

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

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/平方米）。

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
		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		
海安	海安最大购物中心+ 商铺		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	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

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
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
其他应	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	主要财务比率				
少数股东	7	7	79	109	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	383	493	493	493	成长能力				
资本公	33	2,673	2,673	2,673	营业收入	14.5%	18.8%	24.5%	18.8%
留存收	606	1,027	1,634	2,408	营业利润	18.5%	26.9%	63.0%	18.5%
归属母公	1,029	4,200	4,878	5,683	净利润	20.4%	19.4%	44.1%	27.9%
负债和股	2,720	6,066	7,150	8,271	获利能力				
					毛利率	16.6%	17.1%	19.5%	19.9%
					净利率(%)	6.3%	6.3%	7.3%	7.9%
					ROE	34.5%	10.0%	12.6%	13.9%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	62.2%	30.8%	31.8%	31.5%
					净负债比率	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.9	2.5	2.4	2.4
					速动比率	0.7	2.2	2.2	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	2.25	1.51	1.25	1.27
					应收账款周转率	319.83	170.95	117.7	106.9
					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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn

免责声明

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。