

文峰股份 (601010.SH) 批发和零售贸易

深崛购物中心业态，稳固当地垄断优势

公司研究简报

◆公告梗概：

公司公告：募投项目之一海安文峰大世界门店将于近日完工开业。该项目占地面积约 1.6 万平方米，地面建筑约 6.2 万平方米，地下建筑约 1.5 万平方米，于 2010 年 4 月开工，2011 年 12 月完工，定于 2011 年 12 月 30 日开业，是海安县最大的购物中心。该项目投入运营后，公司在海安县原先经营门店的全部业务将迁入新店，预计新的海安店 2012 年销售收入将比原有门店增加 50%-100%，将对公司主营业务产生积极影响。

◆项目体量巨大、业态先进，当地垄断优势无可撼动：

海安项目位于江苏省南通市海安县，人口 90 万。该地经济环境优越，人民生活水平富足，2010 年 GDP 为 355 亿元，社会消费品零售总额 134 亿元，人均 GDP 水平与我国中西部地区的部分省会城市基本相当，随着城市的扩容，消费需求将进一步提升，为公司的长期发展提供了坚定的商业基础。

海安老门店纯经营面积约 3700 平米，2010 年销售 1.77 亿元，坪效已经达到极限，为当地销售额最高、品牌最顶端的百货。新海安店地处原海安店以南 100 米，主要经营项目有：百货、电器、超市、餐饮、宾馆、娱乐、影城等，集购物、餐饮、休闲、娱乐、住宿为一体，建筑面积达 6.2 万平，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。海安文峰城市综合体是完全以如皋文峰为蓝图建造，项目除了购物中心还包括住宅及酒店，其中住宅部分为大股东所有，购物中心和酒店为上市公司所有。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。

◆维持买入评级，6 个月目标价 22 元：

我们上调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.88/1.15/1.52 元，其中零售业务为 0.78/1.05/1.42 元（之前为 0.88/1.14/1.49 元，其中零售业务 0.78/1.04/1.39），未来三年主业 CAGR 为 26.3%，认为公司的合理价值为 22 元，对应 2012 年主业 20 倍市盈率。公司在苏中苏北地区品牌深入人心，客户黏性强；随着消费升级，门店能够保持较强内生增长。而在外延方面，公司凭借较强的城市综合体开发能力，竞争优势明显。维持买入评级。

◆风险提示：

营业收入地区分布相对集中、人才和管理团队建设滞后于扩张速度。

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	7,072	8,867	11,371
营业收入增长率	6.15%	14.53%	26.50%	25.38%	28.25%
净利润（百万元）	293	353	435	568	748
净利润增长率	8.84%	20.44%	23.19%	30.60%	31.75%
EPS（元）	0.59	0.72	0.88	1.15	1.52
ROE（归属母公司）	33.75%	34.53%	11.89%	13.44%	15.04%
P/E	26	21	17	13	10

买入（维持）

当前价/目标价：15.29/22.00 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

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

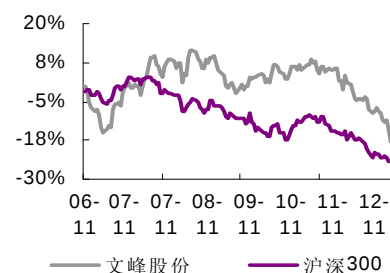
总股本(亿股)：4.93

总市值(亿元)：75.35

一年最低/最高(元)：14.80/20.99

近 3 月换手率：14.48%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.58	-8.49	0.00
绝对	-15.76	-19.95	0.00

相关研报

文峰股份：业绩略低于预期，期间费用上升较快是主因---3Q2011 季报点评

.....2011-10-28

文峰股份：业绩符合预期，南通区域优势扩大---1H2011 中报点评

.....2011-08-08

文峰股份：加快二三线城市布局，提高苏北地区影响力---公司公告点评

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 12 月 29 日更新)

	2011E	2012E	2013E
零售主业	0.78	1.05	1.42
地产业务	0.10	0.10	0.10
合计	0.88	1.15	1.52
	2012E	PE	合理价值
零售主业	1.05	20	21
地产业务	0.10	10	1
合计	1.15		22

资料来源：光大证券研究所

相关报告：

20110519 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

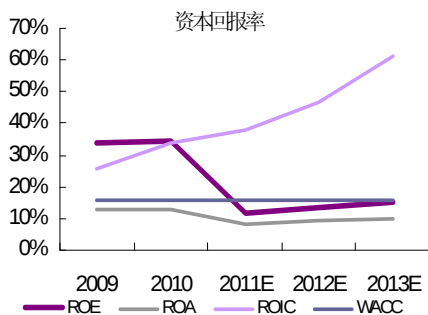
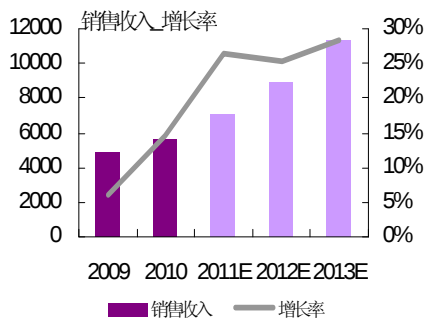
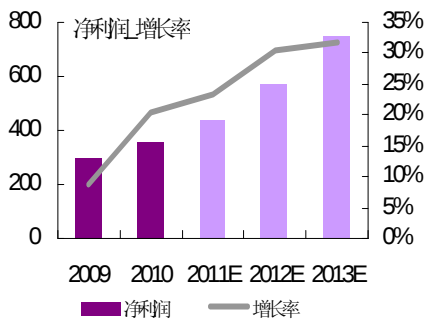
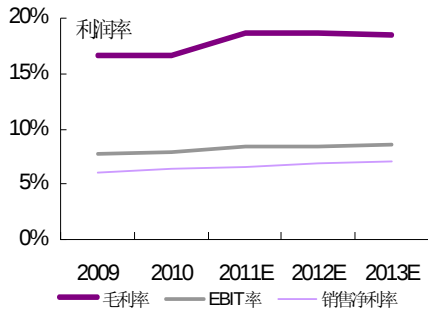
20110626 文峰股份：购物中心极具复制性，综合开发优势明显---公司调研简报

20110701 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

20110703 文峰股份：加快二三线城市布局，提高苏北地区影响力---公司公告点评

20110809 文峰股份：业绩符合预期，南通区域优势扩大---1H2011 中报点评

20111028 文峰股份：业绩略低于预期，期间费用上升较快是主因---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,881	5,590	7,072	8,867	11,371
营业成本	4,071	4,664	5,756	7,216	9,270
折旧和摊销	51	65	117	133	148
营业税费	46	56	91	114	140
销售费用	251	289	395	503	638
管理费用	132	140	234	285	352
财务费用	11	12	-34	-81	-103
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	633	834	1,078
利润总额	394	479	633	834	1,078
少数股东损益	1	1	34	50	50
归属母公司净利润	292.90	352.78	434.59	567.58	747.81

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,252	2,720	5,643	6,754	8,229
流动资产	1,137	1,449	4,291	5,335	6,758
货币资金	503	855	3,537	4,407	5,587
交易型金融资产	0	50	50	50	50
应收账款	17	18	23	29	38
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	137	116	141	177	227
存货	309	307	401	504	647
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	1,946	2,440	3,117
无息负债	1,374	1,688	1,946	2,440	3,117
有息负债	3	3	0	0	0
股东权益	874	1,029	3,697	4,314	5,112
股本	383	383	493	493	493
公积金	97	133	2,266	2,323	2,369
未分配利润	388	506	897	1,408	2,110
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	647	984	1,272
净利润	293	353	435	568	748
折旧摊销	51	65	117	133	148
净营运资金增加	-180	-298	126	-49	-57
其他	385	539	-31	333	432
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	2,233	83	105
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	258	494	678
净现金流	-78	387	2,682	870	1,180

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%	26.50%	25.38%	28.25%
净利润增长率	8.84%	20.44%	23.19%	30.60%	31.75%
EBITDA 增长率	7.41%	18.90%	40.57%	23.80%	26.92%
EBIT 增长率	5.40%	17.52%	34.78%	25.90%	29.61%
估值指标					
PE	26	21	17	13	10
PB	9	7	2	2	2
EV/EBITDA	14	11	7	5	3
EV/EBIT	16	13	9	6	4
EV/NOPLAT	22	18	12	8	5
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	6	6	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	16.60%	16.56%	18.61%	18.62%	18.48%
EBITDA 率	8.74%	9.07%	10.08%	9.95%	9.85%
EBIT 率	7.70%	7.90%	8.42%	8.45%	8.54%
税前净利润率	8.06%	8.57%	8.95%	9.41%	9.48%
税后净利润率 (归属母公	6.00%	6.31%	6.15%	6.40%	6.58%
ROA	13.07%	13.01%	8.30%	9.14%	9.69%
ROE (归属母公司) (摊	33.75%	34.53%	11.89%	13.44%	15.04%
经营性 ROIC	25.45%	33.90%	37.72%	46.85%	61.11%
偿债能力					
流动比率	0.83	0.86	2.21	2.19	2.17
速动比率	0.60	0.68	2.00	1.99	1.97
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	0.88	1.15	1.52
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	1.31	2.00	2.58
每股自由现金流(FCFF)	0.41	1.17	0.47	1.09	1.47
每股净资产	1.76	2.07	7.42	8.57	10.09
每股销售收入	9.90	11.34	14.35	17.99	23.07

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

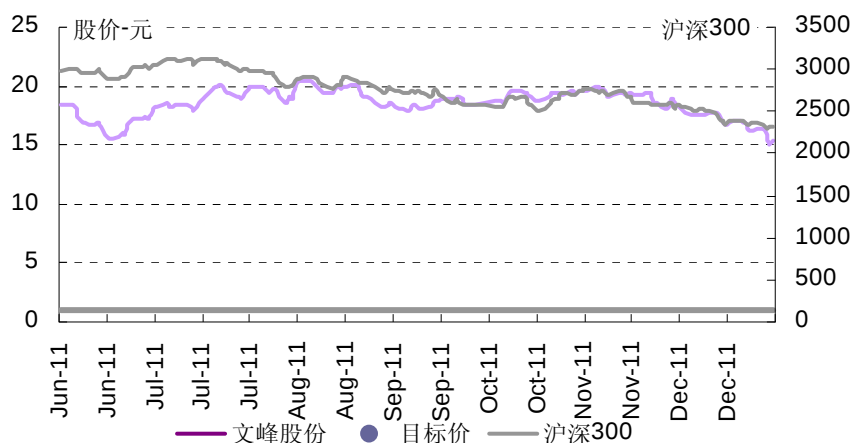
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

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
2011-07-03	18.18	26.00	买入
2011-08-08	18.53	26.00	买入
2011-10-28	19.47	27.00	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
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	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
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com