

文峰股份(601010)深度研究报告

定位二三线市场，把握成功模式

可选消费/百货

推荐

首次覆盖

发布时间：2011 年 11 月 29 日

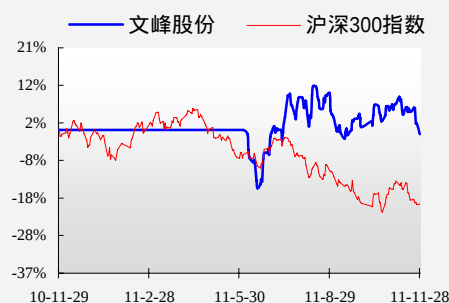
投资要点：

- **定位二、三线市场空间巨大：**公司主要门店布局于江苏省二三线城市，既避开了一线城市的激烈竞争，又能充分受益于江苏省良好的经济环境和逐步提升的消费能力。
- **组合业态自建购物中心：**公司主营购物中心业态并采取自建的方式对外扩张，百货、超市、家电三大业态均自行经营。公司在经济欠发达区域自建购物中心更易得到当地政府支持并获得大面积自有物业，目前公司自有物业约 25 万平米，占比达 68%，未来启东店、海安店和南通二店建成后，自有物业比例将提高到 80%以上。
- **业绩进入释放期：**2009 年如东店扩建和靖江大世界开业经历 1-2 年培育业绩增速加快；如皋店去年底扩建完毕，今明两年进入快速增长期；今年完成的海安项目、连云港项目和宝应店以及明年投入使用的启东 1 期、未来储备计划中的南通二店、海门店和大丰店的滚动开发将促进公司进入新一轮的业绩释放期。
- **模式可复制，未来稳扩张：**公司未来将继续以自建购物中心的模式对外扩张，成本较低且储备门店丰富。另外，江苏省共有 52 个县级市，理想进入区域有 30 多个，为公司进一步扩张留出空间。
- **盈利预测：**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.82 元、1.24 元、1.46 元，其中零售主业 EPS 分别为 0.79 元、0.97 元、1.35 元，估值比较合理，给予推荐评级。
- **风险提示：**经济增速放缓，门店培育期过长；理想物业选择范围小，出现扩张瓶颈；二三线市场增速低于预期，招商过程中可能存在阻力；扩张过快及复合业态带来的人才及管理风险；竞争对手渠道下沉导致竞争升级；地产部分确认比例不定。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	559,018	14.53	35,278	20.44	0.72	14.29	25.21	
2011E	654,434	17.07	40,196	13.94	0.82		22.13	
2012E	895,945	36.90	61,064	51.92	1.24		14.64	
2013E	1,053,777	17.62	71,980	17.88	1.46		12.43	

走势图



市场数据

2011-11-28

收盘价：	18.15 元
52 周最高价：	20.99 元
52 周最低价：	15.50 元
平均持仓成本：	19.28 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	49,280
流通 A 股（万股）：	49,280
每股收益（元）：	0.66
每股净资产（元）：	6.41
每股经营现金流（元）：	0.69
市净率：	2.83

分析师：罗旷怡

执业证书编号：S0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1. 公司简介——定位二、三线市场的区域优秀零售商

1.1 基本情况——南通为核心，运营综合体

文峰股份是南通市最大的零售企业，开发及运营大型城市综合体，主业包括百货、超市、家电三项业务。目前公司共有 32 家门店（不含宝应店），包括 10 家大型购物中心（含 10 家电器门店），2 家超市独立门店和 10 家电器独立门店，主要分布在华东地区的 5 个城市，其中南通地区 21 家门店，经营面积占比 74.3%左右。另外，公司还有 800 多家超市加盟店。

图 1：公司南通门店分布情况



资料来源：公司公告，东北证券

图 2：公司门店分布情况



资料来源：公司公告，东北证券

公司 2010 年实现营业收入 55.9 亿元，同比增长 14.53%，销售规模 176.49 亿元，位列连锁百强第 21 位，连续十年在全国连锁百强中排名 20 位左右，利润水平全国前十，净利率水平为华东区最高。

表 1：公司历年百强排名情况

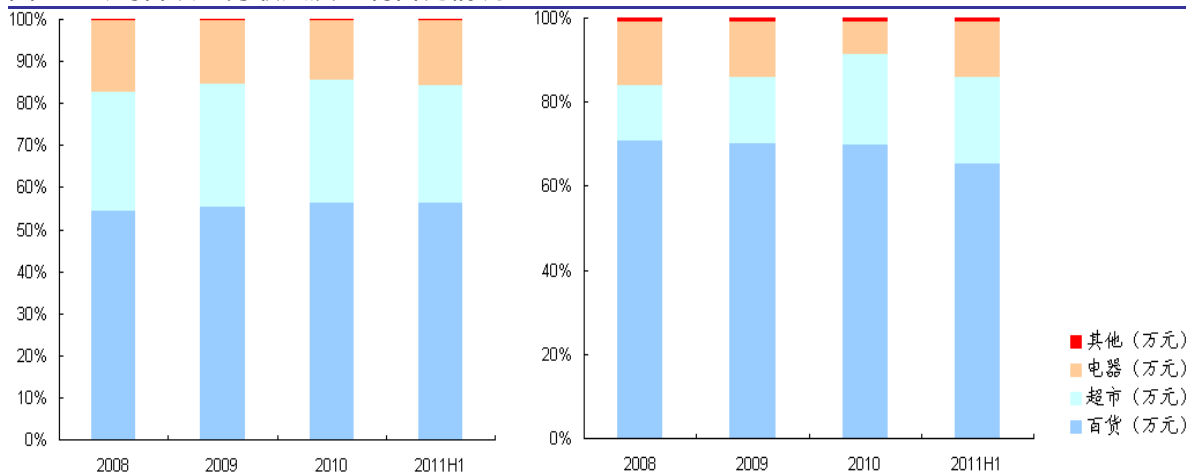
年份	销售规模 (万元)	增幅 (%)	门店总数 (个)	增幅 (%)	百强排名
2001	314530	48	17	55	14
2002	436375	39	144	658	18
2003	571736	31	326	161	19
2004	764262	34	506	55	19
2005	1000100	31	612	21	21
2006	1200470	20	764	25	19
2007	1350321	12	851	11	20
2008	1410139	4.4	913	7.3	22
2009	1566457	11.1	978	7.2	22
2010	1764927	12.7	1016	3.9	21

资料来源：CCFA，东北证券

1.2 主营构成——百货为主，超市家电为辅

公司三项主业中，百货占比最大，是支撑公司城市综合体业态的重要部分。今年上半年，公司百货业务实现营业收入 18.28 亿元，占公司主营业务收入的 56.39%，毛利额占比达 65.28%。分地区看，2008-2010 年，南通地区贡献的主营业务收入占总收入的比例分别为 69.46%、71.22%和 72.94%（抵销内部交易前）。

图 3：公司各项业务收入及毛利占比情况

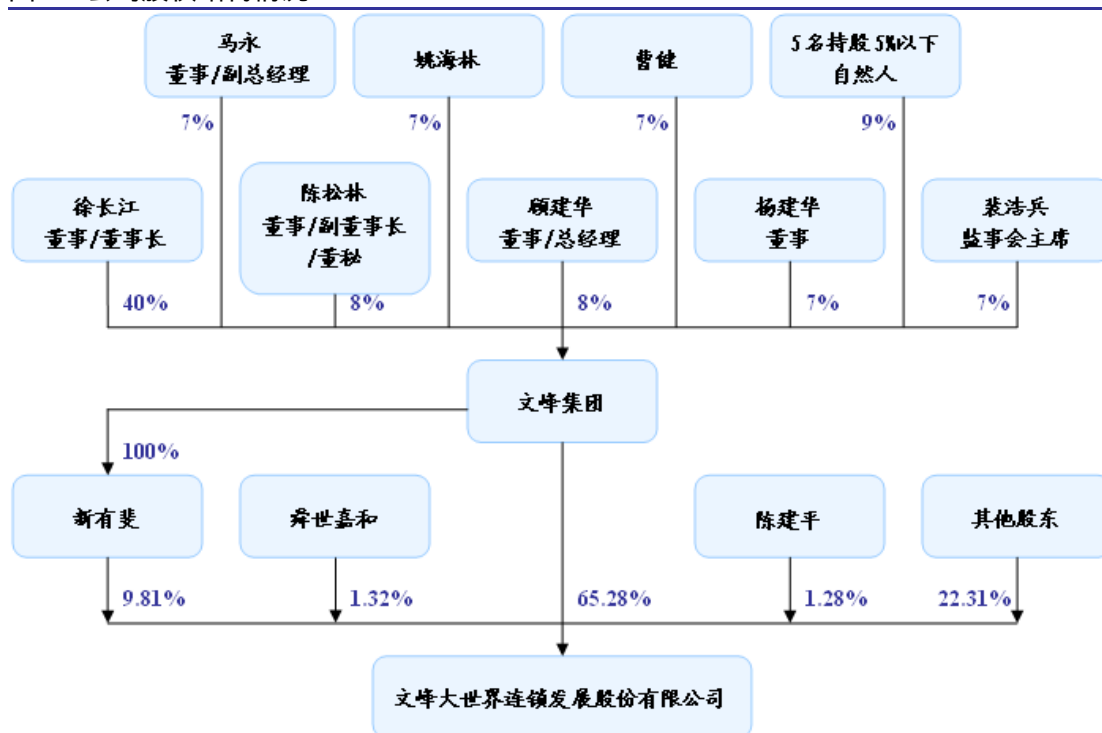


资料来源：公司公告，东北证券

1.3 股权结构——有激励，有资源

公司大股东为文峰集团，直接持股上市公司比例为 65.28%，董事长徐长江先生为公司实际控制人，公司高管团队则通过持有集团股权，间接持有上市公司股权，形成有效的管理层激励机制。

图 4：公司股权结构情况



资料来源：公司公告，东北证券

文峰集团除控股文峰股份外，还经营酒店、汽车销售服务、期货经纪及房地产开发业务，集团的多元化发展有助于公司经营中各项业态的配合，且在自建购物中心过程中也可借助集团房地产开发的资源和经验，实现低成本、高效率的扩张。

表 2：集团控股公司情况

集团主要控股公司	集团持股	相关情况	2010 年净资产 (万元)	2010 年净利润 (万元)
南通新有斐大酒店有限公司	100%	南通唯一五星级大酒店	16684	3185.7
南通文峰饭店有限公司	100%	四星级酒店	9847	868
南通大饭店有限公司	100%	四星级酒店	11806	142
江苏文峰汽车连锁发展有限公司及其控股的其他汽车销售服务公司	文峰饭店持 87%，其余为自然人持股	汽车销售服务,10 家 4S 店	9748	2994
江苏文峰期货经纪有限责任公司	60%，南通粮油集团持 35%，公司持 5%	商品、金融期货经纪，4 家营业部	7370	868
南通市大地房地产开发有限公司	30%，其余为集团管理层持股	房地产开发	-	-436

资料来源：公司公告，东北证券

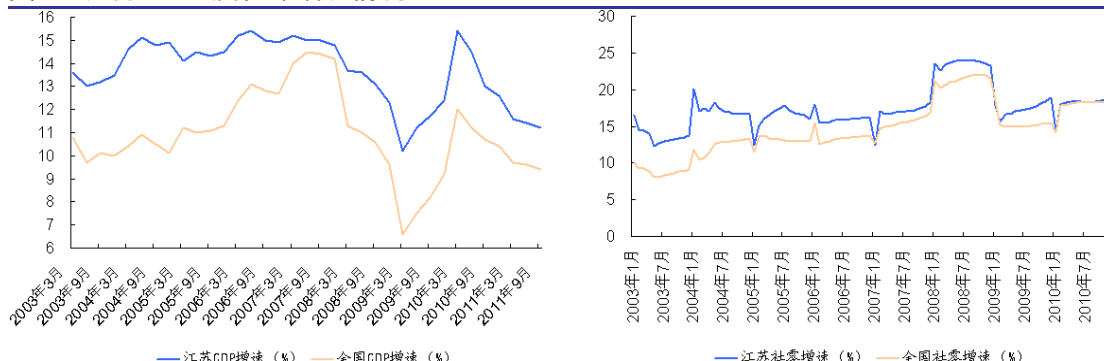
2.公司经营环境——二三线市场发展前景可期

主要经营地为江苏省和上海市；70%以上的经营面积服务于南通及下属县市。目前，公司经营的 32 家门店中，2 家位于上海市，其余 30 家位于江苏省，其中 21 家位于南通市，9 家分布在盐城、泰州和连云港等地。

江苏省是我国重要的经济大省，经济发展及居民消费水平平均处于行业领先地位，为

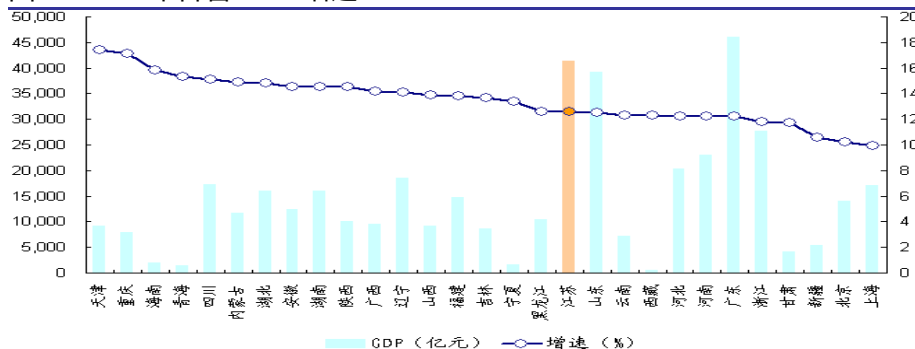
公司业绩稳定增长提供了丰厚的基础。2010 年，江苏省 GDP 增速为 12.6%，社零增速为 18.7%，均高于全国平均水平。与经济较发达的其他省份相比，江苏省 GDP 增速和社零增速也处于国内领先的行列，人均可支配收入也名列前茅。

图 5：江苏 GDP 及社零增长情况



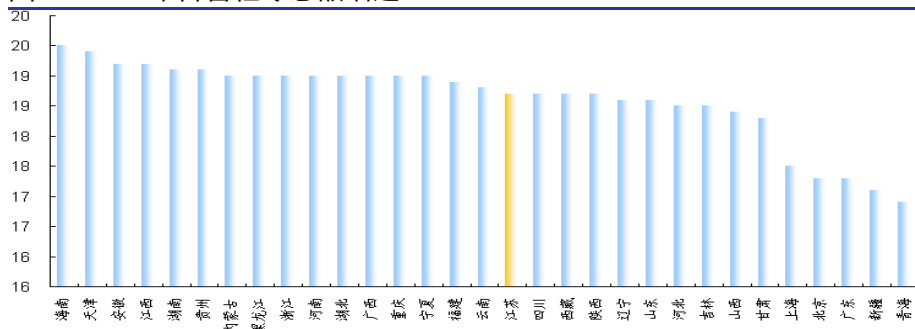
资料来源：WIND，东北证券

图 6：2010 年各省 GDP 增速



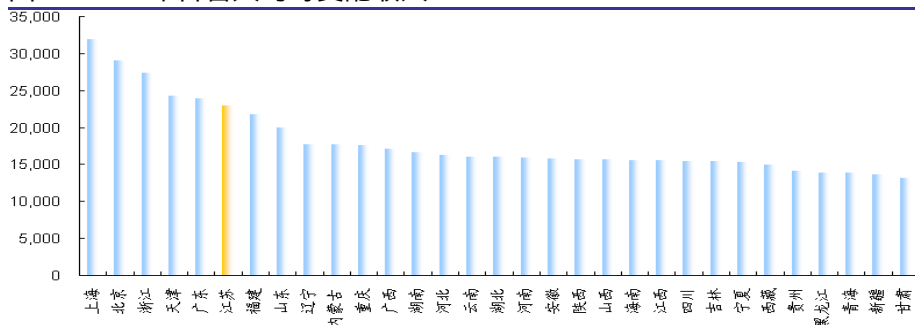
资料来源：WIND，东北证券

图 7：2010 年各省社零总额增速



资料来源：WIND，东北证券

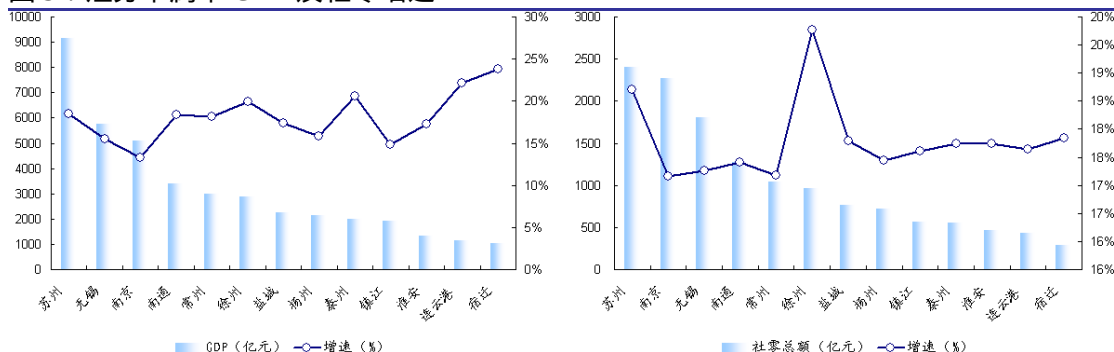
图 8：2010 年各省人均可支配收入



资料来源：WIND，东北证券

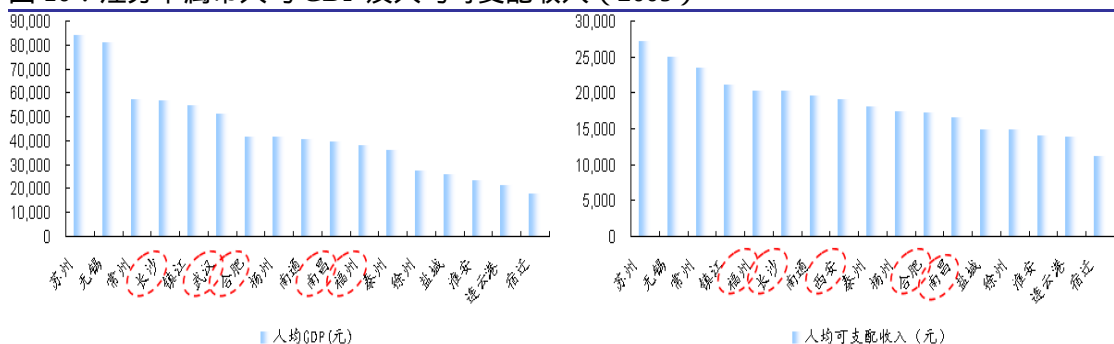
公司在江苏的主要经营地区南通的经济发达程度仅次于苏州、无锡和南京，盐城、泰州和连云港经济增速和消费增速均高于全省平均水平。且江苏下属城市经济发展水平普遍较高，部分地级市人均 GDP 和人均可支配收入甚至超过二线省会城市。

图 9：江苏下属市 GDP 及社零增速



资料来源：WIND，东北证券

图 10：江苏下属市人均 GDP 及人均可支配收入（2009）



资料来源：WIND，东北证券

随着经济的快速发展，二三线城市消费市场正在快速崛起，我们认为公司定位二、三线市场与外资零售巨头及国内大型零售企业形成差异化竞争的战略选择具备较大的发展空间，且公司致力于开发城市综合体，一方面可以通过出租、出售物业快速回收成本，另一方面，以商场带动住宿、餐饮、娱乐、休闲的一站式消费极大地满足了消费者的需求，使商场具有了得天独厚的经营环境和经营条件。与一线城市相比，虽然一线城市购买力强，但经营成本高，核心商圈市场增量有限已经成为商业发展的障碍之一；相比之下，众多二、三线城市及城乡结合部的副商圈则具有巨大购买潜能和较低的经营成本，逐渐成为大型零售连锁企业重点开发的市场。且从政策取向上看，一些欠发达地区政府致力于推进城镇化建设，希望通过商业来为城镇化建设打下基础，增强城镇对生产要素的聚集、整合能力，公司在扩张中更易得到政府支持。

表 3：一线、二三线城市经营环境对比

	一线城市	二线城市
经营成本	较高(租金成本、人力成本等)	较低(租金成本、人力成本等)
物业选择	较多，但核心商圈资源稀缺	优质物业较少，一店定江山
培育期	较长，3 年或以上	较短，1-2 年
消费基数	高	低
购买力	强	较弱
地区经济增速	慢	快
竞争环境	白热化	相对缓和
扩张空间	渠道下沉	占领二三线市场，拓展城乡结合部

资料来源：东北证券

3.公司主业分析——复合业态全面发展

公司主要以经营城市综合体为主，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，复合业态全面发展，一方面满足顾客一站式消费需求，另一方面在综合体开发中保障商家入驻率，构筑购物中心核心功能，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。

3.1 百货业务——大店垄断市场

公司目前共有 10 家大型购物中心（均内含超市），分别分布在南通市区及下属 6 个区县、泰州和上海，以复合业态的形式在各地均具备一定的垄断地位。

表 4：文峰股份百货门店基本情况

序号	门店名称	开业时间	地点	经营面积（M ² ）	物业性质
1	大世界南大街店	1996-01	南通市区	47917	自有
2	大世界如皋店	1997-12	南通如皋市	49434	自有
3	大世界海门店	1998-09	南通海门市	12154	租赁
4	大世界如东店	1999-09	南通如东县	24638	自有
5	大世界启东店	1999-12	南通启东市	12133	自有
6	大世界海安店	2000-09	南通海安县	13561	租赁
7	千家惠泰州店	2002-09	泰州市区	23343	租赁
8	大世界沪东店	2003-09	上海市浦东新区	23191	自有
9	大世界通州店	2007-02	南通市通州区	24763	自有
10	大世界靖江店	2009-11	泰州靖江市	27229	自有
11	大世界宝应店	2011-06	扬州市宝应县	15000	租赁

资料来源：东北证券 注：均含超市并与家电业态组成购物中心（表中面积不含家电）

3.1.1 大世界南大街店-主力门店扩店升级

大世界南大街店是公司的旗舰店，开业于 1996 年，百货部分经营面积 4.79 万平方米，总面积 5.41 万平米，物业自有，位于南通市最繁华的南大街商圈中央位置，是南大街商圈销售规模最大的门店。2010 年，该店实现营业收入 17.7 亿元（含家电业务），同比增长 19.49%，3 年复合增长率 11.77%，占公司购物中心业态总收入的 37.8%，占公司营业总收入的 31.66%。南大街店主要竞争对手为同处南大街商圈的南通百货大楼（八佰伴）、金鹰国际、亚萍国际、侨鸿国际等，其中八佰伴定位较大世界略高，面积相当，但人气不如大世界，收入规模不足大世界 1/3；金鹰国际面积仅 6000 平且无化妆品销售，成长瓶颈明显；亚萍国际定位大众，品牌结构较差，对公司几乎没有威胁；侨鸿国际由于非传统商业企业经营，与商圈存在一定偏离，连年亏损，大世界南大街店商圈垄断地位稳固。由于今年与八佰伴竞争更为激烈，我们预计门店全年收入增长在 15%左右，增速低于去年。明年上半年扩建的 8000-10000 平面积将投入使用，有助于推动门店 2012-2014 年业绩的快速增长。品牌升级方面，由于受到物业条件和品牌组合的限制，门店将以现有门店档次为基础合理升级，对于国际品牌将重点在南通二店引进。

3.1.2 大世界如皋店-未来扩张样板

大世界如皋店原为经营面积较小的门店，净营业面积 7590 平方米，以经营百货为主，兼营精品超市和电器销售，是公司异地扩张的第一家门店。由于如皋市场逐步扩容，原有门店已经不能保证日益增长的需求，较竞争对手也显现出面积不足的劣势，公司在原店以西 400 米投资建设了新店。新如皋店于去年 11 月开业，是集百货、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，扩建后经营面积增加至 6.85 万平方米，其中地上面积 6.07 万平方米，原如皋店所租赁的物业设立文峰电器海阳路店。如皋店开业后经营情况超出预期，预计今年百货部分销售收入可达 4.5 亿，毛利率 15% 左右，电器部分毛利率约 12%，超市部分毛利率 13-14%。

如皋店投资 2.7 亿元（含酒店总投资 3.5 亿元），平均成本 4000 元/平米，年折旧 1000 万元，与 2000-3000 元/年的市场化租金相比，成本优势明显，百货部分 2 亿左右的销售收入即平效达到 5000 元左右即可实现盈亏平衡，今年有望实现 3000 万左右净利润，培育期较短。另外，如皋店项目共有 12 套商铺，面积在 7000 平米左右，已全部出售，实现收入 1.1 亿元，酒店部分 1.2 万平，出售 70%，实现 6000 万左右收入，公司实际沉淀资金仅 1 个多亿。如皋店这种低成本整体拿地自建购物中心并通过出售配套商业物业回流资金的“类万达”模式取得了较大的成功，且适应二、三线城市的经营环境，公司未来在其他城市的扩张中，也会以如皋店的模式为样板，前景乐观。

表 5：如皋店基本情况

	盈亏平衡点	2011E	2012E
营业收入（万元）	20000	45000	57000
毛利率（%）	15	15	15
毛利额（万元）	3000	6750	8550
房产税（万元）	250	250	250
折旧（万元）	1000	1000	1000
摊销（万元）	200	200	200
水电费（万元）	650	650	650
人工费（万元）	550	600	700
广告促销费（万元）	100	100	100
营业利润（万元）	250	3950	5650
所得税率（%）	25	25	25
净利润（万元）	187.5	2962.5	4237.5

资料来源：东北证券

3.1.3 大世界如东店- 扩建效果良好

大世界如东店是公司经营了 12 年老门店，净营业面积 6580 平方米，在当地市场具备较高的市场地位，在市场逐步升级扩容的环境下，公司同样采取了扩店措施，经营面积增加至 3.68 万平米，其中地上面积 2.97 万平米，并于 2009 年 5 月起试营业，当年实现营业收入 2.96 亿元。扩建后的如东店位于如东县最繁华的青园路商圈，苏宁电器、亚萍广场均处于该商圈，商业气氛浓郁，客流量大，业绩增速较高。

如东店上半年实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 17%，其中百货收入 1.4 亿元，超市

家电各 5000 万元，客单价 300-400 元。半年如东店只有 3 层面积在营业，内部进行了装修和扩建，8 月重新开业，新增 4F 百货面积、5F 餐饮配套，并将超市调整至 1F，拉动整体客流。预计门店扩建效果将在明年有明显体现。

3.1.4 大世界沪东店- 省外成功扩张

大世界沪东店是公司跨省的第一家购物中心，2003 年 9 月开业，位于上海地铁 6 号线五莲路站，张杨北路与五莲路路口，门店百货部分经营面积 2.32 万平米，家电部分经营面积 5700 平米，原为租赁大股东物业，7 月注入上市公司后，变为自有物业。沪东店周边居民小区密集，交通便利，消费层次与公司定位十分契合，经 5 年培育，在张杨北路拓宽和 6 号线通车后，门店开始盈利且业绩提升较快，今年收入有 2 位数增长。另外，公司 4 层经营家居部分及部分租赁面积公司将适时调为自营，门店未来仍有成长空间。沪东店是公司省外扩张的成功案例，也是公司农村包围城市战略的体现，未来公司在上海郊区仍有意愿发展类似项目。

3.1.5 其他门店经营稳定

除上述主力店外，其他门店经营也比较稳定，海安店、海门店增速均在 15%以上，前者扩建后预计未来 2-3 年均会有较快的增长，泰州店由于是成熟门店且商圈一般，增速仅 2%，通州店增速在 25%以上，靖江店为 2009 年底新开门店，今年增长在 40%左右。

表 6：公司购物中心门店盈利情况

序号	门店名称	2008 (万元)	2009 (万元)	2010 (万元)	3 年 GAGR (%)
1	大世界南大街店	141,683.30	148,133.79	177,010.70	
	YOY		4.55%	19.49%	11.77%
2	大世界如皋店	26,552.82	28,196.03	36,014.82	
	YOY		6.19%	27.73%	16.46%
3	大世界海门店	29,587.62	30,649.19	34,357.97	
	YOY		3.59%	12.10%	7.76%
4	大世界如东店	23,205.65	29,637.30	37,142.45	
	YOY		27.72%	25.32%	26.51%
5	大世界启东店	27,170.06	28,731.94	30,423.95	
	YOY		5.75%	5.89%	5.82%
6	大世界海安店	15,945.33	16,857.09	17,765.51	
	YOY		5.72%	5.39%	5.55%
7	千家惠泰州店	25,326.72	24,305.78	26,370.93	
	YOY		-4.03%	8.50%	2.04%
8	大世界沪东店	41,275.84	57,740.92	61,896.89	
	YOY		39.89%	7.20%	22.46%
9	大世界通州店	21,215.84	21,641.19	27,468.52	
	YOY		2.00%	26.93%	13.79%
10	大世界靖江店		1,502.50	11,902.08	
	YOY			692.15%	-
	合计	351,963.18	387,395.73	460,353.82	
	YOY		10.07%	18.83%	14.37%

资料来源：公司公告，东北证券 注：不含盐城店、宝应店

3.2 家电业务——有配套，有单店

家电业务是公司第二大收入来源，在南通家电市场占有率为 55%，单店销售是苏宁电器的 4-5 倍。2011 年上半年，公司家电业务收入占比 27.91%，由于毛利率较低，毛利额占比 13.12%。目前公司共有 20 家家电连锁店，其中 10 家为购物中心内置门店，10 家为单体门店，总面积不足公司总经营面积的 1/3。

表 7：文峰股份家电门店基本情况

序号	门店名称	开业时间	地点	经营面积 (M ²)	物业性质
1	文峰电器南大街店	1996-01	南通市区	6200	自有
2	文峰电器如皋店	1997-12	南通如皋市	4000	自有
3	文峰电器海门店	1998-09	南通海门市	3400	租赁
4	文峰电器如东店	1999-09	南通如东县	4800	自有
5	文峰电器启东店	1999-12	南通启东市	1600	自有
6	文峰电器海安店	2000-09	南通海安县	2400	租赁
7	文峰电器泰州店	2002-09	泰州市区	4200	租赁
8	文峰电器沪东店	2003-09	上海市浦东新区	5700	自有
9	文峰电器通州店	2007-02	南通市通州区	4300	自有
10	文峰电器靖江店	2009-11	泰州靖江市	4000	自有
11	文峰电器阜宁店	2003-01	盐城阜宁县	1370	租赁
12	文峰电器吕四店	2003-07	南通启东市	2875	租赁
13	文峰电器姜堰店	2003-09	泰州姜堰市	1520	租赁
14	文峰电器工农路店	2006-03	南通市区	1700	租赁
15	文峰电器启东二店	2006-10	南通启东市	2349	租赁
16	文峰电器建湖店	2006-12	盐城市建湖县	2560	租赁
17	文峰电器人民路店	2008-12	南通市区	7350	租赁
18	文峰电器高港店	2009-06	泰州市高港区	1600	租赁
19	文峰电器连云港店	2009-06	连云港市区	2868	租赁
20	文峰电器海阳路店	2010-12	南通如皋市	14299	租赁

资料来源：东北证券 注：1-10 为购物中心内置家电卖场，09 年后新设分公司

公司各家门店增速平稳，由于 2006-2009 年新增家电门店较多，2009 年收入增速较快。家电销售与房地产市场相关度较高，今年销售情况受到一定负面影响，且家电下乡的政策逐步退出，也对公司家电销售带来一定冲击。

表 8：公司单体家电门店盈利情况

序号	门店名称	2008 (万元)	2009 (万元)	2010 (万元)	3 年 GAGR (%)
1	文峰电器阜宁店	1686.68	1579.67	1966.95	
	YOY		-6.34%	24.52%	7.99%
2	文峰电器吕四店	1,884.75	1,842.60	2,165.18	
	YOY		-2.24%	17.51%	7.18%
3	文峰电器姜堰店	873.08	1,646.43	2,201.94	
	YOY		88.58%	33.74%	58.81%
4	文峰电器工农路店	2,234.22	2,103.39	2,489.46	
	YOY		-5.86%	18.35%	5.56%
5	文峰电器启东二店	2,267.21	1,747.23	1,655.35	
	YOY		-22.93%	-5.26%	-14.55%
6	文峰电器建湖店	2,443.89	2,129.35	2,227.71	
	YOY		-12.87%	4.62%	-4.53%
7	文峰电器人民路店	3,167.11	20,878.78	25,659.14	
	YOY		559.24%	22.90%	184.64%
8	文峰电器高港店		761.18	1,799.94	
	YOY			136.47%	-
9	文峰电器连云港店		2,940.33	3,951.69	
	YOY			34.40%	-
	合计	14,556.94	35,628.96	44,117.36	
	YOY		144.76%	23.82%	74.09%

资料来源：公司公告，东北证券 注：不含已停业门店

3.3 超市业务——短板尚待整合提升

超市业务是公司经营的短板，主要以购物中心配套形式存在，另有两家面积不大的单体超市和 800 多个加盟店。相对公司各项业务来说，公司超市业务管理水平最差，目前公司引进台湾管理团队发展超市业务，力图对公司超市业务整体竞争力进行提升，管理水平已经开始提高，账期从 3 个月缩短至 2 个月，毛利率提升了 2 个百分点。公司未来目标是将超市部分综合毛利率从 15%提升到 20%，扩张速度配合购物中心发展，同时发展单体店，年内在省内已有一家大卖场储备项目。公司 800 多个超市加盟店每年销售 20 多亿元，平均门店面积 200-300 平米，现每家每年收取 1-2 万元加盟费，未来有可能进行整合，加强经营上的联系和配送方面的配合。

表 9：文峰股份单体超市门店基本情况

序号	门店名称	开业时间	地点	经营面积 (M ²)	物业性质
1	麦客隆店	2000-04	南通市区	5300	租赁
2	千家惠吉星店	2000-12	南通市区	6850	自有

资料来源：东北证券 注：各百货店均含超市

表 10：公司单体超市门店盈利情况

序号	门店名称	2008 (万元)	2009 (万元)	2010 (万元)	3 年 GAGR (%)
1	麦克隆店	10,552.59	9,951.29	9,514.22	
	YOY		-5.70%	-4.39%	-5.05%
2	千家惠吉星店	7,348.69	7,508.97	9,131.79	
	YOY		2.18%	21.61%	11.47%
	合计	17,901.28	17,460.26	18,646.01	
	YOY		-2.46%	6.79%	2.06%

资料来源：公司公告，东北证券

4.未来扩张计划——带来新的增长点

公司未来将在商业未饱和区积极扩张，一方面物业成本较低，另一方面竞争相对缓和。未来几年将主要发展江苏省三四线城市，采取如皋模式布局苏东、苏北，若以每年新建 3-5 个购物中心，平均每个 6 万平方米左右的速度，省内仍有 2-3 年的发展空间，公司目前储备项目丰富，既有海安、启东和海门扩建项目，也有连云港、南通二店和大丰新建项目。从扩张效果看，公司在南通本地的门店已经做到当年开业当年盈利，2011 年 6 月 18 日新开的扬州宝应也有望在 1.5 年内盈利，显示出公司低成本扩张的优势及在当地的优势地位。

4.1 大世界海安店

原海安店经营面积为 1.60 万平米，是当地规模最大的百货门店，由于增长受到物业面积限制，公司将扩建该店，计划扩建门店后经营面积增至 5.57 万平米，其中地上面积 5.0 万平米，扩建地点位于现海安店以南 1500 米，预计年内投入使用，明后两年将是海安店的高增长期。

4.2 大世界启东店

启东店也是公司募投项目之一，在现启东店（含大世界启东店和文峰电器启东店合计 1.37 万平米）的基础上进行扩建，扩建地点位于现启东店现址，公司拟将现有启东店物业拆除重新扩建，计划扩建门店后经营面积增加至约 6.60 万平方米，其中地上面积约 5.60 万平方米。启东店分两期建设，其中一期将在明年元旦至春节期间开业，二期将在 2013 年 1 月开业，扩建完成后，门店将由原来三个不连接、独立的物业组合成一个物业，克服先天不足，业绩将有大幅提升。

4.4 大世界南通二店

公司拟在南通建设二店并引进部分高端品牌以满足南通日益扩大和升级的消费市场，南通二店位于南通住城区的新老城区结合部，经营面积 4.5 万平方米，并配有可供出售的 4 万平米的商铺和 6.8 万平米的住宅。购物中心部分预计 2013 年上半年开业，届时，公司的垄断优势将进一步体现，商铺及住宅今年 3 季度开始预售。

4.5 大世界海门店

海门店是公司自筹资金扩建的门店，老店经营面积 1.56 万平方米，是当地目前规模最大的综合性商场，扩建后门店将达到 6-8 万平米，预计 2013 年下半年开业。

4.6 其他储备门店

年内公司还将以租赁方式新设 2.2 万平的连云港店，大丰城市综合体经营面积 8 万平，明年 4 月可以如期交地，预计 2013 年下半年开业；公司在省内其他县市及上海仍有考察项目，主要在江苏苏东，苏北，还有少量在重点乡镇，未来扩张区域会首选江苏，也不排除在安徽、浙江等临近省份试水。预计公司 3-5 年内仍会以每年 3 家门店左右的速度扩张，其中租赁项目开业进度会相对较快。另外，公司超市和家电单体店的适量发展也会为公司贡献外延增长，目前公司在省内已有一家 2 万平方米左右的大卖场储备项目。

表 11：公司储备门店情况

	门店	旧店面积 (M ²)	新店面积 (M ²)	预计开业时间
扩建项目	大世界海安店	15961	55679	2011 年底
	大世界启东店	13733	66000	2012-2013 年
	大世界海门店	15554	60000-80000	2013 下半年
新建项目	大世界连云港店	22000 (租赁)		2011 年底
	大世界南通二店	45000		2013 上半年
	大世界大丰店	80000		2013 下半年

资料来源：公司公告，东北证券

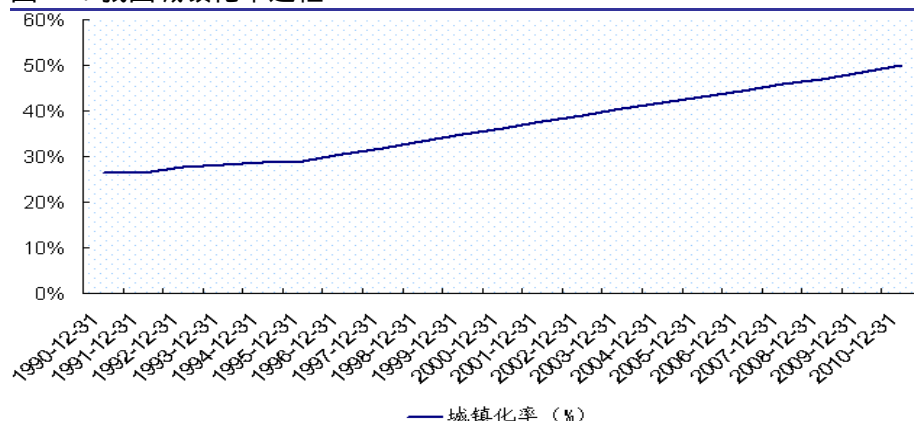
5. 盈利预测与投资建议

5.1 投资亮点

5.1.1 定位二、三线市场空间巨大

公司主要门店布局于江苏省二三线城市，随着城际交通的愈发发达，江苏二三四线城市常驻人口总量将有所提升，公司既避开了一线城市的激烈竞争，又能充分受益于江苏省良好的经济环境和逐步提升的消费能力。另外，二三线城市优质物业的稀缺性及有限的市场容量使得公司投资建设大型购物中心可带来“一店定江山”的效果，形成阶段性的垄断优势，一旦市场有所升级和扩容，公司也具备先发优势，反应将较竞争对手更为迅速，提前占领市场。从大环境看，公司在外延扩张和渠道下沉过程中，将充分受益于不断推进的城镇化进程，近年来，我国城镇化率逐年提高，“十二五”期间我国城镇化率将由现在的 47.5% 提高到 51.5%，新增市场空间巨大。

图 11：我国城镇化率进程



资料来源：WIND，东北证券

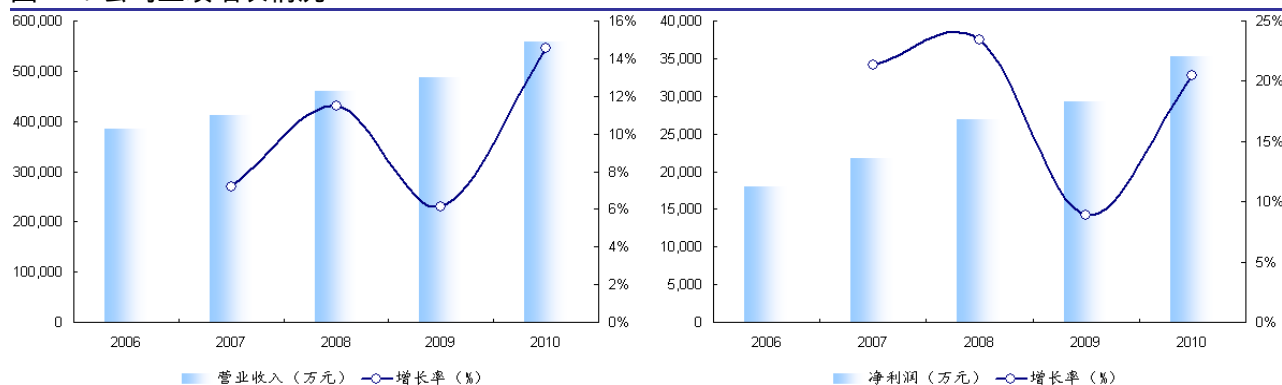
5.1.2 组合业态自建购物中心

公司主营购物中心业态并采取自建的方式对外扩张，由于门店相对当地市场多为大体量商场，对招商能力有较高的要求，公司百货、超市、家电三大业态均自行经营，保障了购物中心最聚人气的核心要素顺利配套，避免了扩张中对其他商家产生依赖且在管理上更具整体性，降低了管理难度和风险，在这一点上类似于万达的第三代购物中心。公司在购物中心投资过程中，与集团合作开发，不但形成了多业态布局的协同效应，通过销售部分商铺或酒店住宅还可回收现金流、降低扩张成本，例如如皋项目按照当地市场价，土地+装修等成本约 1 万元/平米，公司自建成本仅为 3700 元/平米，通过商铺出售回收现金，沉淀资金仅 1 亿多元，为市场价的 1/6。我们认为这种模式在未来可以持续复制。另外，公司在经济欠发达区域自建购物中心更易得到当地政府支持并获得大面积自有物业，未来可享受物业升值所带来的收益并规避租金上涨风险，目前公司经营面积共计 36 万平方米左右，其中自有物业约 25 万平米，占比达 68%，未来启东店、海安店和南通二店建成后，自有物业比例将提高到 80%以上。

5.1.3 业绩进入释放期

公司近年来收入和利润增速看，2007 年增速较低是由于汽车业务不进入合并范围，零售主业增速则在 2007 年和 2010 年最高，主要由于前期开业的门店进入培育期。2009 年如东店扩建和靖江大世界开业经历 1-2 年培育业绩增速加快；如皋店去年底扩建完毕，今明两年进入快速增长期；今年完成的海安项目、连云港项目和宝应店以及明年投入使用的启东 1 期、未来储备计划中的南通二店、海门店和大丰店的滚动开发将促进公司进入新一轮的业绩释放期。

图 12：公司业绩增长情况



资料来源：WIND，东北证券

5.1.4 模式可复制，未来稳扩张

公司未来将继续以自建购物中心的模式对外扩张，成本较低且储备门店丰富（如前文所述）。另外，江苏省共有 52 个县级市，公司的目标市场苏东和苏北人口在 60 万以上的理想进入区域有 30 多个，每个区域可容纳 1-2 家购物中心，为公司进一步扩张留出空间。除江苏省以外，目前公司在上海也取得了初步成功，我们不排除公司再度跨省扩张的可能。

从同业经验看，二三线市场正在得到更多零售企业的关注，类似文峰模式的发展趋势正在加速，比较典型的广东益华百货即以建设二三线城市 CITY MALL 的模式与为外资零售巨头和国内其他大型零售企业差异化竞争，取得了稳步发展，其发展模式和发展战略与文峰有很多类似之处，我们看好行业在二三线城市的发展空间及“文峰模式”的业态选

择，且公司对三四线市场更为熟悉，定位符合三四线市场的消费习惯，业态健全，在竞争中具备一定优势。

表 12：益华百货发展情况

业态	经营百货、四海电器、乐家超市三种业态，采用 CITY MALL 商业模式，配套星级酒店、商务办公写字楼、高档住宅、大型停车场等，且完善的配套服务设施全部由益华集团公司统一经营管理。
主要门店	中山市益华广场、中山市古镇益华国贸广场、清远市益华城市广场、江门市益华金汇广场、韶关市益华中环广场。
经营面积	商场经营面积近 17 万平方米
经济背景	珠三角二三线市场的一些主要县区已成为广东甚至是全国部分产业经济的支柱，极具商业消费潜力，居民可支配收入一直呈现高速增长的态势，珠三角一些县市已成为国内消费增长最强劲的地区之一。
经营战略	通过合理布局，将益华 CITY MALL 的成熟业态延伸到更多的县区城市以及中心镇，以此作为与外资零售巨头和国内其他大型零售企业竞争的差异化战略，并将投资成本、交通状况以及管理和服务等方面的因素加以整体考虑。
发展机遇	一些欠发达地区政府开始致力于推进城镇化建设，希望通过商业来为城镇化建设打下重要支点，增强城镇（市）对生产要素的聚集、整合能力。“十二五”期间，二三线城市比一线城市具有更大的发展空间，很适合大型购物中心的长远发展。
未来扩张	2011 年，益华集团全面投入江苏镇江益华广场项目、中山阜沙国贸酒店项目、山东名嘉广场益华百货项目、山东聊城盛世天湖项目、内蒙古鄂尔多斯项目。

资料来源：东北证券

5.2 盈利预测

假设公司（1）2011-2013 年购物中心部分营业收入增长率分别为 17.38%、21.46%和 28.04%；（2）公司综合毛利率分别为 17.19%、21.08%和 18.54%，部分毛利率提高由地产贡献；（3）门店扩张如前文 4.6 中所述如期进行；（4）地产部分产生收益导致营业税金提高；（5）如皋项目地产部分贡献公司 2011 年 0.03 元净利润，南通二店地产部分 2012-2014 年分别确认 50%、30%和 20%，贡献 EPS0.27、0.16 和 0.11 元。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.82 元、1.24 元、1.46 元，其中零售主业 EPS 分别为 0.79 元、0.97 元、1.35 元，估值比较合理，给予推荐评级。

表 13：公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	559,018.03	654,434.32	895,944.90	1,053,777.13
营业成本	466,446.35	541,906.96	707,102.29	858,411.26
营业税金及附加	5,627.71	7,395.11	17,918.90	13,699.10
主营业务利润	86,943.97	105,132.25	170,923.72	181,666.76
销售费用	28,883.12	33,048.93	49,276.97	51,635.08
管理费用	14,049.00	18,324.16	28,670.24	26,344.43
财务费用	1,171.62	1,308.87	895.94	1,053.78

营业利润	43,383.97	52,150.29	92,080.57	102,633.48
营业外收支净额	4,506.69	2,168.42	0.00	0.00
利润总额	47,890.66	54,318.71	92,080.57	102,633.48
所得税费用	12,500.76	14,122.86	24,401.35	26,684.70
归属母公司净利润	35,278.19	40,195.85	61,064.22	71,979.77
每股收益(元)	0.72	0.82	1.24	1.46

资料来源：公司公告，东北证券

表 14：公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS			预测 PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011	2012
600865.SH	百大集团	0.21	0.23	0.29	33.48	29.86	24.31
600858.SH	银座股份	0.39	0.52	0.86	49.54	36.48	22.21
002561.SZ	徐家汇	0.56	0.60	0.67	29.67	23.00	20.66
000564.SZ	西安民生	0.20	0.23	0.24	32.03	27.56	20.45
600859.SH	王府井	0.95	1.39	1.85	46.52	27.26	20.39
600694.SH	大商股份	0.41	1.37	1.94	94.95	28.66	20.31
002419.SZ	天虹商场	1.28	0.81	1.06	35.34	26.50	20.16
000516.SZ	开元投资	0.21	0.23	0.30	28.36	26.73	20.13
600697.SH	欧亚集团	0.83	1.04	1.37	32.13	25.71	19.38
600628.SH	新世界	0.37	0.40	0.46	23.75	22.38	19.22
600693.SH	东百集团	0.29	0.69	0.48	29.97	12.71	18.47
600682.SH	南京新百	0.20	0.27	0.46	40.87	30.95	17.99
000417.SZ	合肥百货	0.60	0.97	1.01	32.79	18.48	17.81
002277.SZ	友阿股份	0.62	0.88	1.18	33.26	23.53	17.50
000785.SZ	武汉中商	0.27	0.37	0.46	29.65	21.67	17.34
600729.SH	重庆百货	1.41	1.82	2.34	28.64	22.25	17.32
000501.SZ	鄂武商 A	0.58	0.72	0.95	29.21	22.67	17.12
600828.SH	成商集团	0.38	0.48	0.60	31.82	20.96	16.82
600723.SH	首商股份	0.10	0.57	0.72	197.19	20.99	16.63
600280.SH	南京中商	0.33	0.87	1.71	87.22	32.42	16.61
000419.SZ	通程控股	0.30	0.31	0.43	29.88	22.11	16.12
000715.SZ	中兴商业	0.24	0.41	0.58	38.70	22.31	15.90
601010.SH	文峰股份	0.92	0.91	1.21	26.05	20.43	15.41
002187.SZ	广百股份	1.03	0.72	0.90	22.78	19.18	15.40
600785.SH	新华百货	1.04	1.26	1.58	23.09	19.06	15.13
600778.SH	友好集团	0.34	0.50	0.81	36.16	24.18	14.98
000987.SZ	广州友谊	0.91	1.09	1.35	20.50	17.21	13.80
	平均	-	-	-	42.35	23.90	18.06

资料来源：WIND，东北证券

6.风险提示

经济增速放缓，门店培育期过长；理想物业选择范围小，出现扩张瓶颈；二三线市场增速低于预期，招商过程中可能存在阻力；扩张过快及复合业态带来的人才及管理风险；竞争对手渠道下沉导致竞争升级；地产部分确认比例不定。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。