



买入

20.9% ↑

目标价格: 人民币 20.52

601010.SS

价格: 人民币 16.95

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

本报告要点

- 低线城市零售经历现代化过程, 增长快于高线城市
- 苏北苏中承接产业转移节奏加快
- 城市综合体的商业模式能够有效推动改善良性快速增长

主要催化剂/事件

- 新增综合体项目业绩超预期

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	(13)	(7)	-
相对新华富时 A50 指数	-	(3)	1	-

发行股数(百万)	493
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	2,133
3个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
江苏文峰集团有限公司	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2011 年 12 月 14 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售

刘都*

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*林琳为本报告重要贡献者

文峰股份

以城市综合体模式进行渠道下沉与扩张

公司以城市综合体开发的商业模式在苏北、苏中低线城市进行有效的复制扩张使得公司能够加快发展步伐。我们给予公司首次买入评级, 目标价位 20.52 元。

支撑评级的要点

- 在苏北低级别城市采取综合体商业模式, 使得项目开发成本较低, 资金回笼较快, 帮助公司短期内在苏北、苏中低线城市迅速扩张。
- 公司目前运作的综合体模式是相对成功的, 新扩建门店如东新店和如皋新店 1 年内实现盈利。

评级面临的主要风险

- 房地产调控政策影响江苏低线城市房地产市场, 公司商业地产业务销售低于预期, 房地产结算进程不确定。
- 项目投资节奏过快导致资金链紧张。

估值

- 我们预计公司 2011-13 年的每股收益为 0.799、1.132 和 1.357 元。其中零售业务的每股收益为 0.774、0.896 和 1.111 元, 地产业务的每股收益为 0.026、0.236 和 0.246 元。鉴于我们对公司发展战略以及未来 2 年扩张计划的认可, 给予公司目标价 20.52 元, 较目前价格有 20.9% 的上涨空间, 首次评级为 **买入**。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,835	5,534	6,254	7,218	8,794
变动(%)	6.10	14.46	12.45	15.99	21.83
净利润(人民币 百万)	293	353	392	562	688
全面摊薄每股收益(人民币)	0.594	0.716	0.799	1.132	1.357
变动(%)	8.84	20.45	10.84	42.67	19.86
市场预期每股收益(人民币)			0.8990	1.2171	1.4626
核心每股收益(人民币)	0.551	0.621	0.774	0.896	1.111
变动(%)	5.90	12.71	24.58	15.82	24.01
全面摊薄市盈率(倍)	28.5	23.7	21.2	15.0	12.5
核心市盈率(倍)	30.8	27.3	21.9	18.9	15.3
每股现金流量(人民币)	0.841	0.968	0.914	0.912	1.234
价格/每股现金流量(倍)	20.2	17.5	18.5	18.6	13.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.1	11.5	9.4	10.5	7.7
每股股息(人民币)	0.520	0.730	0.520	0.520	0.520
股息率(%)	3.1	4.3	3.1	3.1	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资概要	3
独特的城市综合体商业模式	5
南通区域有较强的区位优势	8
百货增长依靠外延和门店体量扩张.....	10
超市业务增长缓慢.....	15
家电业务市场占有率高.....	16
以城市综合体模式为依托的下沉和扩张	18
财务分析—费用控制良好	20
盈利预测和逻辑	21
附录一、新兴东商圈同类项目	24
附录二、南通及周边区域经济概况.....	25
研究报告中所提及的有关公司	27

投资概要

以城市综合体模式在低级别城市快速扩张

文峰股份是南通地区最大的零售连锁企业，目前已形成以百货、家电和超市多业态复合发展的商业模式。2010 年公司在南通地区的销售收入为 46.58 亿元，占南通市限额以上批发和零售总额的 13.09%，显示了较强的区位优势。

独特的城市综合体商业模式，即：买地自建综合体，自营综合体内的购物中心店，出售配套商业街、酒店、住宅和写字楼等物业，以迅速回笼部分资金，有助于公司零售业务在短时间内快速扩张。

公司目前及未来开发的项目以城市综合体为主，加速向苏北、苏中低线城市扩张。募投项目如东和如皋综合体，经营第一年盈利，为公司未来综合体项目的复制扩张提供了成功的模板。公司采取的在苏北和苏中以城市综合体的方式积极进行拓展的发展战略，符合了当地的零售业态进化的趋势，能够满足当地消费者一站式消费的习惯，具有良好的生存空间。

储备项目丰富。未来两年内公司确定开业的综合体项目有海安新店、启东新店、南通二店和大丰店，还有若干正在洽谈中的项目。未来 3 年公司的展店目标是每年 3-5 个综合体。

估值与投资评级

我们预计公司 2011-13 年的每股收益为 0.799、1.132 和 1.357 元。其中零售业务的每股收益为 0.774、0.896 和 1.111 元，地产业务的每股收益为 0.026、0.236 和 0.246 元。

我们将公司以零售业态和商业地产业态分开估值，给予公司零售业务 2012 年 20 倍市盈率以及商业地产 2012 年 11 倍市盈率估值，我们给予公司 20.52 元/股的目标价，首次评级为**买入**。

图表 1. 同业估值

公司	股票代码	总股本 (百万)	总市值 (人民币, 百万)	每股收益(元)				市盈率(倍)			市销率 (倍) 最新	11-2013 复合 增长率 (%)
				2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
渤海物流	000889.SZ	339	1,985	0.09	0.24	0.30	0.36	24	20	16	1.2	22
成商集团	600828.SS	439	4,019	0.32	0.45	0.54	0.68	20	17	13	2.1	23
重庆百货	600729.SS	373	12,920	1.41	1.70	2.13	2.99	20	16	12	0.4	33
大商股份	600694.SS	294	9,531	0.41	1.35	2.00	2.60	24	16	12	0.3	39
大东方	600327.SS	522	3,861	0.43	0.43	0.63	0.76	17	12	10	0.5	33
东百集团	600693.SS	343	2,540	0.29	0.37	0.45	0.58	20	16	13	1.2	25
鄂武商 A	000501.SZ	507	7,406	0.58	0.69	0.98	1.36	21	15	11	0.6	40
广州友谊	000987.SZ	359	5,991	0.91	1.09	1.51	1.73	15	11	10	1.4	26
广百股份	002187.SZ	285	3,527	0.61	0.86	1.00	1.20	14	12	10	0.5	18
合肥百货	000417.SZ	520	7,591	0.55	0.78	0.99	1.22	19	15	12	0.9	25
开元投资	000516.SZ	713	4,059	0.21	0.22	0.30	0.36	26	19	16	1.4	28
南京中商	600280.SS	144	3,761	0.32	0.87	1.70	2.30	30	15	11	0.6	63
欧亚集团	600697.SS	159	4,003	0.83	1.04	1.37	1.83	24	18	14	0.6	33
首商股份	600723.SS	658	6,446	0.10	0.59	0.72	0.88	17	14	11	0.7	22
天虹商场	002419.SZ	800	14,644	0.64	0.80	1.07	1.44	23	17	13	1.2	34
王府井	600859.SS	463	15,503	0.81	1.35	1.82	2.03	25	18	17	1.0	23
武汉中商	000785.SZ	251	1,683	0.27	0.37	0.47	0.57	18	14	12	0.4	24
新华百货	600785.SS	207	4,555	1.04	1.25	1.61	2.04	18	14	11	0.9	28
新世界	600628.SS	532	4,058	0.37	0.32	0.36	0.43	24	21	18	1.3	16
徐家汇	002561.SZ	416	5,131	0.47	0.60	0.67	0.72	21	18	17	2.4	10
银座股份	600858.SS	289	5,189	0.38	0.43	0.73	0.90	42	25	20	0.5	45
友阿股份	002277.SZ	349	6,034	0.62	0.86	1.18	1.56	20	15	11	1.3	35
友好集团	600778.SS	311	3,159	0.34	0.39	0.45	0.65	26	23	16	0.9	29
友谊股份	600827.SS	1,722	21,979	0.63	0.74	0.84	0.97	17	15	13	0.5	14
中兴商业	000715.SZ	279	2,162	0.24	0.41	0.58	0.73	19	13	11	0.6	33
平均			6,469	0.52	0.73	0.98	1.24	21	16	13	0.9	30
文峰股份	601010.SS	493	8,353	0.716	0.799	1.132	1.357	21	15	13	1.33	30

资料来源：公司数据

独特的城市综合体商业模式

公司发展战略是在苏北、苏中低线城市买地自建城市综合体。其商业模式是：将综合体分为两部分，一部分是建筑面积为 5-7 万平米的购物中心，另一部分是配套的商业街、酒店和住房。公司自营购物中心部分，出售配套的商业物业。

1. 未来低线城市会成为零售业渠道下沉的主战场

目前我国一线城市零售业市场竞争异常激烈，市场已基本处于饱和状态，零售业务利润增长放缓。从各省的零售市场而言，大部分零售企业门店集中在省会及省内经济较发达的城市，低线城市零售业态相对单一，竞争相对缓和，业态提升空间较高。低线城市近年经济增长较快，带动人均可支配收入增长，同时这些地区拥有相对较低的生活成本和住房价格，对农村人口和其他发达地区人口的吸引力较大，人口规模有望快速增长，居民的消费潜力巨大。以南通地区为例，2006 年该地区市区人口为 86.64 万人，到 2010 年市区人口增长到 211.54 万人，5 年年复合增长率高达 25%，而江苏省 2006-09 年城市人口复合增长率 3.2%。因此我们认为未来低线城市会成为零售业渠道下沉的主战场。此外城市综合体对带动城市经济和提升城市形象品质有一定的积极作用，因此零售商在开发项目时能得到政府一定的支持。

在过去，苏北、苏中地区经济发展一直落后于江苏省整体发展水平，近些年，随着地区产业结构的调整，迎来了经济的快速发展，带动了当地消费需求的增长。公司所覆盖的低线城市政府所在地人口均为 20-30 万人，能容纳的城市综合体 1-2 个，公司率先选择优质商圈开店，一定程度上阻止了其他竞争对手进入该市场。

图表 2.2010 年公司综合体所在县市人口状况

(万人)	海安	启东	如皋	如东	海门	大丰
全区人口	86.63	112.00	145.00	99.60	90.76	73.00
区/县政府所在地人口	26.50	16.07	30.00	20.77	20.10	20.23

资料来源：公司数据，中银国际

2. 商业模式有利于公司迅速扩张

1) 有效扩大经营规模

在经营购物中心之前，公司百货门店经营规模相对较小，虽然拥有较高的坪效，但增速放缓，一定程度上制约了公司业务的增长。经营购物中心有效的扩大了公司的经营规模，预计到 2013 年，公司门店的经营面积将比 2011 增加近 1 倍。

2) 投资成本低且能快速回笼 1/2-1/3 的初始投资资金

虽然买地自建物业会增加公司资本性支出。但是从长远发展考虑，自有物业避免了租金上涨的压力和业主不续租的风险。

投资成本较低，自建物业的投入资金是直接购买现成物业投入资金的 1/2 左右。

项目沉淀资金较少，出售购物中心以外的物业可以回笼 1/3-1/2 的初始投入资金，减少资金沉淀，为加速对外扩张提供了现金的保障。

酒店方面，除了少数中心城市外，中国其他地方酒店投资收益回报并不高。所以我们对公司出售的酒店产权再以年分红的方式从业主手中回租的经营方式比较认同。采取此等模式的原因在于综合体的配套业态以及酒店良好的现金流。

以如皋新店为例：

项目总投资为 2.67 亿元，出售酒店和商业街的税后收入分别为 4,600 万元和 6,800 万元，回收资金占总投资的 42% 左右。

公司独特的城市综合体商业模式，丰富的储备项目，立足于南通，渠道下沉至省内低线城市发展战略，为公司的可持续发展提供了保障。我们认为综合体项目将是拉动公司近几年增长最强的推动力。

公司开发城市综合体面临的风险：

公司开发城市综合体面临最大的风险是配套物业出售低于预期，资金回笼速度低于预期，使得公司的现金流面临压力。因此我们对计划新开项目（南通二店项目、大丰项目和海门新店项目）在 2012-13 年资金支出和回笼节奏做一个预测，来考量未来 2 年中公司的现金流是否紧张。

南通二店“文峰城市广场”项目，是由公司和南通文景置业有限公司共同投资的，其中公司占有 50% 的股份，文峰集团及关联方南通市大地房地产开发有限公司持有 1% 股份，文景置业持股 49%。该项目预计总投资约为 22 亿元，公司出资约为 12 亿元。其中商业街 5.6 亿元包销给该项目的另一股东。根据搜房网资料披露，目前商业街部分基本售罄。住宅部分文景嘉苑目前开盘的住房有 300 套（总共 386 套）左右，均价约为 18,000 元/平米，今年 9 月份开业至今已经 100 多套。

大丰项目的住宅中将有近一半用于拆迁居民回迁，销售压力较小，该项目预计总投资 10 亿元（含土地使用权费用 3.2 亿元）。

我们根据公司以往综合体项目开发进度及大丰、南通二店及海门新店项目买地开店的进程（在这里不对募集资金项目海安店和启东店做预测），对 2011-13 年上述三个项目资金使用和回笼节奏做一个简单的预测，假设住宅和商业街出售情况均符合预期，我们得出，2011-12 年资金的缺口预计分别为 5.64 亿元和 7.31 亿元，2013 年资金无缺口（其中南通二店只计算公司的投资与权益收入）。公司今年 7 月份公告称，将超募资金 13.69 亿元永久性补充流动资金，因此我们认为在商业物业出售符合预期的情况下，公司的现金流不存在压力。

图表 3. 大丰、南通二店和海门店项目资金使用及回笼节奏预测

(人民币, 百万)	2011E	2012E	2013E
大丰项目			
商业街销售收入	--	52.5	52.5
住宅收入	--	77.92	155.83
销售收入合计	--	130.42	208.33
投资进度	(133.3)	(662.7)	(204)
资金缺口	(133.33)	(532.25)	4.33
南通二店*			
商业街销售收入	--	145	145
住宅销售收入	169.119	233.948	140.933
写字楼销售收入	--	140.00	140.00
销售收入合计	169.12	518.95	425.93
投资进度	(600.00)	(360.00)	(240.00)
资金缺口	(430.88)	158.95	185.93
海门新店项目			
商业街销售收入		73.5	73.5
酒店销售收入		23	23
销售收入合计		96.5	96.5
投资进度		(454.6)	(113.4)
资金缺口		(358.1)	(16.9)
合计资金缺口	(564.21)	(731.40)	173.37

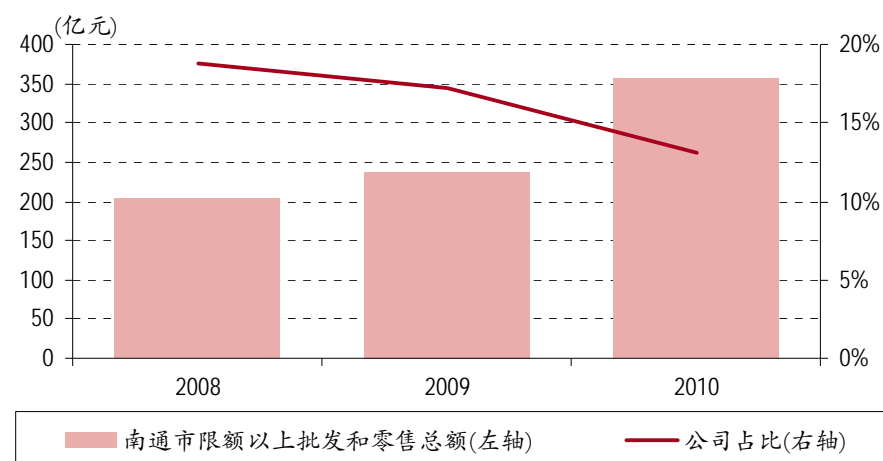
资料来源：公司数据，中银国际

*注：公司占有 50% 的股份

南通区域有较强的区位优势

公司的连锁网络以南通地区为主，涵盖了南通、扬州、泰州、盐城和上海等多个地区。2010 年公司在南通地区零售业销售收入为 46.58 亿元，占南通市限额以上批发和零售总额的比例为 13.09%，具有较强的区位优势。2010 年公司在全国连锁经营协会公布的连锁企业百强中排名第 22 位。

图表 4. 2008-10 年南通限额以上批零企业零售额及公司占比



资料来源：公司数据，中银国际

公司目前拥有 35 家门店(不含加盟店，家电百货店中店单独算一个门店)，其中百货门店有 11 家，单体综合超市有 3 家，家电门店有 21 家（其中百货门店店中店有 11 家，独立门店有 10 家）。

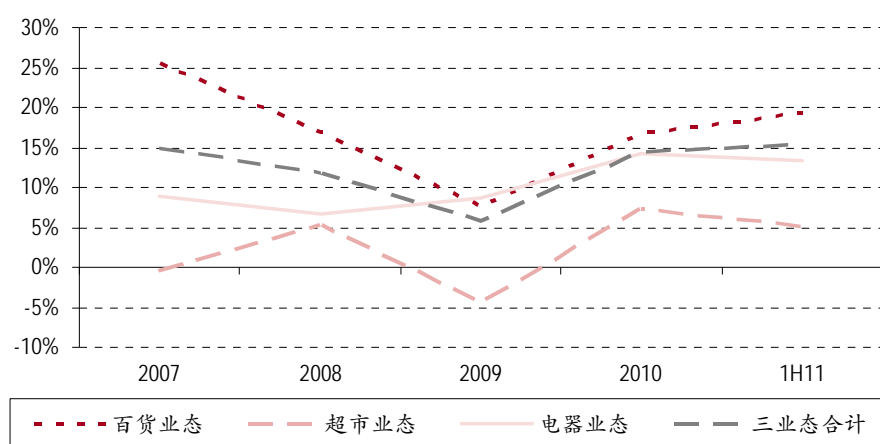
图表 5. 截止至 2011 年上半年公司门店的区域分布

	门店		经营面积	
	门店个数	占比(%)	面积(万平方米)	占比(%)
南通地区	21	60.00	25.65	64.86
江苏省(除南通地区)	12	34.29	11.58	29.27
上海	2	5.71	2.32	5.86
合计	35	100.00	39.54	100.00

资料来源：公司数据，中银国际

无论从门店数、经营面积还是销售占比来看，南通地区都是公司最主要的经营区域。2010 年和 2011 年上半年公司在南通地区实现营收分别为 46.58 亿元和 28.32 亿元，同比增长分别为 14.83% 和 18.89%，分别占抵消前营收总额的 72.49% 和 75.52%。

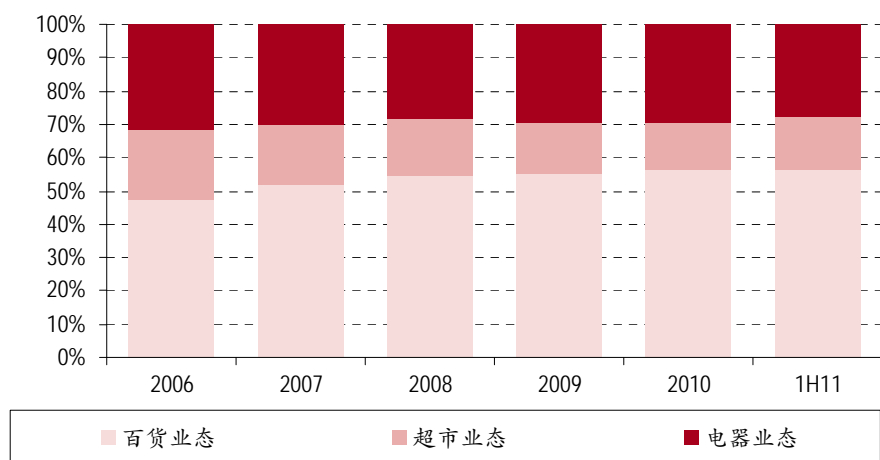
图表 6.2007-2011 年上半年公司各业态销售同比增速



资料来源：公司数据，中银国际

2010 年公司百货、超市和家电销售收入分别为 30.71 亿元、7.87 亿元和 15.96 亿元，同比增长分别为 16.61%、7.44%和 14.25%。2011 年上半年百货、超市和家电销售收入分别为 18.28 亿元、5.01 亿元和 9.05 亿元，同比增长分别为 19.44%、5.08%和 13.27%。

图表 7.2006-2011 年上半年公司各业态销售占比



资料来源：公司数据，中银国际

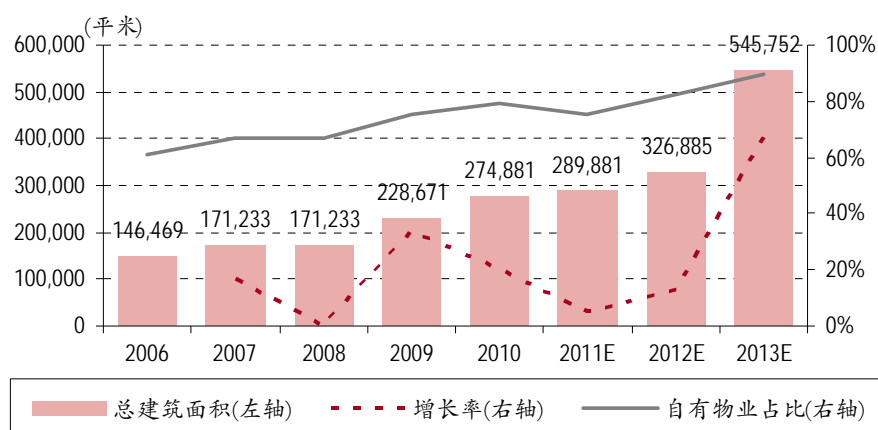
从 2006-11 年上半年的公司业务结构来看，百货业务销售收入自 2006 年占比约 47.5%上升至今年上半年的 56.5%；而超市业务由 2006 年的 20.8%下降至今年上半年的 15.5%。家电业务基本维持在 30%左右。百货业务增长比较平稳，2006-10 年年复合增长率为 16.5%左右。

我们认为，公司的百货及家电业务均在南通区域有较强的区位优势。超市业务占比逐年减少，增长乏力，主要由于南通地区超市业态竞争日益激烈，大润发、家乐福和卜蜂莲花等均已进入南通市场，加上公司的超市业务依托于百货门店，规模较小，集客力明显偏弱。

百货增长依靠外延和门店体量扩张

截止至今年三季度 11 家百货门店中，南通市区有 1 家南大街店，6 家位于南通下属区县，2 家位于泰州地区，1 家位于扬州地区，1 家位于上海。购物中心和百货店的自有物业占比较高，截止至今年年底，公司百货和购物中心建筑面积合计约 29 万平米，其中自有物业为 21.8 万平米左右，约占总建筑面积的 75.3%。

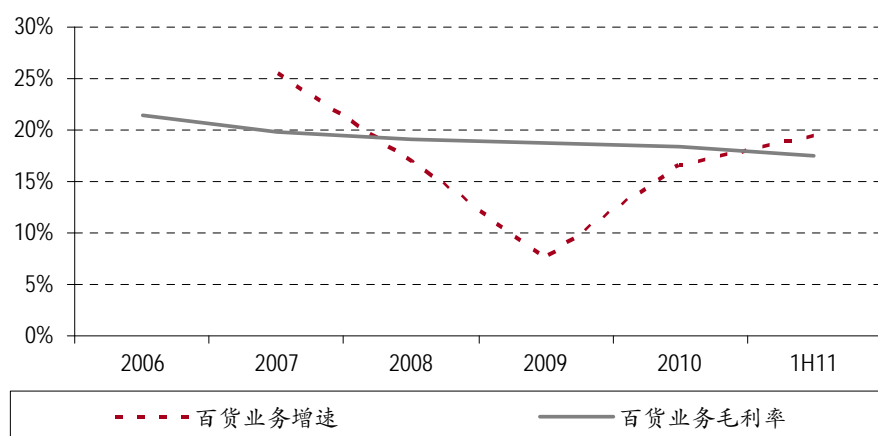
图表 8.2006-2013 年公司百货业态总建筑面积增长和自有物业占比（平米）



资料来源：公司数据，中银国际

2011 年上半年公司百货业务营业收入和毛利润分别为收入的 18.28 亿元和 3.19 亿元，同比增长分别为 19.44%和 16.67%。销售收入和毛利润分别占零售业务总收入和毛利润的 56%和 66%左右。

图表 9.2006-2011 上半年百货业务毛利率及销售增速变化



资料来源：公司数据，中银国际

百货业务的毛利率从 2006 年的 21.35%，下降至 2011 年上半年的 17.43%。我们认为主要原因源于新门店扩张和既有门店的品类结构调整。今年上半年毛利率比 2010 年下降 0.9 个百分点，除了品类结构调整外，黄金消费占比提升也拉低了整体毛利率。

2009年5月和11月大世界如东新店和靖江店分别开业, 建筑面积分别为3.68万平米和2.72万平米。2010年11月如皋新店开业, 建筑面积约为6.8万平米(含商业街6824平米和地下一层7716平米)。这些次新店将会成为公司明后年利润增长的动力源。

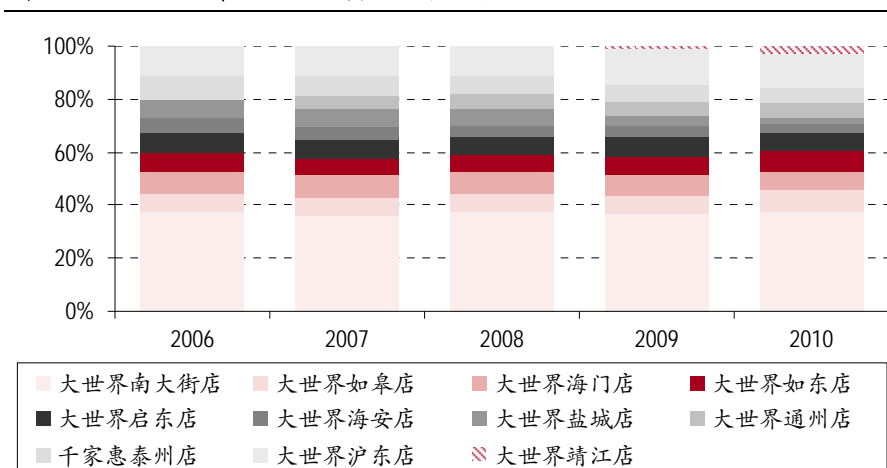
如东新店今年下半年收回出租的4楼物业用于公司自己经营百货, 明年将收回5楼的物业经营休闲娱乐业务。沪东店今年收回家具和餐饮部分的租赁物业, 面积约6,500平米用于经营百货和影院等业务, 预计两店明年的销售增幅均在20%以上。

图表 10.截至 2012 年公司百货和购物中心门店概况

百货门店	所在城市	股权比例 (%)	店龄 (年)	开业时间	物业性质	建筑面积 (平米)	备注
大世界南大街店	南通市区	100	15.9	1996-1	自有	47,917	公司百货门店销售冠军
大世界海门店	南通海门	100	13.2	1998-9	租赁	12,154	租赁期间: 2003.07.01 -2011.06.30 固定租金每年 180 万元
大世界启东店	南通启东市	100	11.9	1999-12	自有	12,133	2012 年上半年启东新店一期将开业, 该店将拆除重建二期
大世界海安店	南通海安县	100	11.2	2000-9	租赁	13,561	租赁期间: 2000.06.01 -2015.05.31。自 2004 年 9 月 1 日起至 2008 年 5 月 31 日, 每年 130 万元; 自 2008 年 6 月 1 日起至 2015 年 5 月 31 日, 每年 85 万元, 以后每 2 年按 2%递增 2012 年元旦海安新店将开业 (自有物业) 该店改做家电
千家惠泰州店	泰州市	100	9.3	2002-9	租赁	23,343	2007 年 1 月至 2009 年 12 月固定年租金 320 万元, 租期 2001.09.29-2016.09.28
大世界沪东店	上海市	100	8.2	2003-9	自有	23,191	2007.10.01- 2017.9.30 租金每年 1,370.877 万元。2011 年 7 月份公司收购上海千家惠 100%股权后, 无需缴纳租金费用。
大世界通州店	南通通州区	100	4.8	2007-2	自有	24,764	
大世界如东新店	南通如东县	100	2.5	2009-5	自有	36,789	扩建后的新店位于原如东店以南 500 米处
大世界靖江店	泰州靖江市	100	2.0	2009-11	自有	27,229	
大世界如皋新店	南通如皋市	100	1.0	2010-11	自有	68,454	扩建后的新店位于原如皋店以西 400 米处
大世界宝应店	扬州宝应县	80	0.4	2011-6	租赁	15,000	2011.05.1-2026.4.30 每年 400 万元, 每三年租金上涨 5%。
大世界海安新店	南通海安县	100	---	2012-1-1	自有	55,679	扩建后的新店位于原店以南 1,500 米处
大世界启东一期	南通启东市	100	---	2012 年上 半年	自有	12,133	一期的经营面积与原店基本相同, 一期开业后, 将现启东店和文峰电器启东二店搬入一期经营, 后拆除原启东店重建二期

资料来源: 公司数据, 中银国际

图表 11.2006-2010 年公司各百货门店营收占比



资料来源: 公司数据, 中银国际

在公司 11 家百货门店中，南大街店近五年的销售占比基本保持在 37% 左右，大世界沪东店占比为 14% 左右，其余门店销售占比均在 2-8% 之间。我们预计随着未来公司一批老店扩改建以及新增购物中心的开业，南大街店销售占比会逐步下降。

南大街店—主力门店改造升级

南大街店位于南通市最繁华的南大街商圈，建筑面积约 4.7 万平米，2010 年实现营收 17.7 亿元（含超市和家电）。2006-2010 年销售收入实现年复合增长率 14% 左右，增长较为稳定。该店是南通市目前销售额最高的百货店。

今年上半年该店百货业态同比增长约为 18.4%。三季度单季度该店销售收入增长明显放缓，仅为 8%，主要原因是南通八佰伴去年三季度停业装修，使得南大街店分流了一部分八佰伴的客流。此外家电品类受房地产政策的影响，增幅放缓至 6%。南大街店的超市业务销售增长为 15%。预计今年该店实现营收 20 亿元左右（含超市和家电），同比增长 12.5% 左右。

该店在册员工约为 500-600 人，今年全年人工费预计为 1,000-2,000 万元左右。预计今年的水电费用约为 800 万元。

目前南大街文峰大世界的综合毛利率（含家电和超市）为 18% 左右。该店目前客单价约为 500 多元，同比增长 20%。

各品类的销售占比和大致扣点如下：

图表 12. 南大街店各品类占比及其扣点

	女装	男装(含运动品)	黄金珠宝	化妆品	鞋类	床上用品及 儿童服装	家电	超市	其他
销售占比(%)	15	16-17	22 (其中黄金占比为 80%，珠宝占比为 20%)	4	7.5	2	20	4	10
扣点(%)	20	20	黄金：10；珠宝：20	20	20	---	---	---	---

资料来源：公司数据，中银国际

该店从今年 4 月下旬至 10 月中旬期间进行了外立面装修，为降低装修对客流量造成的负面影响，公司在此期间组织了促销活动，由于公司对品牌商有较强的议价能力，促销期间大部分商品的扣点率基本保持稳定。该店的外立面装修费用预计为 1,000 万元左右。门店东扩计划将从明年元宵节之后逐步进行，预计将在明年 10 月份之前完工，该店每层将东扩一部分面积，增加经营面积约 8,000 平米。门店同时将进行一层地面和中庭升级改造，调整改善各层品类结构，引进部分高端品牌，并引入餐饮和数码等配套的休闲娱乐项目，将该店转型为百货型购物中心，南大街店将会成为南大街商圈唯一的百货型购物中心。这是该店面对竞争着眼于未来中长期发展重要的举措。该店内装和东扩会对明年的业绩产生一定的影响，我们预计明年的营收将较今年略有减少。

我们认为，该店通过门店改造、扩建、对品牌结构的调整及其在南通市的影响力，未来仍能保持较稳健的内生增长。

南大街店所在的南大街商圈是南通市唯一成熟的核心商圈，位于该商圈的其他百货店主要是南通八佰伴、南通金鹰、亚萍和侨鸿商场。南通金鹰为金鹰商贸 2000 年系统内开设的第二家门店，也是首家异地门店。其目前经营面积约为 5743 平米，由于体量较小，该店无化妆品品类。2010 年该店销售收入约为 3 亿元，今年上半年约为 1.5 亿元，同比增长 16% 左右，客单价约为 740 元。金鹰主要定位于中高端客层。

南通八佰伴是华地国际持股 57.45% 股权的百货商场。其前身南通市百货大楼开业于 1952 年，是当地历史最悠久的百货企业。其建筑面积 58,522 平米，经营面积 41,685 平米，2011 年上半年实现销售所得款项总额 2.4 亿元。该店于 2010 年 5-9 月进行了闭馆装修，经过近 4 个月的重新设计和全面改造，于当年 9 月 29 日正式恢复营业。

南通侨鸿国际 2007 年 9 月开业，营业面积近 3.6 万平方米，是南通目前最高端的百货门店。其 2010 年销售收入约为 1.5 亿元。而亚萍国际主要定位于工薪阶层，为大众百货。

大世界沪东店—第二大主力门店

大世界沪东店于 2003 年 9 月在上海浦东金桥开业，建筑面积约为 2.3 万平米。今年 7 月份，公司以 5,500 万元收购上海文峰千家惠 100% 股权，物业由原先的租赁变为自有，节省年租金约为 1,370 万元。

沪东店是公司第二大主力门店，2010 年销售收入为 6.19 亿元，占百货门店销售收入的 13% 左右，毛利率约为 17%。2006-10 年营收年复合增长率约为 18.8%，是公司百货店中销售复合增长率最高的门店。据公告披露该店今年 1-10 月的营收为 6.32 亿元，净利润为 4,835 万元。预计今年全年营收约为 7.12 亿元，同比增长 15%。

今年下半年公司收回面积约 6,500 平米（原租赁给家具商），收回的物业将用于经营百货业务，预计需装修费用 300 万元。同时公司收回顶层 6,000 平米外租给酒店的物业，用于引进影院和餐饮等其他业态，预计明年该店的租金收入约为 1,300 万元左右，比今年增加约 300 万元。

扩大百货经营面积后，预计明年该店营收增幅为 18% 左右。

大世界如皋新店—公司城市综合体经营的模板

公司扩建大世界如皋店，总投资额为 2.67 亿元。如皋新店位于原店以西 400 米，于 2010 年 11 月试营业，扩建后的建筑面积为 6.8 万平方米左右，地下 1 层，地上 6 层（约 6 万平米）。其中购物中心地上建筑面积为 5.38 万平方米左右（其中 1 万平米用于出租），商业街面积为 6,800 平米左右（已出售）。该店在当地具有绝对的龙头地位，每年的团购收入基本稳定在 1 亿元左右。

我们预计如皋新店百货业态今年含税销售收入 4.5 亿元。目前百货销售收入中，男女装占 35%，黄金珠宝和钟表器材占 31%，鞋类占 10%，床上用品、针纺和儿童用品占 10%，化妆品占 3-4%，其他占 10%。

该店百货的综合毛利率为 19-20%。冬夏的客单价分别为 600 元和 400 元，同比增长 20% 左右。

该店一层超市面积约为 4,000 平米，毛利率约为 12%，今年预计含税销售收入为 6,000 万元左右。

5 层家电区面积约为 5,000 平米，毛利率约为 15%，预计今年含税销售额为 8,000 万元左右，加上如皋海阳路电器店（文峰如皋老店）的销售额，预计今年如皋实现家电销售收入约为 1.5 亿元。

该店目前有 300 名在册员工，年均工资合计为 500 万元左右，预计明年涨幅约为 10% 左右。预计该门店今年的折旧费约为 620 万元，水电费为 800-900 万元。

该门店的商业街及酒店物业均已出售。出售的商业街含税收入约为 8,500 万元左右，净利润为 3,000 多万元，已在 2010 年全部结算。该酒店共有 210 套客房，70%左右的产权已经全部出售，含税销售收入约为 5,400 万元，净利润为 1,266 万元，已于今年上半年全部结算。基本覆盖了建造该酒店的成本支出，公司将出售的产权再以年 5%左右的分红从业主手中回租。目前该酒店的平均入住率约为 40%，客房平均单价为 200 元/间/天。

如皋店商业地产的净利润率比较高，约为 30%左右，高于行业的平均水平，主要原因是该项目土地使用权费用约为 6,469 万元，项目的购物中心、商业街和酒店的总建筑面积约为 8 万平米，平均楼面价仅为 808 元。我们认为，未来项目的成本均高于该项目。

文峰大世界宝应店—扬州区域第一家百货门店

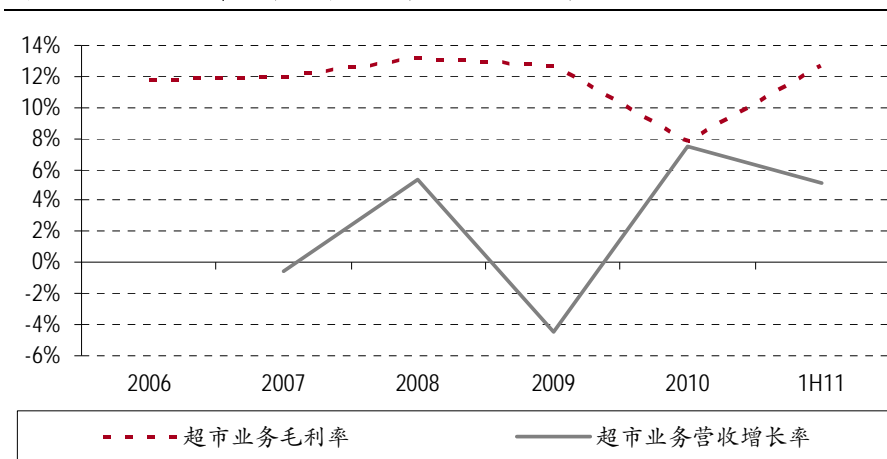
宝应店是公司进入扬州市的首家百货门店，位于扬州宝应市，于今年 5 月份开业，前身是宝应亚细亚商场，之前已经经营 15 年，地处宝应市核心商圈。公司在原有物业的基础上新增加了一层经营面积，现该店总的经营面积为 1.5 万平米。前五年的租金费用为 400 万元/年，每三年递增 5%。

由于宝应店为新开门店，促销活动较多，目前该店的毛利率约为 15%，预计今年该店含税收入约为 7,500-8,000 万元。由于该店租金等成本较低，预计培育期为 1.5-2 年。

超市业务增长缓慢

目前除南通市的麦客隆店和千家惠吉星店外，公司超市多为百货门店店中店。2010年及2011年上半年公司超市业务营收分别为7.87亿元和5.02亿元，同比增长分别为7.44%和5.08%，其中两独立门店2010年实现营收1.86亿元。

图表 13.2006-2010 年超市业务毛利率及营收增长率变化



资料来源：公司数据，中银国际

公司超市业务整体增长缓慢，2006-10 年年复合增长率仅为 1.8%。超市销售收入占三业态销售收入总和的比例从 2006 年的 20.87% 下降至 2010 年的 14.42%。含采购业务的毛利率从 2006 年的 11.77% 下降至 2010 年的 7.81%，我们认为，公司超市业务以百货门店店中店的形式为主，经营面积受到限制，同时面临新进超市的竞争压力。

作为核心业务之一，公司加大了对超市业务的投资，今年聘请了台湾专业的超市管理团队经营超市业务，今年上半年超市业务毛利率为 12.76%，相对于 2010 年 7.81% 的毛利率水平大幅提升，我们认为物品损耗减少和对供应商的议价能力提高是最主要原因。

今年 11 月份位于盐城市的公司第三家独立大卖场开业，该店经营面积约为 1.5 万平米，预计经营第一年的坪效为 7,500 元，今年的销售收入为 1,875 万元。

我们认为随着公司超市业务经营规模的扩大，加上业务团队管理水平的提高，超市业务的营收增速及毛利率水平平均会逐步提高。

家电业务市场占有率高

目前公司家电业务共有 21 家门店，其中 10 家独立门店和 11 家百货店中店。2010 年公司家电业务在南通市的营收约为 11 亿元，约占南通市限额以上批发和零售家用电器及音响材料销售额的 31%。

百货店中的家电门店是公司家电业务收入的主要来源。2010 年百货店中店实现家电业务营收 11.55 亿元，占家电总销售额的 72.36%，独立门店经营面积都比较小，大致在 2,000-4,500 平米左右，且基本为租赁物业，预计今年租金费用为 2,000 多万元。

图表 14.2003-2011 年家电业门店数增长情况

	2003	2006	2008	2009	2010	2011
新增门店数	3	3	1	12	1	1

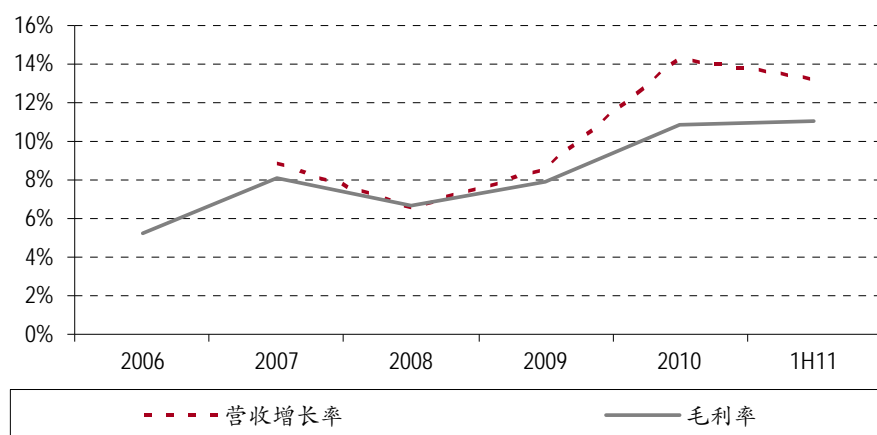
资料来源：公司数据，中银国际

图表 15.2006-2010 年家电业务单体店和店中店销售情况

	2006	2007	2008	2009	2010
单体店家电销售合计(百万元)	70.41	146.00	158.65	366.79	441.17
同比增长 (%)		107.36	8.66	131.20	20.28
收入占比 (%)	6.35	12.12	12.34	26.26	27.64
“店中店”家电销售合计(百万元)	1,038.34	1,058.745	1,127.48	1,030.15	1,154.88
同比增长 (%)		1.97	6.49	(8.63)	12.11
收入占比 (%)	93.65	87.88	87.66	73.74	72.36
家电合计(百万元)	1,108.75	1,204.75	1,286.13	1,396.94	1,596.05
增速 (%)		8.66	6.76	8.62	14.25

资料来源：公司数据，中银国际

图表 16.2006-2010 年家电业务毛利率及营收增长率变化



资料来源：公司数据，中银国际

公司家电业务呈现较为稳定的增长态势，2006-10 年年复合增长率为 9.5% 左右，2010 年家电业务营收增长 14.25%，主要是公司在 2009 年新增 12 家门店。随着公司家电业务的逐渐扩大，规模化效应逐渐体现，同时公司运用多样化促销活动，使得家电毛利率（含采购业务）逐年提升，从 2006 年的 5.21% 上升至 2010 年的 10.86%。

2011 年上半年家电业务实现营收 9.05 亿元，同比增长 13.27%，含采购业务毛利率为 11.08%。受房地产调控影响，三季度销售业绩低于预期，同比下降 1 个百分点。预计今年不含采购业务毛利率约为 15%。我们认为随着房地产市场持续不景气，家电业务同店增长将会出现负增长，未来家电的增长主要依靠新开门店。

以城市综合体模式为依托的下沉和扩张

公司未来发展将夯实在南通地区的龙头地位，向苏北、苏中其他低线城市扩张。我们也可以看到，公司在扬州、盐城等其他区域也在积极扩张。公司计划在 4-5 年内，在省内 15-20 个经济发展较快的县级市，以年均新增 3 个左右的城市综合体业态项目节奏开发 15 个左右的项目，预计需投入 30 亿元左右的资金。

大世界海安店

扩建大世界海安店项目，投资总额为 2.5 亿元，建筑面积为 55,679 平米，其中主体购物中心为 44,753 平米。我们预计该店将于 2012 年元旦开业。2012 年全年含税销售收入约为 4 亿元左右，毛利率约为 16.5%，折旧摊销约为 870 万元，水电费为 800 万元左右。

配套的二层商业店铺为 5,114 平米，根据该商圈周边商铺的销售价格，我们预计该商业街的销售收入约为 1 亿元。

海安新店开业后，原店将经营家电业务，净经营面积约为 5,430 平米。

大世界启东店

扩建大世界启东店项目，该店总投资额为 3.04 亿元，扩建地点位于原启东店地址，建筑面积约为 5.6 万平米（不含地下一层）。该项目分为两期建设，目前一期工程已经竣工，预计明年上半年开业，建筑面积约为 1.2 万平米，二期预计 2013 年下半年开业。

启东老店 2010 年的销售收入为 3.04 亿元，增长 5.89%，预计今年收入为 3.43 亿元，增长 13%，毛利率约为 17%。我们假设启东新店 1 期明年 4 月份开业，预计明年全年销售收入较今年略有增长，收入约为 3.54 亿元。

大世界南通二店—文峰城市广场

文峰城市广场，为集购物中心、商业街、酒店办公和住宅于一体的高档综合体。

虽然目前南大街商圈是南通市传统的核心商业圈，随着近些年南通经济的发展，该商圈已经显现出交通拥堵、停车困难、设施陈旧等现象，加上该商圈优质物业稀缺，在一定程度上已不能满足人们日益提高的购物需求。新兴东商圈正在逐步发展成为有规模和有影响力的商圈。

文峰城市广场地处距离市中心和新兴东商圈中心约为 3 公里的范围内，属于新老城区辐射范围的交汇处，该地区社区较多，相对比较成熟，常住人口约为 10 万人。

该项目预计投资 22 亿元，由一座约为 12 万平米（含 4-5 万平米的商业街）的购物中心，一幢约 4 万平米，高 39 层的写字楼；一幢约 5 万平米高 23 层的五星级酒店和 6.8 万平米的 5 幢 30 层高的住宅构成。目前酒店暂定为自营。

目前购物中心已和 LV、GUCCI、登喜路、欧米茄、兰蔻、资生堂、SKII，伯爵和玛斯菲尔等品牌达成战略合作意向，为公司与更多品牌建立战略合作奠定了基础。同时还与星巴克、必胜客等知名休闲娱乐企业达成了合作意向。

该项目商铺将以包销的形式给另一股东销售，包销额为 5.8 亿元，明后年每年向文峰股份支付 2.9 亿元。根据搜房网公开资料披露，目前该广场的一二层商铺基本预售完毕。其住宅区文景嘉苑由 5 幢 30 层高层建筑组成，共 386 套住房，均价为 1.8 万元/平米左右，户型面积为 125、165、191 和 221 平米，其中 4 幢开始预售，约 300 套，9 月份开盘至今约售出 100 多套。

从目前该项目基建进展情况，我们预计该项目的投资进程为：2011-13 年分别为 12 亿元，5.6 亿元和 4.4 亿元，预计该广场于 2013 年上半年正式营业。

大丰项目

公司拍得该项目土地使用权费用为 3.2 亿元，预计总投资约为 9-10 亿元(含土地使用权费用)，将建造成集购物中心、商业街和住宅于一体的综合体。该地块项目预计建筑总面积为 17 万平米，其中约 8 万平米购物中心（含商业街），住宅约为 9 万平米。

我们根据搜房网该地块周边住宅销售价格情况，除近一半住房用于拆迁居民回迁,其余住房预计明年该地块住房售价约为 6,000 元/平米。预计商业街和住宅总收入约为 3.4 亿元左右。该地块目前尚处在居民拆迁阶段,预计明年上半年交付土地开始动工，我们预计 2011-13 年该项目的投资进程为：1.33、5.27 和 3.40 亿元。该购物中心预计 2013 年底开业。

此外，我们从网络公开资料获知，公司于今年 9 月底以每平米 3,183 元拍得如皋长江镇一面积为 27,651 平米的地块，该地块容积率的不大于 2.3。我们预计公司将要建造一座建筑面积 3-4 万平米的小型购物中心。

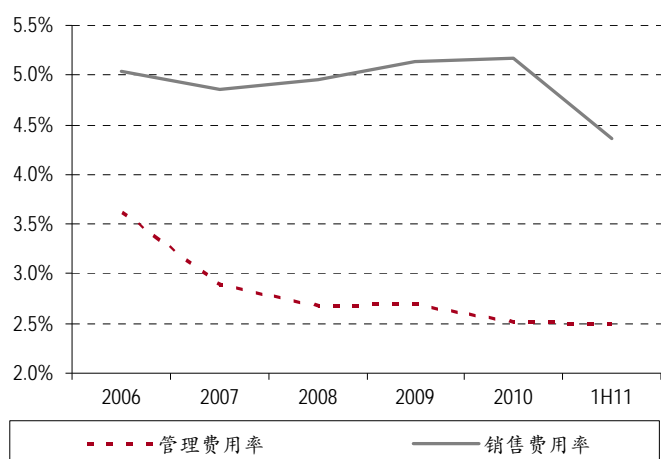
财务分析—费用控制良好

公司零售综合毛利率从 2008 年开始稳步提升，2011 年上半年综合毛利率为 14.93%（含百货、超市、家电和采购等），达到了近 5 年的高点，我们认为随着下半年家电业务和黄金销售增速放缓，全年的综合毛利率会比上半年略有增长。

公司管理费用率从 2006 年的 3.62% 下降至 2011 年上半年的 2.51%。销售费用率基本维持在 5% 左右，2010 年销售费用率为 5.17%。比 2006 年略微上涨了 0.13 个百分点。主要原因是 2009-10 年间，新增门店经营面积增幅近 40%，今年上半年销售费用率下降至 4.35%，我们认为主要原因是盐城店关店所致。随着明后年新增大体量门店数的增多，销售费用率会略有升高，预计 2011-13 年的销售费用率约为 5.17%、5.37% 和 5.28%；管理费用率约为 2.51%、2.58% 和 2.55%。

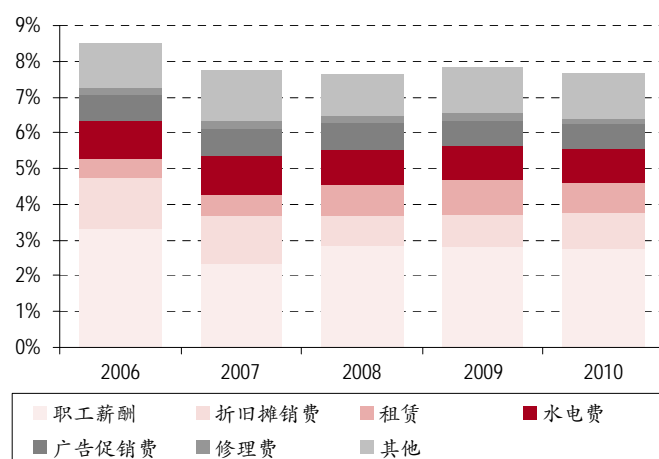
2010 年公司在册员工为 4,530 人，比 2009 年少 936 人，主要原因是盐城店关店导致员工减少近 500 人左右。去年职工薪酬为 1.53 亿元，人均年薪为 3.4 万元，预计今年在册员工人数将会增加至 5,200 人，人均工资涨幅在 8% 左右。预计明年人均工资涨幅在 10% 左右。

图表 17. 2006-2010 年公司管理和销售费用率



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 18. 2006-2010 年公司费用结构



资料来源：公司资料及中银国际研究

我们从上表可以看出，随着 09 年公司自购物业门店占比上升，公司折旧摊销费用占比逐步回升，而租赁费用率开始回落。水电费和广告促销费率基本保持稳定。我们预计随着公司自有物业的门店在 2013 年下半年集中开业，公司折旧摊销费用将在 2014 年出现较大增长。

盈利预测和逻辑

我们将公司的业务分成两部分进行盈利预测，一部分为零售业务，涵盖了百货、超市、家电业态和与零售业态相关的管理、租赁、对外批发、电器维修及加盟等业务；另一部分为商业地产业务，即公司城市综合体项目中用于出售的配套商业街、酒店以及住宅等。

我们预计综合体项目从拿地到开业需经历 2 年时间。

零售业务盈利预测

假设 2012-13 年各业态展店节奏：

图表 19.购物中心：

2012E	
项目名称	海安新店
购物中心建筑面积(万平方米)	5.06
开业时间	2012 年 1 月 1 日
项目名称	启东一期
购物中心建筑面积(万平方米)	1.2
开业时间	2012 年 4 月
2013E	
项目	文峰城市广场
购物中心建筑面积(万平方米)	5.5
开业时间	2013 年上半年
项目名称	启东二期
购物中心建筑面积(万平方米)	5.4
开业时间	2013 年下半年
项目名称	大丰店
购物中心建筑面积(万平方米)	5.0
开业时间	2013 年下半年
项目名称	海门新店
购物中心建筑面积(万平方米)	6.0
开业时间	2013 年下半年

资料来源：公司数据

图表 20.新增单体家电门店

	2012E	2013E
新开门店数	3	1
总经营面积（万平方米）	1.2	0.25

资料来源：公司数据

假设海安老店转为经营家电的开业时间为 2012 年第一季度，其余各年单体门店的开业时间均在当年年中。

假设各单体家电物业性质均为租赁，租赁费用为 1 元/平米/天。

图表 21.新增单体超市门店

	2012E	2013E
新开门店数	2	1
总经营面积（万平方米）	2	1

资料来源：公司数据

假设各年单体门店开业时间均在当年的年中，物业性质均为租赁，租赁费用为 1 元/平米/天。由以上假设条件，我们依据公司已披露的门店营收对公司门店未来 3 年的销售收入及毛利率进行预测，其中销售收入和毛利率均指门店百货、超市和家电销售合计和综合毛利率（不含采购的收入）。

图表 22.2011-2013 年公司门店销售收入、销售增速及毛利率预测

门店	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
百货门店						
南大街店 假设 2012 年内装和东扩影响门店经营 5 个月左右						
销售收入 (百万元)	1,416.83	1,481.34	1,770.11	1,991.37	1,962.69	2,409.36
收入增速(%)	14.18	4.55	19.49	12.50	(1.44)	22.76
毛利率 (%)	---	---	---	18.00	17.80	18.00
如皋店 如皋新店于 2010 年 10 月开业						
销售收入 (百万元)	265.53	281.96	360.15	500.61	600.73	690.84
收入增速(%)	12.69	6.19	27.73	39.00	20.00	15.00
毛利率 (%)	---	---	---	17.60	18.30	18.45
海门店 假设新店于 2013 年 10 月底开业						
销售收入 (百万元)	295.88	306.49	343.58	371.07	398.90	423.82
收入增速(%)	7.36	3.59	12.10	8.00	7.50	6.25
毛利率 (%)	---	---	---	17.00	17.20	16.80
如东店 新店于 2009 年 5 月开业						
销售收入 (百万元)	232.0565	296.373	371.4245	417.85	501.42	586.66
收入增速(%)	8.05	27.72	25.32	12.50	20.00	17.00
毛利率 (%)	---	---	---	17.50	17.80	18.00
启东店 假设启东新店一期于 2012 年开业,二期 2013 年年中开业						
销售收入 (百万元)	271.70	287.32	304.24	343.79	354.10	405.77
收入增速(%)	9.35	5.75	5.89	13.00	3.00	14.59
毛利率 (%)	---	---	---	17.00	17.00	17.20
海安店 海安新店预计于 2012 年元旦开业						
销售收入 (百万元)	159.45	168.57	177.66	195.42	387.58	471.09
收入增速(%)	-4.34	5.72	5.39	10.00	98.33	21.55
毛利率 (%)	---	---	---	17.00	16.50	17.00
泰州店						
销售收入 (百万元)	253.27	243.06	263.71	270.30	275.71	280.67
收入增速(%)	-0.86	-4.03	8.50	2.50	2.00	1.80
毛利率 (%)	---	---	---	17.00	17.50	18.00
沪东店 沪东店 2012 年收回 7000 平米外租面积用于自营及特卖						
销售收入 (百万元)	412.76	577.41	618.97	711.81	839.94	957.53
收入增速(%)	8.11	39.89	7.20	15.00	18.00	14.00
毛利率 (%)	---	---	---	17.00	17.50	18.00
通州店						
销售收入 (百万元)	212.16	216.41	274.69	315.89	363.27	399.60
收入增速(%)	23.47	2.00	26.93	15.00	15.00	10.00
毛利率 (%)	---	---	---	17.00	17.50	18.00
靖江店						
销售收入 (百万元)	---	15.02	119.02	148.78	178.53	205.31
收入增速(%)	---	---	692.41	25.00	20.00	15.00
毛利率 (%)	---	---	---	16.00	16.50	16.80
宝应店 公司持股 80%, 2011 年 5 月份开业						
销售收入 (百万元)	---	---	---	68.4	144	172.8
收入增速(%)	---	---	---	---	111.00	20.00
毛利率 (%)	---	---	---	15.00	16.00	17.00
2013 年新增门店						
南通二店 公司所占股权比例为 50%, 预计于 2013 年 4 月份开业						
销售收入 (百万元)	---	---	---	---	---	292.50
收入增速(%)	---	---	---	---	---	---
毛利率 (%)	---	---	---	---	---	15.5
大丰店 预计于 2013 年 10 月份开业						
销售收入 (百万元)	---	---	---	---	---	46.67
收入增速(%)	---	---	---	---	---	---
毛利率 (%)	---	---	---	---	---	15.00
合计销售收入 (百万元)	3,757.25	4,036.17	4,683.13	5,335.26	6,006.88	7,342.61
收入增速(%)	10.02	7.42	16.03	13.93	12.59	22.24
百货毛利率(%)	---	---	---	17.43	17.52	17.69
超市独立门店						
销售收入 (百万元)	179.01	174.60	186.46	218.26	396.99	531.21
收入增速(%)	34.69	-2.46	6.79	17.06	81.89	33.81
家电独立门店						
销售收入 (百万元)	158.6	366.8	441.2	495.3	574.9	635.0
收入增速(%)	8.66	131.20	20.28	12.27	16.06	10.45
零售合计 (按门店统计)	4,094.91	4,577.57	5,310.76	6,048.81	6,978.72	8,508.78

资料来源: 公司数据, 中银国际

由公司披露的数据发现，公司按照零售业态统计的销售收入和成本涵盖了采购业务，而按照门店披露的销售收入不含采购业务，两种统计方法的误差即为采购业务，由于无法预测采购这块业务的收入和毛利率情况，我们根据误差的比率及前面对各个门店 2011-13 年销售收入的预测，得出 2011-13 年包含采购业务的零售业务的销售收入和成本。

图表 23.零售业务盈利预测

(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
零售业务按门店营收	4,094.91	4,577.57	5,310.76	6,048.81	6,978.72	8,508.78
零售业务按业态营收	4,501.67	4,762.73	5,453.82	6,184.88	7,135.70	8,700.19
误差率*	9.04	3.89	2.62	2.20	2.20	2.20

资料来源：公司数据，中银国际

注：误差率=(按业态收入营收-按门店收入营收)/按业态收入营收

基于以上假设，以 4.93 亿股总股本测算每股收益，我们得出 2011-13 年零售业贡献的每股收益为 0.774、0.896 和 1.111 元。

商业地产业务盈利预测

根据之前假设的购物中心商业街的面积，以及网上披露的资料，我们预计南通二店、大丰和海门商业街的结算将集中在 2012 和 13 年。由此，2011-13 年商业和房地产项目的净利润：

图表 24. 2011-2013 年公司商业地产及房地产业务净利润预测

净利润 (人民币, 百万)	2011E	2012E	2013E
如皋综合体酒店	12.66	---	---
海安购物中心商铺及商业街	---	15.50	---
南通二店商铺及商业街 (权益净利润)	---	22.48	22.48
南通二店住宅(权益净利润)	---	32.77	32.77
南通二店写字楼(权益净利润)	---	21.70	21.70
大丰商业街	---	5.43	10.85
大丰住宅	---	7.25	14.49
海门商业街	---	7.60	15.19
海门酒店	---	3.57	3.57
合计	12.66	116.27	121.04
每股收益 (元)	0.026	0.236	0.246

资料来源：公司数据，中银国际

公司 2011 年上半年财报中将商业地产业务的利润归入营业外收入中（如皋文峰大世界有限公司处置部分新建房产酒店产生的收益，处置该部分房产共计产生收益 1,266 万元）。我们暂将该部分利润同样归属于公司营业外收入中，但是我们预计公司可能将会把商业地产业务产生的收入重新调整为主营业务收入范围。

由此我们预计公司 2011-13 年的每股收益为 0.799、1.132 和 1.357 元。其中零售业务的每股收益为 0.774、0.896 和 1.111 元，地产业务的每股收益为 0.026、0.236 和 0.246 元。

附录一、新兴东商圈同类项目

主城区新兴东商圈有三家主要的购物中心，分别位于南通南北主干道工农南路，从北至南分别是圆融广场、文峰城市广场和中南城购物中心。等文峰和圆融广场开业后，将会推进该商圈迅速发展。

中南城购物中心

中南城购物中心位于工农南路与桃园路交汇处，商业建筑面积约为 15 万平米。该项目于 2011 年 11 月 26 号开业，是南通市首家购物中心，侧重于时尚流行定位。该店入驻的品牌有 ZARA、TYT、H&M、优衣库、无印良品、NEXT、丝芙兰、Toys R Us 玩具反斗城、必胜客和星巴克咖啡等，以及欧尚超市和 UME 国际影城。

相对于其他两个购物中心，中南城与主城区较远，位于东商圈的中心位置。

圆融广场-金鹰南通 2 店

圆融广场位于工农南路青年路路口，与文峰城市广场相距 1 千米左右，项目总投资 25 亿元，总建筑面积 34.4 万平方米。该项目由高级写字楼、酒店、住宅和购物中心构成。其中购物中心里百货部分由金鹰经营，总建筑面积为 6 万平米。写字楼总建筑面积约为 4.7 万平米。酒店位于写字楼顶端，约 1.7 万平米，将由瑞士瑞雅国际酒店集团经营管理。除此之外项目还含有四幢 30 层面积分别为 120、180 和 220 平米/套的住宅和 3 万平米的金鹰公寓构成。目前与该广场的签约商户有：BHG、顺电电器、韩国 KB 银行、银乐迪、必胜客、星巴克和 COSTA 等商家。

预计金鹰百货南通 2 店将于 2013 年底或 2014 年初开业。

从地理位置上来看，文峰城市广场与圆融广场距离较近，同样倾向定位于中高端。虽然 2010 年文峰南大街店销售额是金鹰的近 8 倍，但是金鹰南大街店的坪效为 5 万元左右，比文峰南大街店高出 1 万元。文峰广场和金鹰南通 2 店之间的竞争格局以及对新兴商圈的影响需要观察。

图表 25. 文峰城市广场、圆融广场、中南城购物中心和南大街商圈相对位置



资料来源：公司数据

附录二、南通及周边区域经济概况

江苏综合经济实力一直位于全国的前列，2010 年实现 GDP 和社会消费品零售总额分别为 41,425 亿元和 13,482 亿元，位列全国第二和第三名。2010 年全省人均可支配收入为 2.29 万元，位列全国第七名。

在过去，苏北、苏中地区经济发展一直落后于江苏省整体发展水平。近些年，随着该地区产业结构的调整，该地区迎来了经济的快速发展。

南通是中国首批对外开放的 14 个沿海城市之一，一直是苏北、苏中地区经济发展相对较快的城市。2010 年南通地区总人口为 763 万，其中市区人口（含通州区）约为 211 万人，占南通地区人口的 28%。南通地区生产总值 2006-10 年的年复合增长率为 18.08%，比江苏省年复合增长率高出 0.6 个百分点。近 5 年社会零售总额的增速处于省内平均水平。

南通地区的城市化率从 2006 年的 46.9% 提升到了 2010 年的 55%，预计到 2015 年该地区的城市化率将达到 60%。我们认为南通以及周边苏中和苏北地区受惠于苏南和上海的产业转移，其经济增长会在未来的一段时间内持续快于江苏全省增速。

图表 26.2006-10 年江苏区域经济

	2006	2007	2008	2009	2010
GDP(亿元)	21,742	26,018	30,982	34,457	41,425
同比增长(%)		19.67	19.08	11.22	20.22
社会消费品零售总额(亿元)	6,623	7,838	9,661	11,484	13,482
同比增长(%)		18.34	23.26	18.87	17.40
人均可支配收入(元)	14,084	16,378	18,680	20,552	22,944
同比增长(%)		16.29	14.06	10.02	11.64
人均消费性支出(元)	9,629	10,715	11,978	13,153	14,357
同比增长(%)		11.28	11.79	9.81	9.15

资料来源：江苏省统计局，中银国际

图表 27.2006-10 年南通区域经济

	2006	2007	2008	2009	2010
GDP(亿元)	1,758	2,112	2,510	2,873	3,418
同比增长(%)		20.11	18.86	14.45	18.97
社会消费品零售总额(亿元)	622	737	915	1,080	1,268
同比增长(%)		18.42	24.24	18.04	17.41
人均可支配收入(元)	14,058	16,451	17,540	19,469	21,825
同比增长(%)		17.02	6.62	11.00	12.1%
人均消费性支出(元)	9,332	10,188	11,616	13,103	14,492
同比增长(%)		9.17	14.02	12.80	10.60

资料来源：江苏省统计局，南通市统计局，中银国际

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,835	5,534	6,254	7,218	8,794
销售成本	(4,071)	(4,664)	(5,228)	(6,028)	(7,335)
经营费用	(332)	(365)	(424)	(491)	(554)
息税折旧前利润	432	505	598	699	905
折旧及摊销	(50)	(65)	(72)	(81)	(118)
经营利润(息税前利润)	382	440	526	619	787
净利息收入/(费用)	(11)	(12)	(14)	(16)	(21)
其他收益/(损失)	22	50	13	193	198
税前利润	394	479	525	795	964
所得税	(99)	(125)	(133)	(156)	(199)
少数股东权益	(1)	(1)	0	(77)	(77)
净利润	293	353	392	562	688
核心净利润	277	318	382	407	531
每股收益(人民币)	0.594	0.716	0.799	1.132	1.357
核心每股收益(人民币)	0.551	0.621	0.774	0.896	1.111
每股股息(人民币)	0.520	0.730	0.520	0.520	0.520
收入增长(%)	6.10	14.46	12.45	15.99	21.83
息税前利润增长(%)	9	15	20	18	27
息税折旧前利润增长(%)	10	17	18	17	29
每股收益增长(%)	8.84	20.45	11.65	41.62	19.86
核心每股收益增长(%)	5.90	12.78	24.58	15.82	24.01

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	394	479	525	795	964
折旧与摊销	50	65	72	81	118
净利息费用	11	12	14	16	21
运营资本变动	97	91	203	304	225
税金	(99)	(125)	(133)	(156)	(199)
其他经营现金流	92	253	(388)	(331)	(201)
经营活动产生的现金流	544	775	292	710	927
购买固定资产净值	(467)	(210)	(107)	(282)	(956)
投资减少/增加	0	(16)	50	0	0
其他投资现金流	0	0	0	(132)	(171)
投资活动产生的现金流	(467)	(226)	(57)	(414)	(1,126)
净增权益	0	0	2,136	0	0
净增债务	(2)	0	0	0	0
支付股息	(199)	(199)	(279)	(256)	(256)
其他融资现金流	58	2	261	159	101
融资活动产生的现金流	(143)	(197)	2,117	(97)	(156)
现金变动	(66)	351	2,352	199	(355)
期初现金	569	503	855	3,207	3,406
公司自由现金流	82	557	245	307	(187)
权益自由现金流	65	537	221	280	(220)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	503	905	3,207	3,406	3,051
应收帐款	165	98	172	176	197
库存	309	307	374	427	509
其他流动资产	160	139	85	139	152
流动资产总计	1,137	1,449	3,837	4,148	3,910
固定资产	879	983	936	1,063	1,830
无形资产	199	251	349	438	524
其他长期资产	37	37	37	32	21
长期资产总计	1,114	1,271	1,321	1,532	2,375
总资产	2,252	2,720	5,158	5,680	6,285
应付帐款	1,267	1,528	1,482	1,817	2,211
短期债务	3	3	3	3	3
其他流动负债	104	157	131	168	210
流动负债总计	1,374	1,688	1,615	1,988	2,423
长期借款	3	3	3	3	3
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	383	383	493	493	493
储备	485	639	3,040	3,113	3,205
股东权益	868	1,022	3,533	3,606	3,698
少数股东权益	6	7	7	84	161
总负债及权益	2,252	2,720	5,158	5,680	6,285
每股帐面价值(人民币)	2.27	2.67	7.17	7.32	7.50
每股有形资产(人民币)	1.75	2.01	6.46	6.43	6.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	(2.22)	(6.50)	(6.90)	(6.18)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.9	9.1	9.6	9.7	10.3
息税前利润率(%)	7.9	8.0	8.5	8.6	8.9
税前利润率(%)	8.1	8.7	8.4	11.0	11.0
净利率(%)	6.1	6.4	6.3	7.8	7.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.9	2.4	2.1	1.6
利息覆盖率(倍)	24.8	22.1	22.3	22.6	23.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.7	2.1	1.9	1.4
估值					
市盈率(倍)	28.5	23.7	21.2	15.0	12.5
心业务市盈率(倍)	30.8	27.3	21.9	18.9	15.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	37.4	33.2	26.6	23.0	18.5
市净率(倍)	7.8	6.6	2.5	2.4	2.4
价格/现金流(倍)	20.2	17.5	18.5	18.6	13.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.1	11.5	9.4	10.5	7.7
周转率					
存货周转天数	27.7	24.0	26.2	25.9	25.3
应收帐款周转天数	12.5	6.5	10.1	8.9	8.2
应付帐款周转天数	95.7	100.8	86.9	91.9	91.8
回报率					
股息支付率(%)	15.9	15.9	13.2	11.9	14.1
净资产收益率(%)	33.7	34.5	11.1	15.6	18.6
资产收益率(%)	12.7	12.0	7.6	8.8	9.9
已运用资本收益率(%)	43.9	43.3	15.1	17.0	20.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关公司

渤海物流(000889.SZ/人民币 5.86, 未有评级)
成商集团 (600828.SS/人民币 9.16, 买入)
重庆百货(600729.SS/人民币 34.63, 买入)
大商股份(600694.SS/人民币 32.45, 未有评级)
大东方(600327.SS/人民币 7.40, 买入)
东百集团(600693.SS/人民币 7.40, 持有)
鄂武商 A(000501.SZ/人民币 14.60, 未有评级)
广州友谊(000987.SZ/人民币 16.69, 买入)
广百股份(002187.SZ/人民币 12.36, 未有评级)
合肥百货(000417.SZ/人民币 14.60, 买入)
开元投资(000516.SZ/人民币 5.69, 未有评级)
南京中商(600280.SS/人民币 26.20, 未有评级)
欧亚集团(600697.SS/人民币 25.16, 买入)
首商股份(600723.SS/人民币 9.79, 未有评级)
天虹商场(002419.SZ/人民币 18.30, 买入)
王府井(600859.SS/人民币 33.50, 买入)
武汉中商(000785.SZ/人民币 6.70, 未有评级)
新华百货(600785.SS/人民币 21.96, 买入)
新世界(600628.SS/人民币 7.63, 未有评级)
徐家汇(002561.SZ/人民币 12.34, 未有评级)
银座股份(600858.SS/人民币 17.96, 持有)
友阿股份(002277.SZ/人民币 17.28, 未有评级)
友好集团(600778.SS/人民币 10.14, 买入)
友谊股份(600827.SS/人民币 12.76, 未有评级)
中兴商业(000715.SZ/人民币 7.75, 未有评级)

以 2011 年 12 月 14 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371