等综合超市门店，以及阜宁店、姜堰店等电器销售专业店。目前公司超市业务引入台湾管理团队，上半年经营情况改善明显，超市业务毛利率提高了2个百分点，未来有加速扩张的战略。电器业务则依托公司良好的品牌形象和完善的售后服务，在所经营区域内，市场占有率皆超过苏宁国美等竞争对手。

图 8: 2011H1 各业务收入占比

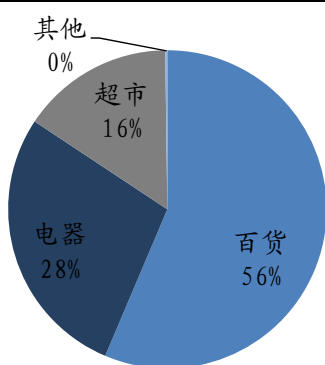
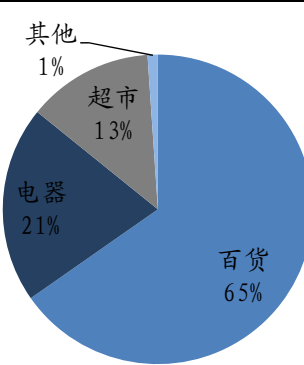


图 9: 2011H1 各业务毛利润占比



#

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

6. 未来发展规划

由于公司发展战略将门店布局于县一级城市，使得公司在江苏省内可供发展的空间就十分巨大。目前除了已公告的南通二店、海门、大丰等项目外，公司还不断在省内调研考察潜在项目。公司上市募集资金21.3亿元，尚未使用资金14.6亿元，按照募投平均2亿元一个项目的投资规模，

上市募集资金可供开发 7 个左右项目，假设平均每年新建项目 3 个，目前公司现有的资金以及未来留存利润可供公司使用开发项目 3 年。

7. 盈利预测及评级

我们假设：

- 2012 年南大街店收入增长 20%，启东、海安新店开业收入增长 40% 以上，如皋店还有提升空间收入增长 25%；
- 2013 年公司有 2 家新店开业，南大街、启东、海安、如皋保持较快增长；
- 公司百货毛利率略有提升至 18.7%，超市毛利率提升明显 1 个百分点至 8.8%，电器毛利率稳定。

公司作为南通的商业龙头，拥有所属区域竞争弱、扩张成本低、消费者忠诚度高为核心优势。我们预计公司 2011-13 年收入 66/77/95 亿元，同比增长 18%/17%/23%，实现净利润 4.5/5.6/7.0 亿元，同比增长 27%/24%/25%，对应 EPS0.91/1.13/1.41 元。给予增持评级，目标价 22.6 元，对应 2012 年 PE20X。

公司未来主要面临的是市场竞争加剧，以及县级地区经济停滞，市场饱和的风险。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		