



攻守兼备的“基层综合体”先锋

——文峰股份（601010）调研快报

2011年7月11日

推荐/首次

文峰股份

调研快报

刘家伟	执业证书编号 S1480510120001
联系人：高坤	gaokun@dxzq.net.cn 010-66554016

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 地级、县级、乡镇三级开发模式全面打开综合体外延空间。

公司的外延战略将依然主推自建物业模式，选址主要集中在核心商圈。江苏省共有 13 个地级市，54 个市辖区，目前公司购物中心除南通外，只进入泰州、靖江等市。未来地级市面临金鹰、南京中商等本土商贸企业的竞争，而县级市甚至是乡镇级城市的市场空间相对更大，也同时是公司的经营优势所在。就县级市而言，5-6万平米大体量综合体的市场容量相对有限，目前50个以上的县级市中，公司的覆盖率为 20%，剩余的40家以上的地区大部分处于未饱和状态，除去其他企业渠道下沉及本土化单体百货抢占的市场空间，尚有20个地区左右的外延空间，公司有望在3-5年内实现县级全覆盖；而就乡镇地区来说，10万人口规模的乡镇将是公司选址的基准，相对于这些区域仅为三位数的体量规模，公司计划以1万平米的购物中心为主要突破口，把农药、化肥、种子、银行等一揽子“便民化”品类全都融入，整体上形成乡镇区域的服务中心，这一模式不仅能受益乡镇集中化居住的大潮，也能获得当地政府的支持。

如果以 5000 元的单位面积成本计算，6 万平米的地级、县级综合体的资金需求就已经达到 3 个亿，未来的资金需求巨大。作为资本市场的新生力量，公司将积极利用资本市场的多种融资渠道。而就市场普遍担心的跨区扩张问题，公司在大丰项目 20 多家的竞争者中以底价翻倍的价格竞标成功也凸显了公司全业态、多配套覆盖的多元化优势，也即公司的优势不仅仅是百货、超市、电器、酒店的单点突破，而是四者集约化经营的范围积极壁垒。

2. 购物中心-配套开发核心外围业态模式提升内涵弹性。

对于一家地级市起家的商业企业而言，其 2007 年开始前瞻性的购物中心、综合体业态转型和渠道下沉，结合自身的本土资源整合优势，无疑形成了公司的三大核心竞争优势。全业态自有（包括大股东的酒店配套）的模式在避免租户合作风险的同时，对旗下的各细分业态起到了较好的孵化作用。

- 就开发模式而言，购物中心的 70-80% 为自用，20% 出租给餐饮娱乐等配套，而周边的商铺（通常在 1.5-2 万平米）、酒店（通常为政府要求）、住宅等则以出售、出租配合的模式经营。较为标准或是典型的代表是如皋店和海安店。县级城市文化休闲活动相对较为单调，由此引致的配套市场空间较大，这一市场基本处于蓝海空白领域，而公司购物中心的培育期平均在 1-1.5 年，远好于同行水平，南通本地购物中心已经实现零培育期。未来受益于较低的自建成本开发模式，这一大而全的“类步步高”业态模式有望在同处于三四线的县镇级地区崭露头角。

- 就资金流模式而言，目前南通及周边的拿地成本在 200-300 万每亩，而现行的租金水平往往是折旧的 1 倍左右。以如皋店为例，购物中心部分：初始沉淀资金 2.5 亿元，20 年每年折旧 1000 万，按照 16% 的综合毛利

率水平，1个亿的即为盈亏平衡点，而目前该项目的收入已经达到了5个亿规模；配套酒店部分是通过70%的产权式客户形成“预售”的资金回流，价格在5000-6000平米，以此为基础的土地装修成本基本可以全额收回，同时形成了30%的无成本自有客房。对于产权户而言，通过大世界的统一运营管理，每年可以获得5%-8%的固定回报，另外还能分享购物中心成长所带来的不可逆转式物业升值：如皋店的租赁费用翻番了3-4倍，基本可以覆盖折旧摊销费用；沪东店也受益于6号线的地铁经济效益形成了一年一签租的卖方市场。从而最终实现了双赢的可持续发展模式。

就公司现有及储备项目进展情况而言，南通一店虽然处于外立面装修阶段，但仍通过各种活动形式在1-5月实现了约20%的同店增长；在建的南通二店周边有家乐福、易初莲花、集客能力较强，处于新老城区结合部，今后可以覆盖新城区，政府行政中心、医院、学校等资源均已经迁移至新城区，消费水平普遍较高，门店定位为上市公司中最高端的旗舰店，新城区房价1万以上的房价也为配套项目的盈利弹性打开空间；大丰项目3万平米住宅由政府回购作为回迁房，还有4万住宅可以销售，价格在5000-6000元，除了住宅配套外附加值较高的步行街业态也在规划中，后续需要的资金将通过土地抵押贷款，垫资等解决；海门店作为最早的租赁门店已经处于饱和状态，年内有望在新老城区结合部新建7-8万的新综合体以巩固原有优势区域。

3. 电器、超市业态步入内外兼修上升初期。

公司目前的电器业态在南通的市场份额已经到了55%，县级市的份额在20-30%之间，未来有望依托良好的供应商资源在县级市的家电市场占据半壁江山。而800多家的文峰加盟超市在县级及乡镇级地区的生命力尤其旺盛，现有的超市基本以几百平的小型超市为主，未来在台湾团队的带领下将适度拓展1万平米的大型综超，并进一步摆脱对购物中心的依附，实现独立外延。这两个辅助业态均以租赁为主。

结论：

南通是江苏唯一拥有“黄金水道”和“黄金海岸”的城市，近两年南通的发展速度都位于全省前列，随着高铁、高架等建设的铺垫，未来发展潜力巨大，而文峰作为其中的区域性商业企业无疑将成为主要的受益者之一。公司未来两年的业绩空间一方面是基于六县零培育期的扩建项目、巩固项目；另一方面是配套项目高回报收益的滚动确认。

公司作为地级、县级市综合体业态拓展的先锋，全业态经营的渠道下沉形成了水泥基石；而配套商业、住宅项目又带来了弹性较高的鼠标空间。我们预计2011-2012年公司EPS分别为0.95元和1.20元，对应PE分别为19倍和15倍，具有一定的估值优势。综合考虑到公司不断提升自有物业比例带来的安全边际，给予6个月目标价20.7元，对应PE为22倍，距当前价格仍有13%的涨幅，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、县镇级购物中心外延扩张带来的地价上涨、消费差异、选址等经营风险。
- 2、配套超市、家电、酒店的拓展面临较大的外来竞争风险和资金压力。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务业行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。