



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格
消费品: 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

南大街店及家电业务利润下降, 地产及理财产品利润有效对冲主业利润下降

第一主力店南大街店今年1季度销售增速同比持平, 今年3月该店开始1楼中庭装修改造, 使得该店4-5月营收增速同比下降约15-20%。家电业务今年1季度营收同比下降40%, 4-5月同比下降30% (2011年家电业务销售占零售业务的28%, 净利润占比非后净利润的21%)。今年南通二店、海安新店及长江镇店部分商业地产将进行结算, 今年理财收益预计为8,000-9,000万元, 这些主业外收入有效对冲了零售业务利润的下降。

支撑评级的要点

- 第一主力门店南大街店销售出现负增长。
- 占主营业务收入28%的家电业务增速同比下降幅度较大。
- 部分城市综合体商业地产进入结算期。
- 理财产品收益丰厚。

评级面临的主要风险

- 南大街店经营状况与预期不符。
- 下半年家电业务爆发性增长。
- 商业地产结算进程与预期不符。
- 理财产品收益与预期不符。

估值

- 由于南大街店扩建装修对该店业绩将产生较大的负面影响, 同时家电行业预计今年将维持低迷状态, 新开门店海安新店及启东一期又将产生新的费用, 今年公司零售业务将面临较大的压力。因此我们下调2012-14年零售业务的每股收益至0.698、0.992和1.181元, 房地产收益约0.265、0.403和0.157元, 2012年理财产品收入贡献每股收益为0.12元, 合计每股收益为1.083、1.394和1.338元, 维持买入评级和20.50元目标价格。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,636	6,442	6,152	8,905	11,094
变动(%)	15	14	(5)	45	25
净利润(人民币 百万)	362	434	533	687	660
全面摊薄每股收益(人民币)	0.944	0.880	1.083	1.394	1.338
变动(%)	23.4	(6.8)	23.02	28.78	(4.02)
市场预期每股收益(人民币)			1.137	1.389	1.640
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.972	1.306	1.460
调整幅度(%)	-	-	11.38	6.75	(8.35)
核心每股收益(人民币)	0.844	0.783	0.698	0.992	1.181
变动(%)	16.7	(7.2)	(10.9)	42.1	19.1
全面摊薄市盈率(倍)	15.6	16.8	13.7	10.6	11.0
核心市盈率(倍)	17.5	18.9	21.2	14.9	12.5
每股现金流量(人民币)	2.16	(1.38)	3.38	2.66	2.13
价格/每股现金流量(倍)	6.8	(10.7)	4.4	5.6	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.6	9.0	8.2	5.3	4.4
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.401
股息率(%)	4.9	2.8	3.5	3.5	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

南大街店升级改造影响销售业绩

南大街店作为公司第一主力门店，2011年实现营收约为20亿元，同比增长15%，占主营业务收入约为32%。今年1季度受家电销售持续低迷的影响，该店1季度家电销售下降约40%(2011年该店家电收入占约整个门店收入25%)，今年1季度营收同比增速基本持平，扣除家电影响，预计该店1季度销售增速为10%。该店于今年3月起，对其进行为期9个月的不停业装修扩建工程，第一期工程为一楼中庭升级改造工作，为期3个月，之后将对每一层进行多扩，改造后该店将扩大面积1万平米。由于目前正对1楼进行中庭改造，该店一楼经营环境较为混乱，影响了该店整体的销售业绩，今年4-5月南大街店的整体销售收入下降15-20%（4-5月份家电整体销售下降30%，假设南大街店家电销售下降同为30%，则该店百货业务约下降10%），6月销售同比预计下降20%以上。我们预计后期的逐层改造扩建工程对销售的影响将会小于中庭改造造成的影响。我们认为虽然门店升级扩建改造会对今年该店销售业绩产生较为大的负面影响，但着眼于中长期发展，我们认为此次升级改造将为南大街店保持稳健的内生增长提供良好的动力，同时也为其保持南通市百货业门店销售冠军提供了有力的保障。

由于南大街店营收对百货业务营收占比较高，其营收增速下降使得今年百货业务1-5月同比增长持平或略有增长，扣除南大街店影响，百货业务1-5月同比增长10-15%。

超市业务今年1-5月同比增长约为5%，主要原因是公司主力单体超市麦隆店（面积5,300平米）附近修高架，该店于今年3月份关闭，公司计划将在原店附近另寻一建筑面积约为1.5万平米的物业，用于开设大卖场，此外启东东车站大卖场（建筑面积约为1.15万平米）也将于今年年底开业。

家电业务持续低迷

2011年公司家电业务销售收入为17.62亿元，同比增长10.4%，占主营业务收入的28%，实现净利润约为8,000万元，占公司扣非后净利润的21%左右。由于受房地产调控政策影响房地产行业持续低迷，和去年国家家电业务扶持政策使得消费者对电器的购买产生了明显的透支现象，使得今年家电行业的销售产生了较为明显的下降，公司今年1季度家电业务销售同比下降40%，4-5月份同比下降30%。由于目前房地产行业有回暖迹象，加之政府家电节能补贴政策将出台，我们认为下半年家电销售情况可能会略好于上半年，但是仍不容乐观，我们预计今年公司家电业务整体营收仍然为负增长。

新开门店

启东新店一期于今年5月开业，建筑面积约为3万平米，原店（经营面积约为1.37万平米）搬入新店后将拆除用于建设二期工程，二期预计将于2014年开业，建筑面积约为3万平米。由于二期工程紧接着一期工程结束后启动，工程建造会对一期的经营造成略微的影响，该店5月含税销售收入约为2,000万元，预计今年全年含税收入约为3.4亿元。

海安新店目前经营状况良好，平均月同比增长在50%以上，我们预计该店今年含税收入约为3亿多元。

如东店去年收回了四楼出租的物业用于经营百货，今年1-5月销售同比增长10-15%。

2009年11月开业的靖江店，预计今年实现盈亏平衡。

全资控股文景置业

公司收购南通新景置业有限公司所持有的南通文景置业有限公司 50%的股权，转让价格为注册资金 5,000 万元加溢价 20,000 万元，合计 25,000 万元，溢价依据为新景置业对文景置业用于工程建设的借款 50,769.42 万元约二年半的利息计 10,200 万元及商业街已登记销售部分的预计利润 20,000 万元的 50%部分收益（预计分得南通二店商业地产利润中的 9,000 万元）。收购完成后，公司持有文景置业 100% 的股权。

南通二店即文峰城市广场位于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。虽然该店没有位于南通市的传统核心商业圈，但随着近些年南通经济的发展，传统圈已经显现出交通拥堵、停车困难、设施陈旧等现象，加上传统商圈优质物业稀缺，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。

文峰城市广场由一座约为 5 万平米的购物中心，4 万平米的商业街，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 万米的 5 幢 30 层高的住宅构成。

5 万平米的购物中心中地下面积约为 1.5 万平米用于经营大型超市，地上 1-5 层面积约为 3.5 万平米，用于经营精品百货，公司计划引入国际一线品牌，目前招商情况良好。开业后将会成为南通市首家高端精品百货店。国际一线品牌的引入将丰富公司商品的结构，为异地扩张提供更为丰富的商品。预计商业部分的总投资约为 5 亿元。该店计划明年年底开业，我们预计该店需要 2-3 年的培育期。

此次收购，对于该店未来发展较为有利，符合公司深耕南通市市场的战略目标。零售业务方面：公司省去原先需付给新景置业每年 1,000 万元的物业租金费用（后期租金费用会根据销售收入增长有所上浮，以年租金 1,000 万元为标准，每年将增厚零售业务每股收益 0.15 元），及每年该店 50% 的权益净利润。商业地产方面，原先商业街以包销的方式交给新景地产出售，包销额为 5.8 亿元，公司获得的权益净利润约为 8,000 万元。此次收购后，商业地产的销售收入均由公司所得，由于商业街销售好于公司预期，预计商业街营收将超过 5.8 亿元（商业街平均售价为 2.5 万元/平米）。保守估计商业街及住宅的利润约为 5.6 亿元（其中 9,000 万元属于新景置业公司），贡献每股收益约为 0.71 元（扣除属于新景置业的 9,000 万元利润）。预计今年将会结算该项目部分商业街及住宅的营收，写字楼及酒店公司将以保本或略微盈利的方案出售，以求尽快回笼资金。

商业地产及理财产品利润对冲零售业务利润下降

2011 年 12 月 30 开业的海安新店的商业地产项目将全部于今年结算，以搜房网披露的该地区商业地产的均价，我们预计该项目商业地产获得营收 1 亿多元，实现利润约 4,000 万元。南通二店商业地产也将有部分营收于今年结算，此外长江镇店的部分商业街也将于今年结算。我们预计今年商业地产的每股收益约为 0.265 元（目前南通二店住宅及长江镇店商业街结算比例不确定性较强）。此外，公司去年购买理财产品获得 2,556 万元的投资收益，今年公司计划加大对理财产品投资，预计今年理财产品收入约为去年的 3 倍，约为 8,000-9,000 万元。

调整盈利预测和维持买入评级

由于南大街店扩建装修对该店业绩将产生较大的负面影响，同时家电行业预计今年将维持低迷状态，新开门店海安新店及启东一期又将产生新的费用，今年公司零售业务将面临较大的压力。因此我们下调 2012-14 年零售业务的每股收益至 0.698、0.992 和 1.181 元，房地产收益约 0.265、0.403 和 0.157 元，2012 年理财产品收入贡献每股收益为 0.12 元，合计每股收益为 1.083、1.394 和 1.338 元，维持买入评级和 20.50 元目标价格。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,636	6,442	6,152	8,905	11,094
销售成本	(4,679)	(5,318)	(5,058)	(7,402)	(9,234)
经营费用	(383)	(494)	(525)	(709)	(908)
息税折旧前利润	574	631	569	794	952
折旧及摊销	(118)	(94)	(111)	(136)	(163)
经营利润(息税前利润)	456	537	458	658	789
净利润收入/(费用)	(18)	(16)	6	2	(3)
其他收益/(损失)	52	63	256	268	105
税前利润	490	584	720	928	890
所得税	(127)	(150)	(187)	(241)	(231)
少数股东权益	(1)	0	1	1	1
净利润	362	434	533	687	660
核心净利润	323	386	344	489	583
每股收益(人民币)	0.944	0.880	1.083	1.394	1.338
核心每股收益(人民币)	0.844	0.783	0.698	0.992	1.181
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.401
收入增长(%)	15	14	(5)	45	25
息税前利润增长(%)	19	18	(15)	44	20
息税折旧前利润增长(%)	33	10	(10)	40	20
每股收益增长(%)	23	(7)	23	29	(4)
核心每股收益增长(%)	17	(7)	(11)	42	19

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	490	584	720	928	890
折旧与摊销	118	94	111	136	163
净利息费用	18	16	(6)	(2)	3
运营资本变动	385	(1,086)	1,211	685	302
税金	(127)	(150)	(187)	(241)	(231)
其他经营现金流	(57)	(64)	(183)	(196)	(80)
经营活动产生的现金流	826	(606)	1,666	1,309	1,048
购买固定资产净值	(231)	(271)	(276)	(565)	0
投资减少/增加	34	7	0	0	(1)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(197)	(265)	(276)	(565)	(1)
净增权益	0	2,136	0	0	1
净增债务	200	(195)	0	0	0
支付股息	(199)	(279)	(207)	(256)	(256)
其他融资现金流	(179)	(125)	(140)	(97)	(747)
融资活动产生的现金流	(178)	1,536	(347)	(353)	(1,003)
现金变动	452	666	1,042	391	44
期初现金	503	955	1,620	2,663	3,053
公司自由现金流	638	(855)	1,417	777	1,082
权益自由现金流	812	(1,082)	1,395	745	1,043

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	10.2	9.8	9.2	8.9	8.6
息税前利润率	8.1	8.3	7.5	7.4	7.1
税前利润率	8.7	9.1	11.7	10.4	8.0
净利率	6.4	6.7	8.7	7.7	6.0
流动性 (倍)					
流动比率	0.9	1.8	1.7	1.4	1.2
利息覆盖率	17.7	16.5	21.1	21.0	20.2
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	0.7	1.6	1.5	1.2	1.1
估值 (倍)					
市盈率	15.6	16.8	13.7	10.6	11.0
核心业务市盈率	17.5	18.9	21.2	14.9	12.5
目标价对应核心业务市盈率	24.3	26.2	29.4	20.7	17.3
市净率	5.1	2.2	2.1	2.1	1.9
价格/现金流	6.8	(10.7)	4.4	5.6	7.0
企业价值/息税折旧前利润	8.6	9.0	8.2	5.3	4.4
周转率					
存货周转天数	24.0	25.2	24.6	23.9	23.9
应收账款周转天数	6.3	26.2	10.4	10.0	12.6
应付账款周转天数	99.3	96.8	105.2	108.5	107.7
回报率					
股息支付率(%)	77.3	47.7	48.0	37.3	30.0
净资产收益率(%)	32.4	13.1	15.6	19.5	16.8
资产收益率(%)	11.1	7.6	6.3	7.5	7.7
已运用资本收益率(%)	34.9	16.7	14.2	19.5	20.9

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	955	1,620	2,663	3,053	3,097
应收帐款	98	463	176	243	384
库存	307	368	341	485	604
其他流动资产	190	1,087	187	278	414
流动资产总计	1,550	3,538	3,365	4,059	4,500
固定资产	1,183	1,333	1,491	1,675	2,262
无形资产	272	262	372	558	548
其他长期资产	42	144	151	192	269
长期资产总计	1,496	1,738	2,014	2,426	3,079
总资产	3,046	5,277	5,379	6,485	7,579
应付帐款	1,533	1,709	1,774	2,646	3,273
短期债务	3	8	8	8	8
其他流动负债	184	246	177	293	365
流动负债总计	1,721	1,963	1,959	2,947	3,646
长期借款	203	2	2	2	2
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	383	493	493	493	493
储备	732	2,813	2,919	3,038	3,433
股东权益	1,115	3,305	3,412	3,531	3,926
少数股东权益	7	6	5	5	4
总负债及权益	3,046	5,277	5,379	6,485	7,579
每股帐面价值(人民币)	2.91	6.71	6.92	7.16	7.97
每股有形资产(人民币)	2.20	6.18	6.17	6.03	6.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.96)	(3.27)	(5.38)	(6.17)	(6.26)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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