

文峰股份 (601010)

买入/维持评级

股价: RMB17.53

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.hthsc.com.cn

联系人

赖宇鸿

(0755)8212 5076

laiyo@mail.hthsc.com.cn

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.hthsc.com.cn

相关研究

《单季业绩波动，长期趋势不变》

2011/10/28

《文峰模式，重磅出击》

2011/08/15

《收入平稳增长，盈利能力提高》

2011/08/08

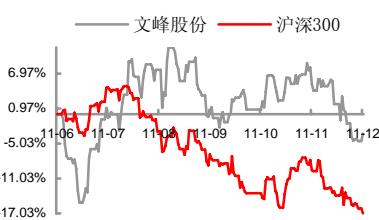
《区域领先的零售龙头》

2011/05/20

基础数据

总股本 (百万股)	493
流通 A 股 (百万股)	493
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,737

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

贷款几无风险 长期发展确定

- 近日有媒体发文，担心公司向两房地产业公司委托贷款难以收回，我们就此与公司进行了沟通，同时也进一步了解公司未来综合体发展的思路和进度。
- 公司借贷涉及的两地块均属南通市区极具商业发展前景的土地。由于土地拍价太高未能竞得，公司希望通过向开发商借款留有合作机会，如公司可在对方新建的卖场获得优先租赁权等。
- 我们认为两笔委托贷款风险很低，主要有三方面原因：1、开发商已将土地与银行签署抵押贷款协议，等明年初银行贷款到位，即可提前偿还公司；2、抵押给上市公司的土地作价仅为挂牌成交价的 43% 和 38%；3、大股东承诺在 5 亿元人民币额度内为文峰股份担保购买非保本银行理财产品或委托贷款的投资损失。以三保险形容这两笔委托贷款并不为过。
- 公司自四季度以来销售开始出现一定影响，其中珠宝首饰（以黄金为主）销售增速从上半年约 50% 的增幅回落至不到 20%，而受暖冬和冬装过度提价影响，服装类销售增速下降很快；此外电器销售受房地产调控影响也较大。不过通过商品结构调整和促销，收入增速逐步回升仍然可期。
- 公司的文峰模式（《文峰模式，重磅出击》2011/08/15）是最大看点，目前已公告的项目包括海安、启东一、二期、南通二店、大丰店等。未来江苏 52 个县级市中，除已有购物中心和消费水平低、市场规模较小的以外，公司可进入的县级市近 30 个。目前已储备项目 17-18 个，每年开工 3-5 个。
- 凭借低成本和综合体各环节（零售经营、配套商铺规划与定价、酒店建设等）运作经验，公司去年底开业的如皋店今年实现了 3000 万净利润和 7.8% 的净利率。明年元旦和年中开业的海安店和启东一期都有望实现类似回报。我们预计 12、13 年“文峰模式”在业绩上的表现更加强劲。
- 由于受家电收入下滑等的拖累，我们略下调 11-13 年公司盈利预测，零售主业 EPS 为 0.83/1.04/1.35 元（首页 EPS）。公司不仅受益于三四线市场蓬勃需求，其文峰模式下成长性明确、业绩回报好，维持买入评级！
- 风险提示：后周期行业受经济下行冲击，商业地产项目运作风险大等。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5590.2	6,639	8,264	9,819
(+/-%)	0.0	18.8	24.5	18.8
归属母公司净利润(百万元)	352.8	408.79	514.61	663.20
(+/-%)	0.0	16	25.9	28.9
EPS(元)	0.72	0.83	1.04	1.35
P/E(倍)	24.8	21.14	16.79	13.03

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

文峰模式——始于如皋店，复制拓展

如皋新店成本控制严格，建筑面积近 5.3 万平，总投入 3.5 亿元（包括土地、酒店建设等），其中商业部分 2 亿多，折合每平方米造价约 3800 元（其中楼面地价仅 1000 元，建安、装修、设备安装 2800 元），远低于市场购买价格（市场价约为 8000 元/平米）。

如皋店于 2010 年 11 月 6 日开业，由于当地需求旺盛，公司经营能力强，品牌在当地认可度高，今年整体收入高达约 5 亿元，其中百货部分收入增长约 50% 至 3.85 亿元，实现净利润高达 3000 万元！酒店部分实现盈亏平衡。按此测算，如皋店开业第一个完整年度净利率 7.8%。

公司未来的启东、海安、大丰等项目和如皋项目非常类似，处于江苏发达县级市，定位于当地最大购物中心、面积接近、投资上的成本控制严格。我们认为公司凭借低成本和优秀的综合体各环节运作经验，海安店、启东店等项目将取得和如皋店类似的回报！

表格 1：已公告项目概况，成本控制严格

	定位	投资	面积（平米）	开业时间
启东	启东最大购物中心+商铺	3 亿元或 4405 元/平 ，其中楼面地价 1545/平 ，建安 1000 多元/平 ，设备装修 1860 元/平	购物中心面积 66000	一期 2012 年年中，二期（旧店拆除重建）于 2013 年
	海安最大购物中心+商铺	2.5 亿元或 4356 元/平 ，其中楼面地价 1052 元/平 ，建安 1000 多元/平 ，设备装修 2300 元/平	购物中心面积 55679	2012 年元旦
南通 二期	商圈最大综合体和购物中心	土地 9.5 亿元	购物中心面积 45000	2013 年上半年
	大丰最大综合体和购物中心	8-10 亿元，楼面地价 1280 元 ，建安 1000 多元/平	建面 25 万，其中购物中心面积 8 万，其余商铺、住宅	2013-2014 年

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

后周期行业受经济下行冲击，商业地产项目运作风险大等。

盈利预测

资产负债				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,449	4,583	5,457	6,146	营业收入	5,590	6,639	8,264	9,819
现金	855	3,771	4,547	5,008	营业成本	4,664	5,503	6,651	7,866
应收账款	18	60	80	102	营业税金及附加	56	60	74	88
其它应	116	80	99	117	营业费用	289	357	438	547
预付账	80	165	199	233	管理费用	140	171	211	263
存货	307	434	458	613	财务费用	12	4	(7)	(7)
其他	73	74	74	74	资产减值损失	(2)	9	9	8
非流动资产	1,271	1,483	1,693	2,125	公允价值变动收	0	2	2	2
长期投	3	3	3	3	投资净收益	4	15	10	10
固定资	875	982	1,154	1,532	营业利润	434	551	898	1,064
无形资	251	323	363	403	营业外收入	51	17	11	10
其他	142	176	173	188	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	2,720	6,066	7,150	8,271	利润总额	479	569	911	1,076
流动负债	1,688	1,863	2,269	2,586	所得税	125	148	232	269
短期借	3	0	0	0	净利润	354	419	676	805
应付账	512	660	764	894	少数股东损益	1	0	71	31
其他	1,174	1,203	1,506	1,691	归属母公司净利	353	421	607	776
非流动负	3	3	3	3	EBITDA	529	657	1,021	1,218
长期借	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.85	1.23	1.58
其他	3	3	3	3					
负债合计	1,691	1,866	2,272	2,588					
少数股东	7	7	79	109					
股本	383	493	493	493					
资本公	33	2,673	2,673	2,673					
留存收	606	1,027	1,634	2,408					
归属母公	1,029	4,200	4,878	5,683					
负债和股	2,720	6,066	7,150	8,271					
现金流量				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动	659	440	1,054	991	成长能力				
净利润	354	421	607	774	营业收入	14.5%	18.8%	24.5%	18.8%
折旧摊	65	72	87	118	营业利润	18.5%	26.9%	63.0%	18.5%
财务费	0	4	(7)	(7)	净利润	20.4%	19.4%	44.1%	27.9%
投资损	(4)	(15)	(10)	(10)	盈利能力				
营运资金	3	(49)	299	81	毛利率	16.6%	17.1%	19.5%	19.9%
其它	241	7	78	36	净利率(%)	6.3%	6.3%	7.3%	7.9%
投资活动	(72)	(267)	(285)	(538)	ROE	34.5%	10.0%	12.6%	13.9%
资本支	(221)	(284)	(297)	(550)	ROIC				
长期投	(1)	0	0	0	偿债能力				
其他	150	17	12	12	资产负债率	62.2%	30.8%	31.8%	31.5%
筹资活动	(199)	2,743	7	7	净负债比率	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借	0	(3)	0	0	流动比率	0.9	2.5	2.4	2.4
长期借	0	0	0	0	速动比率	0.7	2.2	2.2	2.1
普通股	0	110	0	0	营运能力				
资本公	0	2,640	0	0	总资产周转率	2.25	1.51	1.25	1.27
其他	(199)	(4)	7	7	应收账款周转率	319.83	170.95	117.7	106.9
现金净增	387	2,917	776	461	应付账款周转率	9.63	9.39	9.33	9.42
					每股指标(元)				
					每股收益	0.92	0.85	1.23	1.58
					每股经营现金流	1.72	0.89	2.14	2.04
					每股净资产	2.67	8.51	9.74	11.32
					估值比率				
					P/E	19.0	20.5	14.2	11.1
					P/B	6.6	2.1	1.8	1.5
					EV/EBITDA	14.3	10.3	6.3	5.2

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300 (以下简称基准)
股票评级	
买入	股价超越基准 20% 以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20% 以上
行业评级	
增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。