

酌情消费品/商贸零售

文峰股份 (601010)**增持/调低评级**

股价: RMB15.74

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

赖宇鸥

(0755)8212 5076

laiyo@mail.hthsc.com.cn

相关研究

《再次低价竞得土地》

2012/02/01

《外延扩张顺利》

2011/12/31

《贷款几无风险，长期发展确定》

2011/12/14

《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》

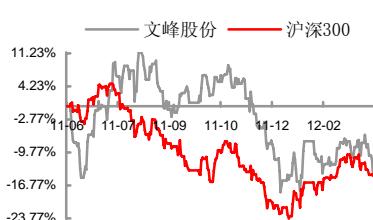
2011/08/08

《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)	7,757

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

扩张有效加分，家电拖累减分

- 公司今日公布 2011 年年报，收入 644,227 万元，同比增长 14.31%；净利润 43,365.8 万元，同比增长 19.96%，或 EPS=0.88 元，扣非后净利润增长 18%，或扣非后 EPS=0.77 元，基本符合我们此前预期。
- 公司回溯调整了收购上海千家惠超市后的报表（三季报当中未回溯调整），以最新报表测算四季度单季公司收入增速约 14.6%，而在三季报点评当中，我们测算剔除并表因素影响的可比单季收入增速为 13.5%，相比而言，四季度公司的经营情况略有改善。
- 百货业务 2011 年增长 19.6%，其中新开宝应文峰和海安店贡献增速约 1.7%，老门店内生约 17.9%，预计 2012 年百货收入仍有 21% 增速，其中同店增长 8%，新开门店（宝应店、海安店、启东一店扩建）贡献外延增长 13%。超市业务公司新聘团队还在磨合，收入微增 0.64%；家电受房产调控影响大，从上半年 13.3% 增速滑至下半年 7.5% 增速，12 年仍将滑落。
- 公司费用控制比较严格，仅人工费用率增长，因人工增加 20.7% 至 1.94 亿元，其余各项费用率尤其是表征管理效率的其他费用率均呈下降趋势。
- 公司外延加快，以公告及我们调研的情况来看，南通地区新店基本当年盈利。除公告的启东店、南通二店、大丰店、长江镇店、启东市东车站外，年报提及宿迁、连云港购物中心项目在筹。公司未来的成长性值得期待。
- 短期来看，地产调控及以旧换新政策到期对公司冲击很大。年报披露的家电子公司净利润约 8686 万元，考虑到其中包含重复计算，结合我们调研数据，公司家电业务净利率约 4%，净利润约 7000 万元，占总利润的 18.5%。2012 年公司家电继续下滑概率极大，进而对业绩产生较大负面影响。
- 考虑到新开店的正面效应短期难以对冲家电萎缩的负面影响，我们下调公司 12-14 年零售主业至 0.89、1.21、1.54 元（首份 EPS、不含房地产），也调降公司至增持评级。公司正通过扩张和升级业态、缓解过度依赖老店及家电业务的困局，我们判断 13 年起公司有望重新获得快速增长。
- 风险提升：经济下滑对消费影响超预期，商业地产项目经营低于预期等。

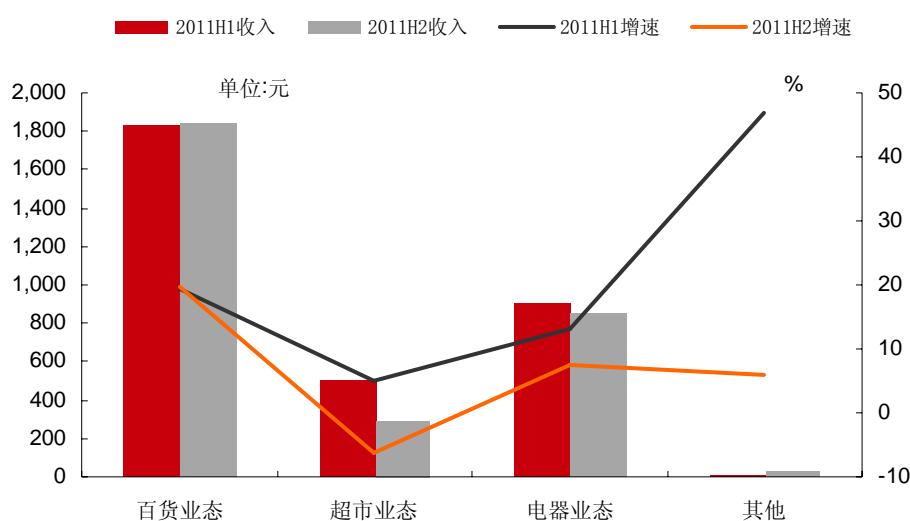
经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6,442	7,045	9,492	10,651
(+/-%)		9.3	34.7	12.2
归属母公司净利润(百万元)	434	463	757	757
(+/-%)		31.1	63.6	0
EPS(元)	0.77	0.89	1.21	1.54
P/E(倍)		17.69	13.02	10.25

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表格 1：文峰已公告项目

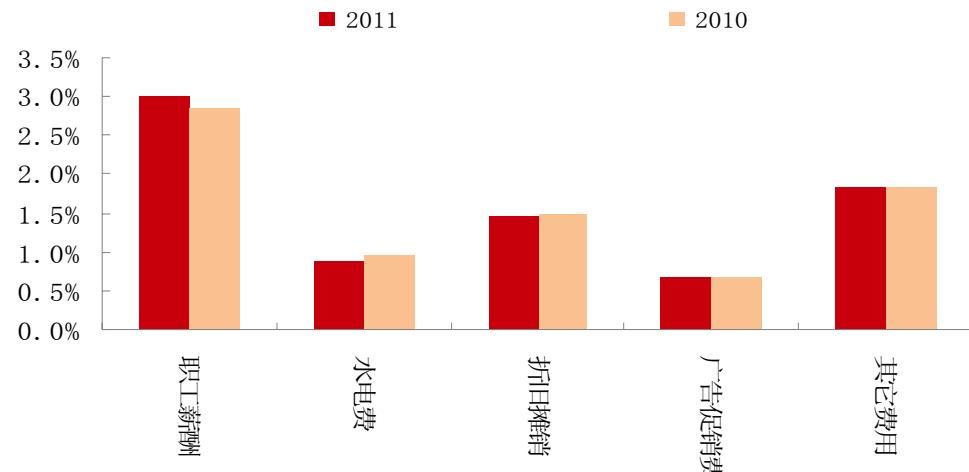
项 目	定位	投资	面 积	开业时间
大丰	大丰最大综合体和购物中心	8-10 亿元, 其中土地 3.2 亿元	建筑面积 25 万平米, 其中购物中心面积 8 万, 其余为商铺、住宅	2013-2014 年
海安	当地最大购物中心 + 商铺	2.5 亿元或 4356 元/平, 其中土地 5788 万, 楼面地价 1052 元/平	新店 55679 平	2011.12.30
南通二期	商圈最大综合体和购物中心	9.6 亿元, 或 5052.6 元每平米	购物中心 45000 平米	2013 年下半年
启东	当地最大购物中心 + 商铺	3 亿元或 4405/平, 其中土地 1 亿元, 楼面地价 1545/平	66000 平米	一期 2012 年中开业, 二期(旧店重建)将于 2013 年 1 月开业
启动车站	大卖场等商业设施	6800 万竞得 15036 平土地。公司测算物业成本将不高于每平方米 3500 元		
如皋长江镇	区域购物中心	楼面地价仅仅 634 元每平	商业总面积 8.5 万, 自用 3.5 万平米	

资料来源：华泰联合证券研究所

图 1：各项业务上下半年收入及增速


资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 各项费用率变化



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：电器销售子公司

公司	业务	收入（万元）	净利润（万元）
江苏文峰电器有限公司	电器销售、安装、维修	103392.2	7640.41
南通文峰电器销售有限公司	家用电器销售及售后服务	134212.3	1045.93
合计	家电	237604.5	8686.34

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

经济下滑对消费影响超预期，商业地产项目经营低于预期等。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,538	4,725	5,985	6,585	营业收入	6,442	7,045	9,492	10,651
现金	1,620	3,874	4,966	5,315	营业成本	5,318	5,784	7,462	8,787
应收账款	19	63	93	112	营业税金及附加	80	63	85	96
其他应收款	421	85	114	128	营业费用	307	397	548	532
预付账款	444	174	224	264	管理费用	200	191	263	256
存货	368	456	515	692	财务费用	16	3	(12)	(12)
其他流动资产	666	74	74	74	资产减值损失	4	13	16	4
非流动资产	1,738	1,483	1,693	2,125	公允价值变动收	0	2	2	2
长期投资	59	3	3	3	投资净收益	39	15	10	10
固定资产	1,233	982	1,154	1,532	营业利润	556	608	1,139	997
无形资产	262	323	363	403	营业外收入	35	15	12	10
其他非流动资	185	176	173	188	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	5,277	6,208	7,678	8,710	利润总额	584	625	1,153	1,009
流动负债	1,963	1,964	2,575	2,849	所得税	150	163	294	252
短期借款	8	0	0	0	净利润	433	461	857	755
应付账款	561	694	858	1,011	少数股东损益	(0)	0	102	0
其他流动负债	1,394	1,270	1,717	1,839	归属母公司净利	434	463	757	757
非流动负债	2	3	3	3	EBITDA	0	714	1,258	1,147
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	0.94	1.54	1.54
其他非流动负	2	3	3	3					
负债合计	1,965	1,966	2,578	2,852					
少数股东权益	6	7	109	109					
股本	493	493	493	493					
资本公积	2,054	2,673	2,673	2,673					
留存收益	759	1,069	1,826	2,583					
归属母公司股	3,311	4,241	5,100	5,857					
负债和股东权	5,277	6,208	7,678	8,710					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	548	541	1,366	875	成长能力				
净利润	433	463	757	757	营业收入	14.3%	9.3%	34.7%	12.2%
折旧摊销	93	72	87	118	营业利润	16.1%	27.0%	87.3%	-12.4
财务费用	16	3	(12)	(12)	归属母公司净利	22.9%	31.1%	63.6%	0.0%
投资损失	39	(15)	(10)	(10)	毛利率(%)	17.5%	17.9%	21.4%	17.5%
营运资金变动	(200)	8	428	19	净利率(%)	6.7%	6.5%	6.8%	6.7%
其他经营现金	167	11	116	2	ROE(%)	10.2%	10.9%	13.2%	13.2%
投资活动现金	(1,540)	(267)	(285)	(538)	ROIC(%)				
资本支出	(1,310)	(284)	(297)	(550)	偿债能力				
长期投资	0	0	0	0	资产负债率(%)	31.7%	31.7%	33.6%	32.7%
其他投资现金	(230)	17	12	12	净负债比率(%)	0.41%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资活动现金	1,607	2,744	12	12	流动比率	2.4	2.4	2.3	2.3
短期借款	0	(3)	0	0	速动比率	2.2	2.2	2.1	2.1
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	110	0	0	总资产周转率	1.61	1.58	1.37	1.30
资本公积增加	0	2,640	0	0	应收账款周转率	351.18	173.25	121.7	104.23
其他筹资现金	1,607	(3)	12	12	应付账款周转率	9.92	9.60	9.61	9.40
现金净增加额	0	3,019	1,093	349	每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.88	0.94	1.54	1.54
					每股经营现金流	0.00	1.10	2.77	1.77
					每股净资产(最新	6.71	8.59	10.13	11.66
					估值比率				
					P/E	17.9	16.8	10.2	10.2
					P/B	2.3	1.8	1.6	1.3
					EV/EBITDA	0.0	8.2	4.4	4.7

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±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投资建议。