

华泰联合证券  
2012-04-19华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
证券研究报告华泰联合  
公司研究 / 季报点评

酌情消费品/商贸零售

## 文峰股份 (601010)

增持/维持评级

股价: RMB15.68

## 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

《扩张有效加分，家电拖累减分》

2012/03/28

《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

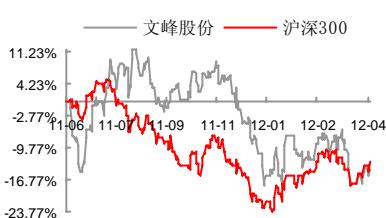
《区域领先的零售龙头》

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)	7,727

## 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

## 家电羸弱，殃及池鱼

- 公司公布一季报，收入增长 0.7%至 1908 百万元，净利润增长 20.7%至 1.4 亿元，或 EPS=0.29 元；扣非后(主要系 2473.8 万投资收益)EPS=0.25 元，同比增长约 6.6%，基本符合预期。
- 一季度家电继续拖累，致收入仅增长 0.7%，我们预计公司家电下降超过 30%，预计至一季度末公司家电销售占比滑落至 20%。除此之外，公司百货和超市加总维持了 10%左右的增长，其中南大街总店等仍有较好表现，母公司报表（主要是南通当地的门店）收入增长 9.6%。
- 毛利率从 16.3%提升至 17.91%，毛利额增长 10.6%，主要由于百货、超市两项业务保持了 10%增长，两项业务的综合毛利率高于家电。
- 销售+管理费用从 6%升至 7.6%，绝对额增长 19%，估计主要由于海安新店开业新增折旧摊销及人工费用增加。从一季度现金流量中可以看出，公司支付给人工的现金增长了 22%。
- 由于利息支出的减少，财务费用率从 0.4%下降至 0.2%。公司其他流动资产（主要为理财产品和委托贷款）较年初增长 13%至 7.48 亿元，获得投资收益 1316 万元，年化收益率 7.2%。
- 剔除投资收益影响后，营业利润增长 8.8%。但是考虑到算作非经常性收益的部分投资收益未来可以转换为财务收入，实际上可持续，加回这部分投资收益后，营业利润增长约 13%。实际所得税率从 25.72%提升至 26.1%，致使净利润增长低于利润增长。
- 考虑到家电业务的拖累，我们下调 12-14 年零售主业 EPS 至 0.85、1.07、1.40 元，但部分上调 12 年投资收益贡献，最终 EPS 为 0.94、1.10 和 1.39。考虑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，维持公司增持评级。
- 风险提升：经济下滑对消费影响超预期，家电业务下滑超预期，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	6,604.8	8,274.5	10,297.1
(+/-%)	14.3	2.5	25.3	24.4
归属母公司净利润(百万元)	433.7	464.1	541.4	684.3
(+/-%)	22.9	7.0	16.6	26.4
EPS(元)	0.88	0.94	1.10	1.39
P/E(倍)	17.5	16.3	14.0	11.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 盈利预测

资产负债表				利润表				单位: 百万元	
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,538	4,618	5,379	6,098	营业收入	6,442	6,605	8,275	10,29
现金	1,620	3,809	4,446	4,871	营业成本	5,318	5,440	6,806	8,465
应收账款	19	64	87	108	营业税金及附加	80	59	74	93
其他应收款	421	79	99	124	营业费用	307	363	470	567
预付账款	444	163	204	254	管理费用	200	175	223	272
存货	368	429	469	667	财务费用	16	3	(10)	(9)
其他流动资产	666	74	74	74	资产减值损失	4	4	8	18
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	50	10	10
固定资产	1,233	982	1,154	1,532	营业利润	556	610	713	900
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	6,101	7,072	8,223	利润总额	584	627	727	912
流动负债	1,963	1,855	2,285	2,751	所得税	150	163	185	228
短期借款	8	0	0	0	净利润	433	462	539	682
应付账款	561	653	783	973	少数股东损益	(0)	0	0	0
其他流动负债	1,394	1,203	1,502	1,778	归属母公司净利	434	464	541	684
非流动负债	2	3	3	3	EBITDA	0	681	833	1,053
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	0.94	1.10	1.39
其他非流动负	2	3	3	3					
负债合计	1,965	1,858	2,288	2,754					
少数股东权益	6	7	7	7					
股本	493	493	493	493					
资本公积	2,054	2,673	2,673	2,673					
留存收益	759	1,070	1,612	2,296					
归属母公司股	3,311	4,243	4,784	5,469					
负债和股东权	5,277	6,101	7,072	8,223					
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	442	912	954					
净利润	433	464	541	684					
折旧摊销	93	72	87	118					
财务费用	16	3	(10)	(9)					
投资损失	39	(50)	(10)	(10)					
营运资金变动	(200)	(49)	297	155					
其他经营现金	167	2	6	16					
投资活动现金	(1,540)	(232)	(285)	(538)					
资本支出	(1,310)	(284)	(297)	(550)					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金	(230)	52	12	12					
筹资活动现金	1,607	2,744	10	9					
短期借款	0	(3)	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	110	0	0					
资本公积增加	0	2,640	0	0	P/E	17.5	16.3	14.0	11.1
其他筹资现金	1,607	(3)	10	9	P/B	2.3	1.8	1.6	1.4
现金净增加额	615	2,954	637	425	EV/EBITDA	0.0	8.3	6.5	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±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。