

连锁零售**署名人：樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

6-12个月目标价： 17.80元

当前股价： 14.31元

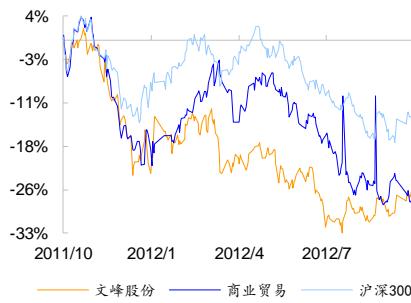
评级调整： 首次评级

基本资料

上证综合指数	2098.70
总股本(百万)	492
流通股本(百万)	122
流通市值(亿)	17
EPS	0.88
每股净资产(元)	6.71
资产负债率	37.25%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
文峰股份	4.30	4.76	-6.38
商业贸易	-1.92	-7.30	-19.27
沪深300指数	-0.89	-6.36	-11.07

**相关报告****文峰股份****601010****强烈推荐****立足南通布局苏沪，连锁扩张逆势成长**

本报告的亮点之处：1、详细分析了文峰扩张模式及其竞争优势；2、分析了公司的外延扩张空间，指出对公司未来的成长性完全不必担忧；3、提出12年是公司自身发展周期的低谷，13年业绩拐点明确。

投资要点：

- **公司简介：**区域零售龙头。文峰是南通市最大的零售企业，也是江苏省领先的零售企业之一，主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务。截至2011年底，公司共有直营门店25家，其中购物中心11家（百货+超市+电器），独立超市门店4家，独立电器门店10家，2011年营业收入64.42亿元。
- **文峰扩张模式：“小城市+城市综合体”。**（1）向三、四线城市扩张，既能享受到当地居民消费能力增长速度快，发展潜力大的好处，又避免了一二线城市激烈的竞争环境；（2）**文峰模式精髓：**凭借公司在江苏地区的影响力及大股东支持，获得低成本物业，建设城市综合体，并通过销售部分物业实现资金的快速回笼，避免因扩张所导致的现金流紧缺和财务成本加剧，同时又降低了项目风险，能够快速扩张。
- **公司外延扩张空间广阔。**（1）**空间广阔：**江苏省内未来符合公司外延扩张的县市至少还有20个，可以满足公司未来5-8年的扩张需求（公司目前储备项目也有十几个）；（2）**未来三年公司将进入快速扩张期：**目前公司已经开业、正在实施或签约落实的项目有16个，总经营面积39.28万平米。未来三年，公司还将有南通二店、启东店、长江镇店等多个购物中心开业，预计2015年底总营业面积将达到80万平米以上（增长102%），其中自有物业65.3万平米（增长129%）。
- **12年是公司自身发展周期低谷，13年业绩拐点明确。**（1）2012年，公司受①主力门店装修改造、②电器销售下滑等因素影响，全年商业业绩增速较慢（体现在二季度是公司经营最困难的时刻）；（2）从12年三季度开始，随着①主力门店装修改造的完成；②新店不断涌现，店龄结构年轻；③13年配套地产项目结算，公司将逐渐度过自身发展周期低谷，13年业绩向上拐点明确。
- **盈利预测：**预计公司12-14年EPS 0.95元/1.31元/1.59元，其中零售业务EPS 0.82元/0.93元/1.15元。给予商业20倍PE，地产5倍PE，则公司目标价17.8元。考虑到公司良好的成长前景及13年业绩拐点的确定性，首次给予“强烈推荐”评级！
- **风险提示：**商业地产项目结算进度低于预期；市场竞争加剧，新店培育期延长

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6442	6866	8677	10869
收入同比(%)	14%	7%	26%	25%
归属母公司净利润	434	469	644	783
净利润同比(%)	20%	8%	37%	22%
毛利率(%)	17.5%	17.5%	17.4%	17.3%
ROE(%)	13.1%	13.1%	15.7%	16.6%
每股收益(元)	0.88	0.95	1.31	1.59
P/E	16.15	14.94	10.88	8.94
P/B	2.12	1.96	1.71	1.48
EV/EBITDA	8	8	7	6

资料来源：中投证券研究所

目 录

核心投资逻辑	3
一、公司简介	4
1.1 公司概况：区域零售龙头	4
1.2 业务结构：百货为主，家电与超市辅之	5
1.3 股权结构：结构稳固，激励到位	5
二、文峰扩张模式及竞争优势	7
2.1 文峰扩张模式：“小城市+城市综合体”	7
2.2 三、四线城市目前处在零售业发展的黄金时期	8
2.3 购物中心是大势所趋	9
2.4 公司竞争优势突出	10
三、公司业务分析	12
3.1 购物中心：公司零售主业的最主要收入来源	12
3.2 超市：三种发展模式，增长较为缓慢	14
3.3 电器：二种模式，三个规律	15
3.4 其它业务收入：包括管理费收入、租赁收入、加盟费收入等	15
3.5 营业外收入：主要指城市综合体配套地产业务的处置利得，对业绩影响较大	16
四、外延扩张空间广阔，13年业绩拐点明确	17
4.1 外延扩张空间广阔，到2015年经营面积将翻倍	17
4.2 短期即将度过自身发展周期低谷，2013年业绩拐点明确	19
五、盈利预测及投资建议：目标价17.8元，强烈推荐	20
5.1 盈利预测：12-14年EPS分别为0.95元、1.31元和1.59元	20
5.2 投资建议	22
5.3 风险提示	22

核心投资逻辑

1、文峰模式（“小城市+城市综合体”）能充分受益三、四线城市零售业发展的黄金机遇

一、差异化成长：公司对三、四线城市的居民消费特点比较了解，向三、四线城市扩张既能享受到当地居民消费能力增长速度快，发展潜力大的好处，又避免了一二线城市激烈的市场竞争环境；

二、文峰模式精髓：凭借公司在江苏地区的影响力及大股东的大力支持，获得低成本物业，建设城市综合体，并通过销售部分物业实现资金的快速回笼，避免了因扩张所导致的现金流紧缺和财务成本加剧，同时降低了项目的整体风险，实现快速扩张。

2、公司竞争优势明显

(1) “三位一体”，协同效应明显。公司百货+超市+电器的零售业态，有利于将公司百货品牌优势向其他两种业态延伸；也更容易吸引顾客，满足顾客的一站式消费需求；(2)先发优势明显，体现在物业成本低、门店位置优、区域垄断力强。公司以较低成本形成的门店网络，有利于保持自身盈利能力的长期稳定增长；(3)大股东大力支持，助力公司外延扩张。大股东手上一些开发的比较成熟，甚至利润丰厚的项目，也会以成本甚至低价的方式转让给上市公司（如南通二店项目）；(4)自有物业占比高，能够抵御租金上涨风险+提供较强的股价安全边际（目前公司自有物业的资产重估值为21.84元，距离当前股价有52%的安全垫）。

3、外延扩张空间广阔

空间广阔：江苏省内未来符合公司外延扩张的县市至少还有20个，可以满足公司未来5-8年的扩张需求（公司目前储备项目有十几个）。如果再考虑不断涌现的新城区以及副商圈，则公司外延扩张的空间更大。

未来三年公司将进入快速扩张期：目前公司已经开业、正在实施或签约落实的项目有16个，总经营面积39.28万平米。未来三年，公司还将有南通二店、启东店、长江镇店等多个购物中心开业，届时公司商业项目的经营面积将快速增加，预计2015年底总营业面积将达到80万平米以上（相比2011年底的39.78万平米，增幅102%），其中自有物业65.3万平米（相比2011年底的28.54万平米，增幅129%）。

4、2012年是公司自身发展周期低谷，2013年业绩拐点明确

2012年，公司受①主力门店装修改造（南大街店，3月份开始装修，8月份装修完）、②电器销售下降等因素影响，预计全年商业业绩增速将较慢（体现在二季度是公司经营最困难的时刻）。

但从12年三季度开始，随着主力门店装修改造的完成，以及靖江店与宝应店的逐步止亏，公司商业业绩将逐渐度过自身发展周期的低谷，13年业绩向上拐点明确（①主力门店南大街店装修改造的完成；②新店不断涌现，店龄结构年轻；③13年配套地产项目结算较多，且未来可持续）。

5、结论：不错的长期投资标的，目标价17.8元，强烈推荐！

文峰作为目前零售板块为数不多的，以向三、四线城市进行城市综合体（主要是购物中心）连锁扩张的上市公司，将显著受益于三、四线城市和缓的商业竞争环境，以及当地零售业快速发展的黄金时期，是不错的长期投资标的（公司在南通及其周边区域的影响力强大，同时项目储备丰富）。

预计2012-2014年EPS分别为0.95元、1.31元和1.59元，其中零售业务的EPS分别为0.82元、0.93元和1.15元（同比分别增长6.49%、13.41%和23.66%）。给予公司商业部分20倍PE（12年EPS0.82元、13年EPS0.93元），地产部分5倍PE（12年EPS0元、13年EPS0.38元），则公司目标价17.8元，考虑到公司良好的成长前景以及13年业绩拐点的确定性，给予公司“强烈推荐”评级！。

一、公司简介

1.1 公司概况：区域零售龙头

文峰是南通最大的零售企业，也是江苏省领先的零售企业之一，主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务，主要经营地为江苏省和上海市。

公司拥有以“文峰大世界”为品牌的购物中心、以“文峰千家惠”为品牌的大型卖场、以“文峰电器”为品牌的家电专卖店、以“文峰超市”为品牌的加盟店 800 多家，总营业面积 40 多万平方米，年销售额突破 150 亿元，2011 年在中国连锁经营协会公布的百强名单中位列第 23 位。

门店情况: 截至 2011 年底, 公司共有直营门店 25 家, 其中购物中心门店 11 家(百货+超市+电器), 独立超市门店 4 家, 独立电器门店 10 家。公司的门店主要分布于华东沿海地区的南通、上海、盐城、泰州、连云港、扬州等 16 个市县, 其中南通地区有门店 14 家, 占比 56%。

图 1 公司门店分布在华东地区的 5 个城市



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司 56% 的门店分布在南通市



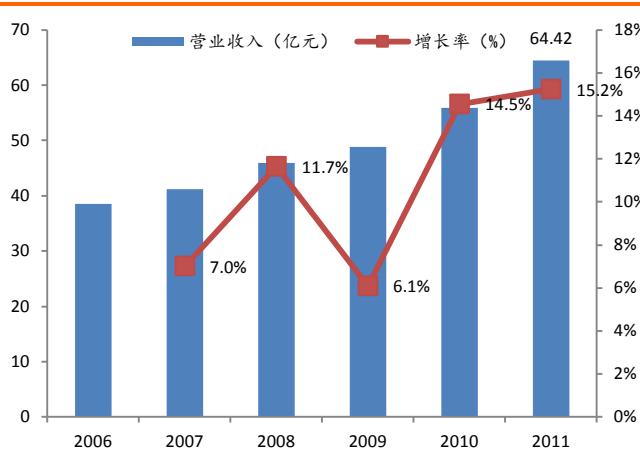
资料来源：公司公告、中投证券研究所

经营情况: 2011年,公司实现营业收入64.42亿元,同比增长15.24% (过去三年复合增速11.90%),其中实现归属于母公司所有者的净利润4.34亿元,同比增长22.93% (过去三年复合增速17.24%)。

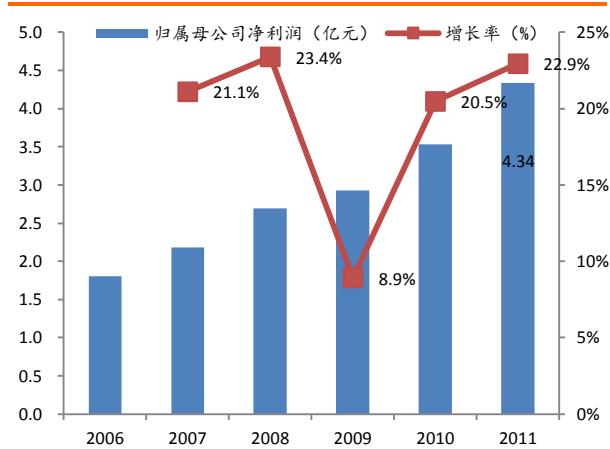
此外，自 2009 年起，公司的外延式扩张明显加速（包括靖江购物中心、如东项目，以及多个独立电器门店开业），这些门店多数在 2010 年开始进入收获期。未来随着公司外延扩张项目的不断推进，快速成长态势有望延续。

图 3 公司过往的营业收入及其增长情况

图 4 公司过往的归属母公司净利润及其增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所



资料来源：公司公告、中投证券研究所

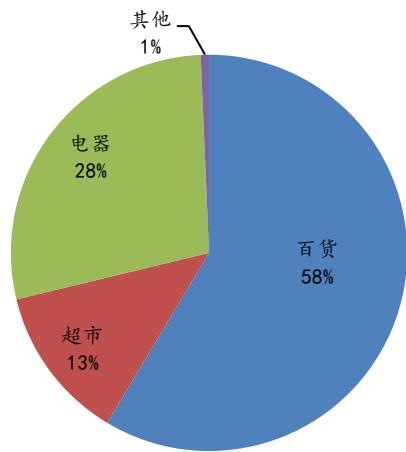
1.2 业务结构：百货为主，家电与超市辅之

公司的主营业务是以百货、超市及电器为核心的购物中心连锁经营，主要运营方式是在购物中心内组合经营百货、超市（包括精品超市或综合超市）和电器销售三种业态，同时也以单店运营方式经营综合超市和电器专卖店。

从收入占比看：百货业务贡献了公司一半以上的收入。2011 年百货业务收入 36.73 亿元（占比 58.59%），家电业务收入 17.62 亿元（占比 28.10%），超市业务收入 7.92 亿元（占比 12.63%）。

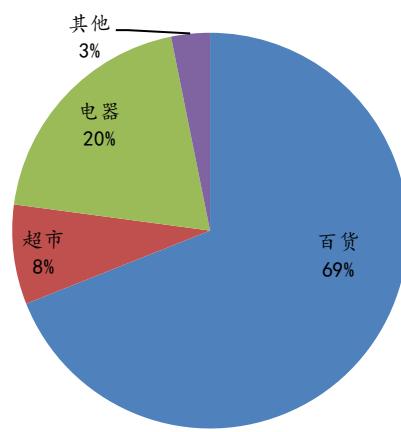
从毛利构成看：百货业务同样也占比较高。2011 年公司百货业务的毛利为 6.67 亿元，占比高达 68.97%，家电业务的毛利为 1.91 亿元，占比 19.72%，超市业务毛利为 0.79 亿元，占比 8.14%。

图 5 2011 年公司百货业务收入占比 58.59%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 2011 年公司百货业务毛利占比 68.97%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.3 股权结构：结构稳固，激励到位

公司是民营企业，第一大股东为江苏文峰集团有限公司，持股比例 65.28%。文峰集团成立于 1999 年 8 月 28 日，实际控制人为董事长徐长江先生，徐先生目前

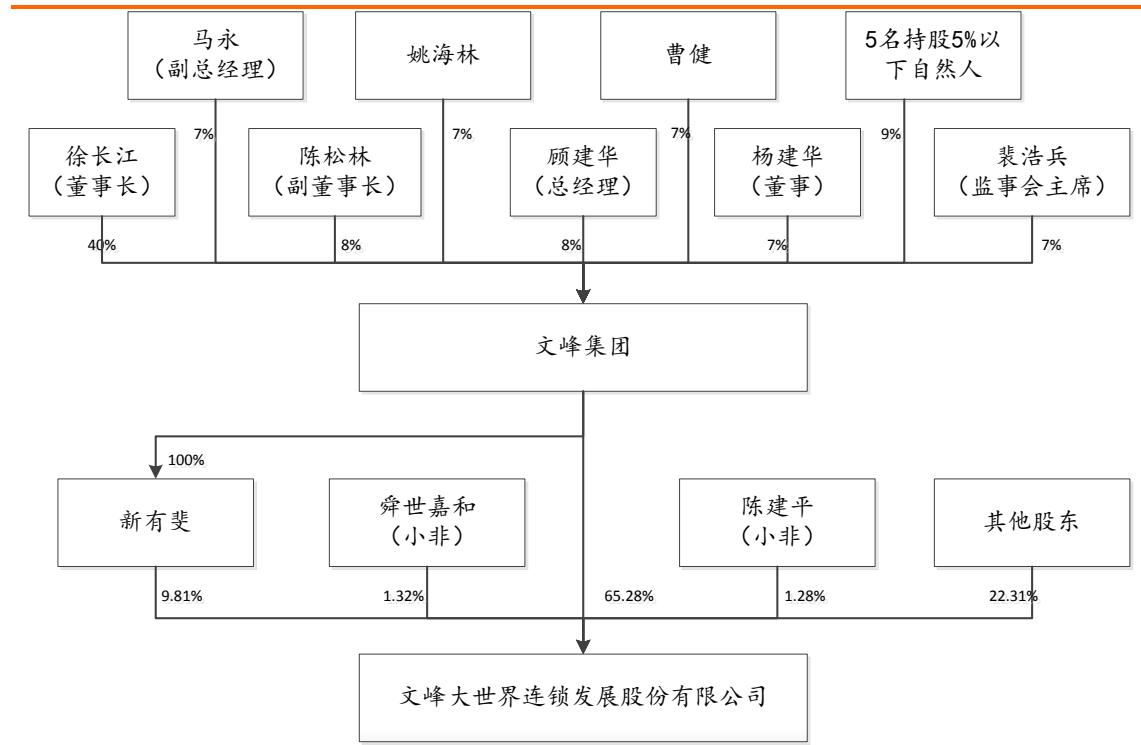
持有文峰集团 40%的股份，是文峰集团的单一最大股东，近三年一直是公司的实际控制人。

除了董事长徐长江先生，文峰股份的其他高管，如副董事长陈松林先生、总经理顾建华先生、副总经理马永先生等，也均通过文峰集团而间接持有上市公司股权。我们认为此种模式激励较为到位，也更有利于上市公司的长远发展。

文峰集团除控股文峰股份外，还通过其他控股公司经营高星级酒店、汽车销售服务、房地产开发等业务。如文峰集团目前 100%控股南通新有斐大酒店(五星级)、南通文峰饭店(四星级)和南通大饭店(四星级)，并控股南通市大地房地产开发有限公司(集团持股 30%，其余股份由徐长江等高管持有)。

文峰集团在酒店、房地产开发等方面的经验与资源，将有助于上市公司未来的城市综合体模式扩张。

图 7：公司股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1：文峰集团控股的酒店及房地产公司

名称	成立时间	注册资本 (万元)	股权结构	主营业务
南通新有斐大酒店有限公司	2003.12.4	6000	文峰集团 100%	住宿，餐饮服务
南通市文峰饭店有限公司	1990.5.15	1689	文峰集团 100%	住宿，餐饮服务
南通大饭店有限公司	1985.9.9	4080	文峰集团 100%	住宿，餐饮服务
江苏文峰期货经纪有限责任公司	1995.7.7	5600	文峰集团 60% 南通粮油集团 35%	商品期货经纪、金融期货经纪

南通市大地房地产开发有限公司 资料	1995.11.8	2000	文峰股份 5% 文峰集团 30%、徐长江 42%、陈松林、顾建华各 5.6%	房地产开发
----------------------	-----------	------	---	-------

来源：公司公告、中投证券研究所

二、文峰扩张模式及竞争优势

我们看好文峰股份未来的成长前景，基于以下两个原因：

- 一、公司向三四线城市扩张的战略是正确的。公司成长于南通，对三、四线城市的居民消费特点比较了解，向三、四线城市扩张既能享受到当地居民消费能力增长速度快，发展潜力大的好处，又避免了一二线城市激烈的竞争环境；
- 二、公司凭借自身在江苏地区的影响力以及大股东的大力支持，能够获得低成本物业，用于建设城市综合体，并通过销售部分物业实现资金的快速回笼，从而避免了因扩张所导致的现金流紧缺和财务成本加剧，同时又降低了项目的整体风险，实现快速扩张。

2.1 文峰扩张模式：“小城市+城市综合体”

文峰股份是 A 股中为数不多的扎根于三、四线市场（即小城市）的区域零售企业，其扩张模式一言以概之就是“小城市+城市综合体”。

1、小城市：目前，一、二线城市的零售业竞争已非常激烈，而经济发达地区（如华东地区）的三、四线城市，市场容量和消费能力均不逊于中、西部的一、二线城市，发展潜力大，且目前市场竞争者少，易于取得领先地位。

公司对三、四线城市的居民消费特点非常了解，对于中高端品牌的操作经验也较为丰富，为此公司确立了优先发展经济发达地区三、四线城市，择机进入一线城市的经营策略。从公司目前新开门店的经营情况看，这一战略是正确的（表现在公司高达 6.7% 的净利率）。

表 2：大城市 Vs 小城市的零售行业经营环境比较

	大城市（即一、二线城市）	小城市（即三、四线城市）
竞争环境	较为激烈	相对缓和
经济增速	慢	快
扩张空间	稍小（重在创新、差异化经营）	大（重在外延扩张）
消费能力	强	稍弱
培育期	长（2-3 年）	短（1-2 年）
经营成本	较高（主要是租金、人工成本高）	较低

资料来源：中投证券研究所

2、城市综合体：未来公司外延扩张的主要模式，包括“购物中心+商业街+酒店+公寓”，该模式有三个优点：

表 3 以城市综合体模式扩张的优点分析

三大优点	简介
拿地成本低	政府从政绩角度考虑，更愿意建城市综合体，因此以城市综合体模式扩张，更容易拿到地，且成本低
更易吸引客流	兴建的购物中心更容易吸引客流，聚拢人气
易于回笼资金	配套的酒店、商业街及公寓建成后，公司可租可售，更容易回笼项目资金，此外，配套项目的租金及销售收入也能够缩短购物中心的培育期

资料来源：中投证券研究所

2.2 三、四线城市目前处在零售业发展的黄金时期

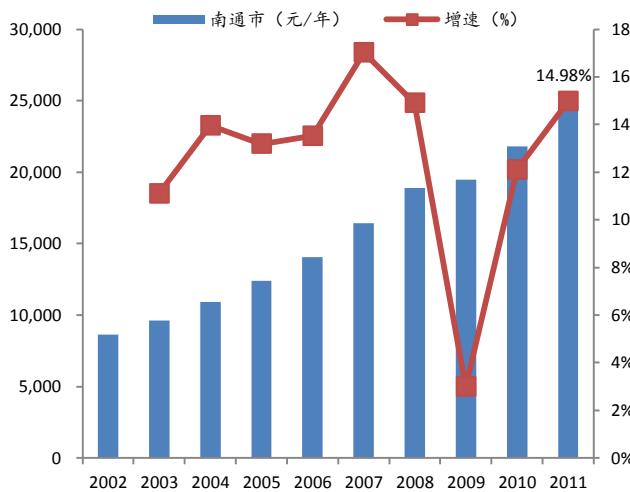
2.2.1 三四线城市的居民消费能力增长速度快，发展潜力大

随着中国经济的发展以及人民生活水平的提高，部分三四线城市居民的消费能力增长较快，不少城市居民的人均可支配收入增速要明显高于全国及所在省份的平均水平。

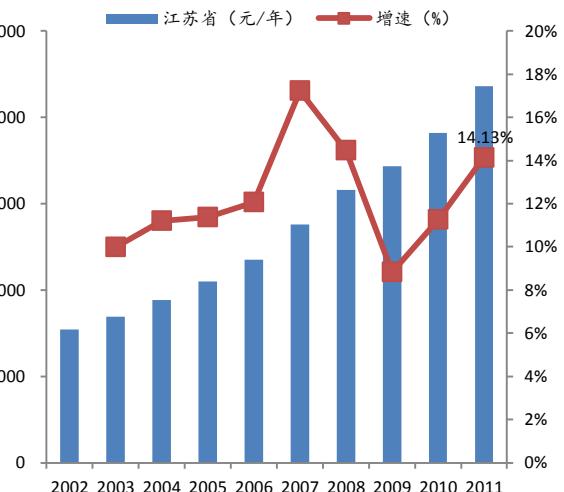
我们以公司主要经营区域江苏省南通市为例，可以看到南通市的人均可支配收入增速水平（过去 9 年复合增速 12.57%）要明显快于江苏省平均水平（过去 9 年复合增速 12.26%）。

这些三四线城市多数处于经济快速发展和城市不断扩容过程中，成长潜力巨大，为零售企业的发展创造了一个良好的环境。

图 8 南通市人均可支配收入复合增速 12.57% (02-11) 图 9 江苏省人均可支配收入复合增束 12.26% (02-11)



资料来源：国家统计局、中投证券研究所



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2.2.2 三四线城市的竞争没有那么激烈

目前，一二线城市的零售业经过多年发展，商圈已较为成熟，竞争十分激烈，而经济发达地区（如江苏）的三四线城市，区域市场容量和消费能力不逊于中、西部的一二线城市，发展潜力大，且目前市场竞争者少，易于取得领先地位。

以文峰为例，公司目前主要是在苏中、苏北的三四线城市进行布点，进入的海安、如东、如皋等地，当地的零售行业竞争较为缓和，竞争对手主要是当地的一些百货大楼，这些百货大楼体制较为僵硬，市场竞争力有限，公司更容易胜出。

表 4：公司在如东县的主要竞争对手

名称	地理位置	经营面积	业态
亚萍广场	位于掘港镇青园中路	约 12,000	百货
广隆商场	位于掘港镇人民路	约 5,000	综合超市
联华超市	位于掘港镇黄海路	约 1,000	超市
农工商超市	位于掘港镇江海东路	约 6,000	综合超市
苏宁电器	位于掘港镇青园南路	约 1,500	电器销售

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5：公司在如皋县的主要竞争对手

名称	地理位置	经营面积	业态
华都百货	位于中山路与海阳路路口	约 15,000	百货、电器销售
大润发卖场	位于海阳路与宁海路路口	约 20000	超市
农工商超市	位于中山路与步行街路口	约 4500	超市
五星电器	位于海阳路与中山路路口	约 2500	电器销售
苏宁电器	位于西欧广场北侧	约 2280	电器销售

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3 购物中心是大势所趋

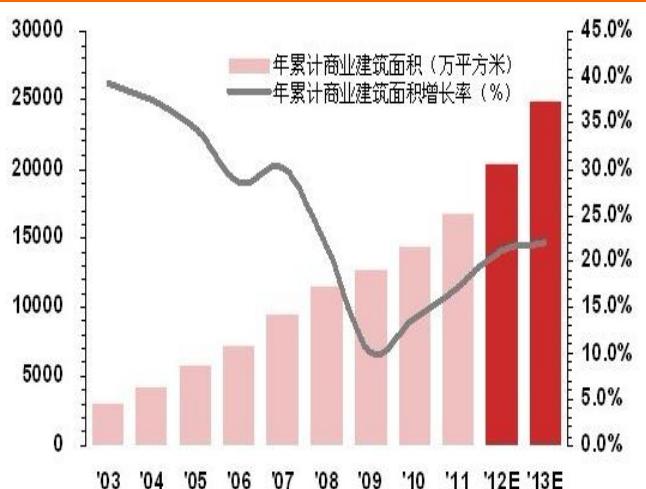
随着人们消费水平的提高，消费者对购物环境的要求越来越高，传统的百货商场已经越来越难以满足消费者对于追求舒适购物体验的需求。购物中心集购物、餐饮、休闲、娱乐为一体，可以满足消费者全方位一站式需求，是传统百货业未来的发展方向。

根据国外经验，购物中心已逐渐在零售业态中占据主导地位。如美国购物中心销售额占零售总额的比重在 40% 左右，日本这一比例也高达 26%，而我们目前这一比例还不到 12%。

百货向购物中心转型已是大势所趋，目前我国购物中心虽处于起始阶段，但发展速度十分迅速。截至 2011 年底，中国购物中心的累计商业建筑面积已经突破 16000 万平米，增长率 17%，根据中国购物中心产业资讯中心的统计，2012、2013 年购物中心的累计商业建筑面积将达到 20000 万平米和 24000 万平米，增长率有望超过 20%。

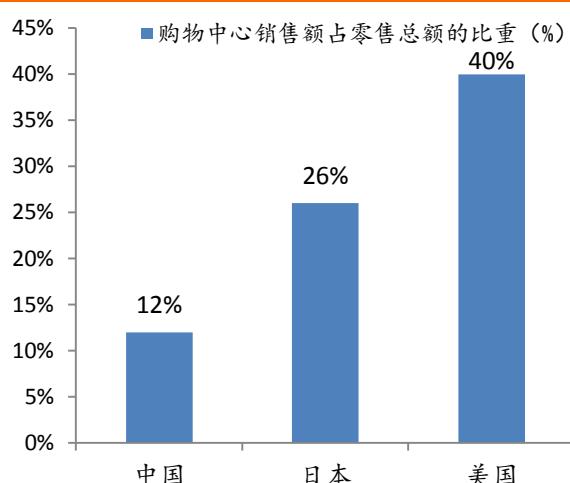
此外，从区域开发速度上看，一二线城市的购物中心开发量与市场需求之间已较为均衡，未来快速增长的区域将主要是三四线城市。

图 10 中国购物中心年累计商业建筑面积情况



资料来源：中国购物中心产业资讯中心

图 11 中国购物中心发展前景巨大



资料来源：中投证券研究所

2.4 公司竞争优势突出

2.4.1 “三位一体”，协同效应明显

公司目前的零售业态是以百货为主，超市（含综合超市及精品超市）及电器辅之。三种业态协同发展，一方面有利于将公司百货品牌优势向其他两种业态延伸；另一方面也可以满足顾客一站式消费需求，更容易吸引顾客，三种业态互相带动人气，降低了单一业态经营的风险；此外，通过统一前、中、后台的管理和服务，也起到了降低管理成本的作用。

公司的发展经验和经营效果显示，“三位一体”的协同效应明显。我们对比回分析了公司独立电器门店的坪效（1.8 万元/平米）以及购物中心店中店的坪效（2.1 万元/平米），发现店中店坪效要明显高于单体店。

“三位一体”，构筑了购物中心的核心功能，也为公司快速拓展其它大型综合性购物中心项目奠定了坚实基础。

表 6：文峰电器业态的店中店坪效要明显好于单体店坪效

	2010 年营业收入 (万元)	经营面积 (平米)	坪效 (万元/平米)
电器店中店	115,487.67	54,899	2.10
单体电器店	44,117.36	24,192	1.82

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.4.2 先发优势明显，体现在物业成本低、门店位置优、区域垄断力强

公司作为区域内较早从事连锁零售经营的企业，具有明显的先发优势：

1、物业成本低

一方面，公司的租赁物业门店大部分开店时间早，签订了长期租约，租金较目前市场水平低；另一方面，自有物业门店建成时间早，部分系购入物业后改扩建而成，公司取得土地或物业的成本及建筑成本均较低。

公司以较低成本形成的门店网络，有利于保持自身盈利能力的长期稳定。

2、门店位置优越

优越的门店位置是零售业经营成功的重要因素，公司主要门店大多位于所在地区的的主要商圈，地段优势突出。

如公司的南大街店地处南通市区最繁华的南大街商圈，此外，公司在南通其他各县市的门店，如大世界如东店（青园路商圈）、大世界如皋店（中山路商圈）、大世界启东店（启东市主商圈）等也均地处当地的商业中心位置。

3、区域垄断力强

公司作为区域领先的零售企业，在多年经营中，始终重视品牌建设以及保持良好的供应商关系，公司品牌在当地具有较高的影响力和知名度，多数门店的销售额占当地限额以上零售企业销售收入的比例在30%左右，领先优势明显。

表7：公司门店在当地的市场占有率高（2006）

门店	门店销售收入（万元）	限额以上零售企业销售收入（万元）	市场占有率（%）
如东县	18,759.05	69,564.20	26.98%
如皋市	20,028.18	81,142.10	24.68%
启东市	23,945.49	71,510.20	33.49%
海安县	15,734.59	52,175.40	30.16%
南通全市	289,437.80	965,179.90	29.98%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.4.3 大股东大力支持，助力公司外延扩张

现在很多三四线城市，政府在供给土地时，更愿意建成城市综合体项目，即除了商业以外还需要一些高档的酒店、写字楼等项目，而这些正是公司大股东文峰集团所擅长的。此外，大股东手上还有很多项目资源，凭借双方的优势互补，可以获得当地政府更多的政策支持，低价拿到土地资源。

另外，大股东手上一些开发的比较成熟，甚至利润丰厚的项目，也会以成本甚至低价的方式转让给上市公司。如南通二店这个项目，起初是因为项目体量比较大，有一定风险，因此大股东就先把项目拿下来，经过开发建设，发现它的风险完全可控，且利润丰厚，因此大股东又分两次将100%股权（各50%每次）以成本价转让给上市公司，将对公司13、14年业绩产生积极影响。

2.4.4 自有物业占比高，能够抵御租金上涨风险+提供较强的股价安全边际

零售公司面临的一个重要风险是租赁物业的租金上涨以及到期后不能续租的风险。截至2011年底，公司经营面积39.78万平米，其中自有物业28.54万平米，占比71.74%。2012年以后，随着公司多个自有物业（如南通二店、启东一期、启东二期等）的陆续开业，自有物业的占比将进一步提升至80%以上。

①较高的自有物业占比，有效降低了公司所可能面临的租金上涨风险，为公司的持续经营提供了坚实基础。

②较高的自有物业占比，也为公司股价提供了较强的安全边际。目前公司自有物业的资产重估值为 21.84 元，距离当前股价有 52% 的安全垫。

表 8：公司资产重估值为 21.84 元

业态	门店	股权比例 (%)	面积 (万平米)	重估价 (万元/平米)	重估值 (亿元)
财物中心	南大街店	100%	5.41	3.00	16.23
	如皋店	100%	5.34	1.50	8.01
	如东店	100%	3.68	1.50	5.52
	启东店	100%	1.37	1.50	2.055
	沪东店	100%	2.89	3.00	8.67
	海安店	100%	3.13	2.00	6.26
	通州店	100%	2.91	2.00	5.82
	靖江店	100%	3.12	1.50	4.68
	连云港店	100%	2.20	1.80	3.96
	南通二店 (城市综合体)	100%	19.00	2.30	43.7
超市	长江镇店	100%	3.50	1.50	5.25
超市	千家惠吉星店	100%	0.69	2.30	1.59
合计			53.24		111.74
扣除：净负债 (亿元)					4.10
资产重估值 (亿元)					107.64
总股本 (亿股)					4.93
重估价 (元/股)					21.84

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、公司业务分析

公司收入主要来自三个方面：零售业务收入、其他业务收入以及营业外收入。零售业务收入指公司的购物中心、单体超市以及单体电器的销售收入，其中购物中心是最主要的收入来源。

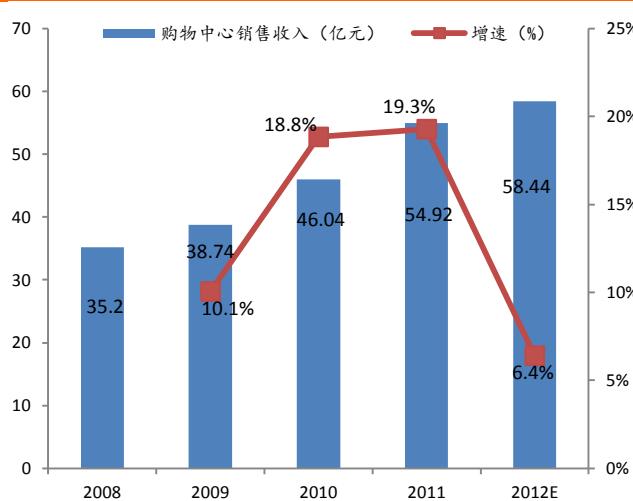
3.1 购物中心：公司零售主业的主要收入来源

截至 2011 年底，公司共有大小购物中心 11 个，销售收入 54.92 亿元（为相应购物中心内的百货、超市、电器销售收入之和），占公司主营业务收入的比例高达 87.6%。

公司的购物中心几乎全部处在所在城市的核心商圈，辐射力强，许多购物中心都已成为当地的标志性建筑。

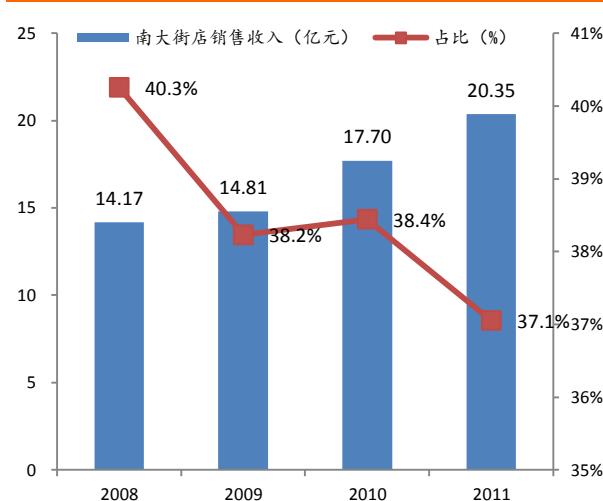
在公司的各购物中心中，主力门店为南大街店，2011 年该门店的销售收入为 20.35 亿元，占公司整个购物中心销售收入的比例为 37.06%。

图 12 公司购物中心的销售收入及增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所
 表 9：公司已开业的 11 个购物中心简介

图 13 主力门店南大街店的销售收入及占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

购物中心	开业时间	面积(平米)	物业性质	位置	营业收入（亿元）		
					2009	2010	2011
南大街店	1996.1	54117	自有	南通市中心	14.81	17.70	20.35
如皋店	1997.12	53434	自有	南通如皋市	2.82	3.60	5.06
海门店	1998.9	15554	租赁	南通海门市	3.06	3.44	3.86
如东店	1999.9	29438	自有	南通如东县	2.96	3.71	4.29
启东店	1999.12	13733	自有	南通启东市	2.87	3.04	3.60
海安店	2000.9	31300	自有	南通海安县	1.69	1.78	2.07
千家惠泰州店	2002.9	27543	租赁	泰州市	2.43	2.66	2.70
沪东店	2003.9	28891	自有	上海浦东	5.77	6.19	7.65
通州店	2007.2	29063	自有	南通通州	2.16	2.75	3.29
靖江店	2009.11	31229	自有	泰州靖江市	0.15	1.19	1.62
宝应店	2011.6	16000	租赁	扬州市宝应县	-	-	0.42

资料来源：公司公告、中投证券研究所

主力门店 -- 南大街店情况简介

南大街店 1996 年开业，经营面积 47,917 平方米，坐落于南通市最繁华的南大街商圈中央位置，是公司的旗舰店。建成以来，一直是南大街商圈物业体量领先和销售规模最大的门店，2011 年该店营业收入 20.35 亿元，占公司总营业收入的 1/3。

自 2012 年 3 月份起，南大街店开始进行不停业的装修与扩建，8 月底内部装修已完工并全面营业。装修后南大街店的购物环境得到极大改善，商城档次显著提升，目前正在举行的东扩工程将扩大经营面积 1 万平方米（预计年底完工，届时营业面积将达到 57919 平米），还强化娱乐功能，引进了影院、餐饮等配套设施。

同时南大街店还对商品品牌、门类进行重新洗牌，以四大一线美妆护肤品牌：雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、欧舒丹为标志，一大批一线品牌入驻店堂，为做大规模、强化特色提供了支撑。

尽管在装修改造过程中，南大街店的销售额出现了一定幅度的下滑（从调研的情况看，5-6月份的装修期间，南大街店的销售额出现了30%左右的下滑。从7月份开始下滑已经明显减少，9月份已经出现个位数的正增长）。

我们认为：随着装修改造的完成，南大街店在南通市的领导地位将进一步加强，公司2013年的收入与业绩也将出现明显提升。

表10：南大街店在当地几乎没有竞争对手

名称	地理位置	经营面积(平方米)	定位	2011年销售额(亿元)
南大街店	南大街商圈	47,917	中高档	20.35
南通市八佰伴商场	南大街商圈	约50000	中高档	6.5
金鹰国际	南大街商圈	约6000	高档	3.8
亚萍国际	南大街商圈	约30000	低档	1.1
侨鸿国际	南大街商圈	约28000	高档	2.4

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 超市：三种发展模式，增长较为缓慢

公司的超市业务包含三种模式：一种是**店中店模式**，该类超市存在于公司的11个购物中心中；一种**单体超市模式**，目前公司有4个单体超市门店（分别为麦客隆店、千家惠吉星店、盐城射阳店、泰州千家惠姜堰店）；还有一种是**加盟模式**，即以“文峰超市”为品牌开展社区超市和便利店加盟，截至2011年底，公司共有加盟店800多家（加盟收入体现在其他业务收入中）。

公司超市收入增长较为缓慢，2009年以来，公司超市业务的复合增速为3.99%，其中单体超市由于有新门店开业，因此复合增速稍快（6.20%）。

公司超市业务增长缓慢的原因：公司经营所在地新竞争对手的进入，使得综合超市的市场竞争更为激烈，而现有购物中心门店中的超市属于精品超市，其增长受到经营面积小的限制，因此增长较为缓慢。

表11：公司超市业务情况简介

名称	开业时间	面积(平米)	物业性质	位置	营业收入(万元)			
					2009	2010	2011	CAGR(%)
麦客隆店	2000.4	5300	租赁	南通市区	9951	9514	9276	-3.45%
千家惠吉星店	2000.12	6850	自有	南通市区	7509	9132	8941	9.12%
盐城射阳店	2011.11	9740	租赁	盐城市射阳县	-	-	1476	-
千家惠姜堰店	2012.8	16000	租赁	泰州市姜堰县	-	-	-	-
单体超市(合计)	-	-	-	-	17460	18646	19693	6.20%
店中店(合计)	-	-	-	各购物中心内	55759	60021	59479	3.28%
超市业务	-	-	-	-	73219	78667	79173	3.99%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.3 电器：二种模式，三个规律

公司的电器业务包含两种模式：一种是**店中店模式**，即位于公司的 11 个购物中心中；另一种以单体门店的形式存在。目前公司共有 21 家电器销售门店，其中 11 家位于相应购物中心内，另外 10 家以单体店形式存在。

公司电器业务有以下三个规律：

一、“店中店”模式贡献了电器业务的大部分收入。2011 年，公司电器业务收入 17.62 亿元，其中以“店中店”模式存在的电器门店贡献了 12.24 亿元（占比 69.47%）；

二、单体店的收入增速较快。09-11 年，公司电器销售收入的复合增长率为 12.30%；其中，单体店主营业务收入的复合增长率为 22.86%，“店中店”电器销售主营业务收入的复合增长率为 9.0%；

三、新设门店成为公司电器业务的主要收入增长来源及竞争手段。

表 12：公司电器业务情况简介

名称	开业时间	面积(平米)	物业性质	位置	营业收入(万元)			
					2009	2010	2011	CAGR(%)
阜宁店	2003.1	1370	租赁	盐城阜宁	1580	1967	2486	25.44%
吕四店	2003.7	2875	租赁	南通启东	1843	2165	1950	2.86%
姜堰店	2003.9	1520	租赁	泰州姜堰	1646	2202	2495	23.10%
工农路店	2006.3	1700	租赁	南通市	2103	2489	2165	1.45%
启东二店	2006.10	2349	租赁	南通启东	1747	1655	2403	17.27%
建湖店	2006.12	2560	租赁	盐城建湖	2129	2228	2943	17.57%
人民路店	2008.12	7350	租赁	南通市	20879	25659	29097	18.05%
高港店	2009.6	1600	租赁	泰州高港	761	1800	1821	54.68%
连云港店	2009.6	2868	租赁	连云港市	2940	3952	3121	3.03%
如皋海阳店	2010.12	14299	租赁	南通如皋			5300	
单体电器(合计)	-	-	-	-	35629	44117	53781	22.86%
店中店(合计)	-	-	-	各购物中心内	103015	115488	122381	9.00%
电器业务	-	-	-	-	139694	159605	176161	12.30%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

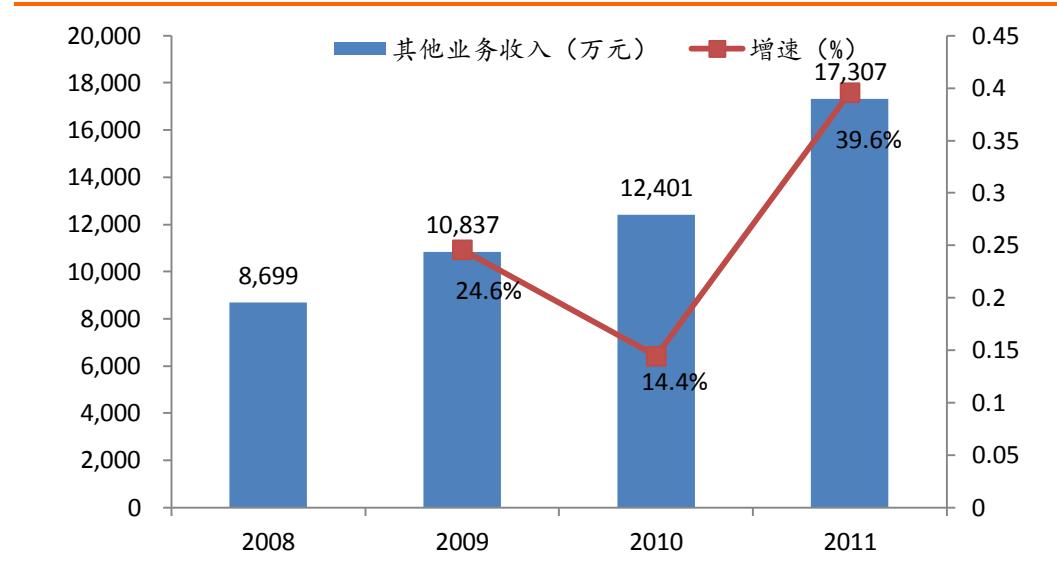
3.4 其它业务收入：包括管理费收入、租赁收入、加盟费收入等

其他业务收入包括管理费收入、租赁收入、加盟费收入等。管理费收入主要是指向供应商收取的促销服务和其他费用；租赁收入主要是指将门店的部分面积转租给其他经营者取得的收入；加盟费收入主要指向“文峰超市”系列加盟店收取的加盟费。

2008 年以来，公司其他业务收入持续增长，2009、2010 和 2011 年分别比上一年增长 24.58%、14.42% 和 39.57%，主要原因是公司在销售规模扩大的同时，供应

商谈判能力加强，且随着促销宣传力度加大，公司向供应商收取的促销宣传费、管理费等各项费用也在增加。

图 14: 公司其他业务收入及增速情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.5 营业外收入：主要指城市综合体配套地产业务的处置利得，对业绩影响较大

该业务主要指公司的房地产业务处置利得，此外还包括政府补助、违约金收入以及拆迁补偿收入等。

由于公司在向三四线城市扩张过程中，有部分项目是采用城市综合体扩张模式（即包含“购物中心+商业街+酒店+公寓”），其中的商业街、酒店、公寓等地产项目的处置利得将计入营业外收入中。随着公司外延扩张的不断推进，地产业务将持续贡献业绩。

目前公司包含地产业务的城市综合体项目主要有四个：海安购物中心项目、南通二店项目、长江镇店项目以及大丰店项目。其中南通二店配套地产项目的收益十分可观，保守预计配套地产项目的利润有4-5亿元（预计13年开始结算），公司目前100%享受该部分收益，将对公司2013年的业绩产生积极影响。

表 13: 公司的房地产业务处置利得预测（2012E-2015E）

项目	股权比例	2012E	2013E	2014E	2015E
海安购物中心项目	100%	-	1500		
南通二店项目	100%	-	25000	20000	
长江镇店项目	100%	-	1000	1500	
大丰店项目	100%	-			10000
合计	-	0	27500	21500	10000

资料来源：中投证券研究所

四、外延扩张空间广阔，13年业绩拐点明确

市场目前较为担心公司的外延扩张空间(即认为公司只能局限在南通及其周边地区)，认为公司未来的成长性不足。

我们的观点是：苏、沪、浙都将是公司未来外延扩张的可能区域，目前公司在谈的项目有十几个，即使按每年3-5个新项目的开店速度看，未来4-6年都看不到外延扩张的天花板，如果我们考虑公司主要扩张区域江苏省，则符合公司外延扩张的三四线城市也至少有20个，市场对公司未来的成长性完全不必担忧。

4.1 外延扩张空间广阔，到2015年经营面积将翻倍

4.1.1 外延扩张空间其实非常广阔

以公司主要扩张区域江苏省为例，江苏目前共有地级市13个，县级市27个，县25个，我们扣除公司已经进入的16个县市（如南通、靖江、海门、连云港等城市），再剔除不符合公司进入条件的县市（主要指当地经济发达，零售业竞争已较为激烈南京、无锡、苏州等地），则未来符合公司外延扩张的县市还至少有20个，可以满足公司未来5-8年的扩张需求。

如果再考虑不断涌现的新城区以及副商圈，则公司外延扩张的空间更大。

表14：江苏适宜公司进入的部分县市（21个）

城市	人口(万人)	人均GDP(万元)	社零额(亿元)	城镇居民平均工资(元)
江阴	120.88	19.32	2,060.04	53,357
宜兴	107.61	9.11	237.28	47,041
新沂	104.70	2.88	54.04	31,986
邳州	178.63	2.51	26.29	30,633
溧阳	78.73	6.40	41.39	41,555
金坛	55.15	6.62	26.83	39,274
常熟	106.72	16.03	2,138.71	47,917
张家港	90.79	20.49	2,906.46	50,041
昆山	72.36	33.61	895.54	46,749
吴江	80.18	14.87	976.19	49,281
太仓	47.04	18.44	452.14	51,045
东台	113.40	3.95	67.18	34,169
大丰	72.53	4.78	19.18	35,215
仪征	56.62	5.89	39.51	37,523
高邮	82.06	3.69	22.41	36,100
丹阳	81.29	8.92	106.19	40,761
扬中	28.01	10.71	42.64	41,602
句容	58.91	4.95	34.61	37,155
兴化	157.30	2.92	89.02	32,261
泰兴	120.21	4.05	43.84	36,339

城市	人口(万人)	人均GDP(万元)	社零额(亿元)	城镇居民平均工资(元)
姜堰	79.45	4.58	51.10	33,068

资料来源：国家统计局、中投证券研究所

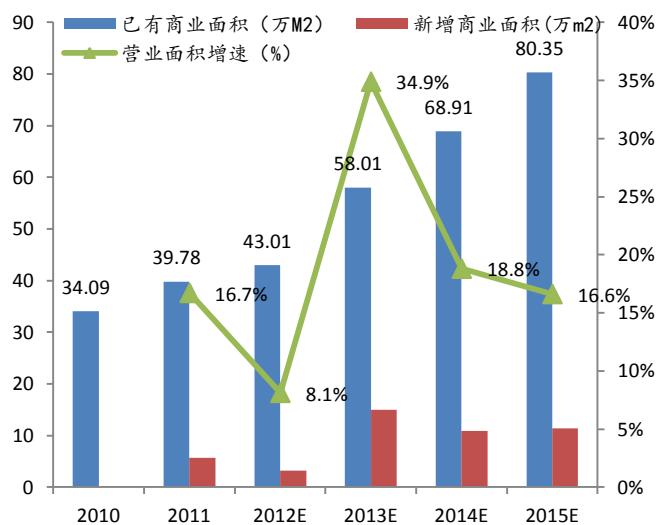
4.1.2 未来三年公司将进入快速扩张期

公司上市以来（2011年6月上市），募集资金的到位大大助推了公司的扩张速度。目前公司已经开业、正在实施或签约落实的项目有16个，总经营面积39.28万平米。

未来三年，公司还将有南通二店、启东店、长江镇店等多个购物中心开业，商业项目的经营面积将快速增加，预计2015年底投入运营的商业项目总营业面积将达到80万平米以上（相比2011年底的39.78万平米，增加了102%），其中自有物业65.3万平米（相比2011年底的28.54万平米，增加了129%）。

届时65.3万平米的自有物业（自有物业占比高达81.3%），将对提高公司的市场竞争力，以及企业的可持续发展注入长久动力。

图15 未来3年公司营业面积将快速增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表15：公司2010-2015年的新开门店情况

图16 公司自有门店占比逐年提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表15：公司2010-2015年的新开门店情况

时间	自有门店(万平米)		租赁门店(万平米)	
	预计开业门店	新增营业面积	预计开业门店	新增营业面积
2010	-	-	如皋海洋路店	1.43
2011	海安店	3.13	宝应店、千家惠射阳店	2.56
2012E	启东二店一期	1.63	千家惠姜堰店	1.60
2013E	启东二店二期、南通二店、 长江镇店、南大街店东扩	15.00	-	-
2014E	大丰	8.70	连云港	2.20
2015E	上海杨浦文文峰、海门新店	11.44	-	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 短期即将度过自身发展周期低谷，2013年业绩拐点明确

2012年，公司受①主力门店装修改造（南大街店，3月份开始装修，8月份装修完）、②电器销售下降等因素影响，预计全年业绩增速将较慢（表现在二季度是公司经营最困难的时刻）。

从2012年三季度开始，随着主力门店装修改造的完成，以及靖江店与宝应店的逐步止亏，公司商业业绩将逐渐度过自身发展周期的低谷，2013年业绩向上拐点明确。

2013年业绩向上拐点明确：

1、主力门店（南大街店）装修改造的完成

南大街店自2012年3月起开始装修与扩建，装修期间客流受影响较大，销售额出现了一定程度的下滑（5-6月份的装修期间，南大街店的销售额出现了30%左右的下滑），8月底，南大街店的装修已经基本完成，销售额自9月份开始，好转趋势已较为明显。预计东扩工程（新增营业面积10000平米）也将于年底结束。

装修与扩建完成后，南大街店在南通市的领导地位将进一步加强，同时低基数效应也将使得公司2013年的收入与业绩出现显著提升。

2、新店不断涌现，店龄结构年轻

2009年以来，公司外延扩张的步伐明显加快，新的购物中心不断涌现。截至2012年9月份，公司开业不到3年的门店经营面积占比达到55.53%（面积为23.88万平米），未来这一比例还将继续上升。

公司新开门店的培育期具有如下规律：

①对于在原来区域新建的购物中心，在开业之后基本上当年开业、当年盈利，例如如东、如皋、海安店等；

②对于新进区域（或新进入的城市），自建的购物中心，培育期一般1-2年；租赁的购物中心，培育期3年。

鉴于公司目前储备项目多、新开门店经营面积占比高，且新开门店（或扩建门店）在开业后培育期短，业绩增长速度快，因此我们预计公司2013年以后的业绩将步入快速增长期。

表16：公司2009年以来新开的门店

购物中心	开业时间	门店属性	培育期	营业面积(万平米)	店龄(年)
靖江店	2009.11	购物中心（自建）	2-3年	3.12	2.8
如东店	2009	购物中心（扩建）	1年	3.68	3
如皋店	2010.11	购物中心（扩建）	1年	5.34	2
宝应店	2011.6	购物中心（租赁）	2-3年	1.60	2
海安店	2011.12	购物中心（扩建）	1年	3.13	0.5
启东店一期	2012.4	购物中心（自建）	1年	3.00	0.5

购物中心	开业时间	门店属性	培育期	营业面积(万平米)	店龄(年)
千家惠射阳店	2011.11	超市(租赁)	2-3年	0.97	1
千家惠姜堰店	2012.8	超市(租赁)	2-3年	1.60	0
如皋海阳店	2010.12	电器(租赁)	1年	1.43	2
南通二店	2013	购物中心(自建)	1-2年	6.00	-
启东店二期	2013	购物中心(扩建)	1-2年	3.50	-
长江镇店	2013	购物中心(自建)	2-3年	3.50	-
连云港店	2014	购物中心(租赁)	2-3年	2.20	-
大丰店	2014	购物中心(自建)	2-3年	8.70	-
海门新店	2015	购物中心(扩建)	1年	8.00	-
上海杨浦文峰	2015	购物中心(自建)	2-3年	5.00	-
合计	-	-	-	60.78	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、13年配套地产项目结算较多，且未来可持续

公司在向三四线城市扩张过程中，有部分项目是采用城市综合体扩张模式（即包含“购物中心+商业街+酒店+公寓”），其中的商业街、酒店、公寓等配套地产项目利润丰厚，将显著厚增公司业绩。

目前公司包含地产项目的城市综合体主要有四个：分别为海安购物中心项目、南通二店项目、长江镇店项目以及大丰店项目，这些项目的配套地产业务利润丰厚，自2013年起将逐步进入结算高峰期。

如2013年，公司将结算的配套地产项目有海安购物中心（12年预计将无法结算，13年将结算1500万元）、南通二店（13年预计结算2.5亿元）、长江镇店（预计将结算1000万元）项目，总计将达到2.75亿元，对公司2013年业绩将产生积极影响（2012年公司将几乎没有配套地产项目结算）。

未来，随着公司外延扩张的不断推进，新的城市综合体将持续涌现，相应的配套地产业务将持续贡献业绩。

五、盈利预测及投资建议：目标价17.8元，强烈推荐

5.1 盈利预测：12-14年EPS分别为0.95元、1.31元和1.59元

主要假设：

一、零售主业

1、假设南通二店、长江镇店、启东店等新门店按进度开业，其中南通二店13年上半年开业，长江镇店13年5月开业，启东店二期13年下半年开业，大丰店14年下半年开业。预计购物中心业态的销售收入12-14年增速分别为6.41%、27.95%和27.47%。

2、假设公司超市业务（单体店）、电器业务（单体店）的内生增长稳定，单体超市业务12-14年增速分别为70.24%、31.01%和12.09%（12、13年收入的快速成长主要因新开门店千家惠射阳店、千家惠姜堰店所致）；单体电器业务12-14年增速分别为-15%、10.31%和9.75%；

3、主营业务毛利率呈现稳中趋升态势（①公司区域掌控力强，随着销售规模的扩大，对上游供应商议价能力日渐增强；②公司与上游供应商关系良好，不会恶意提高扣点率）。预计12-14年分别为15.50%、15.60%、15.70%；

4、期间费用率基本稳定（①一方面，公司自有物业占比高，拿地成本低，随着销售规模的扩大，费用率有下降趋势；②另一方面，未来3年公司新开门店较多，销售费用、管理费用的绝对额将有所增加）；

表17：公司销售费用率、管理费用率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售费用率	5.13%	4.91%	4.77%	4.90%	4.90%	4.90%
管理费用率	2.70%	2.91%	3.11%	3.40%	3.40%	3.40%

资料来源：中投证券研究所

二、配套地产项目：

1、如前面分析，12年公司将没有配套地产项目结算；13年公司预计将结算南通二店、长江镇店以及海安购物中心的配套地产项目；14年结算南通二店、长江镇店项目的剩余部分。

表18：公司的房地产业务处置利得预测（2012E-2015E）

项目	股权比例	2012E	2013E	2014E	2015E
海安购物中心项目	100%	-	1500		
南通二店项目	100%	-	25000	20000	
长江镇店项目	100%	-	1000	1500	
大丰店项目	100%	-			10000
合计	-	0	27500	21500	10000

资料来源：中投证券研究所

结论：

基于以上假设，我们得出公司2012-2014年营业收入分别为68.66亿元、86.77亿元、108.69亿元，同比分别增长6.6%、26.4%和25.3%。

预计2012-2014年EPS分别为0.95元、1.31元和1.59元，其中零售业务的EPS分别为0.82元、0.93元和1.15元，同比分别增长6.49%、13.41%和23.66%；对应的PE分别为15.09倍、10.95倍和9.02倍。

表19 重要财务指标预测值

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（亿元）	64.42	68.66	86.77	108.69
同比增速		6.58%	26.38%	25.26%
EPS（元）	0.88	0.95	1.31	1.59

YOY		7.95%	37.89%	21.37%
其中：零售业务	0.77	0.82	0.93	1.15
YOY		6.49%	13.41%	23.66%
动态 P/E	16.30	15.09	10.95	9.02

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.2 投资建议

文峰作为目前零售板块为数不多的，以向三、四线城市进行城市综合体（主要是购物中心）连锁扩张的上市公司，将显著受益于三、四线城市和缓的商业竞争环境，以及当地零售业快速发展的黄金时期，是不错的长期投资标的（公司在南通及其周边区域的影响力强大，同时项目储备丰富）。

2012 年受经济下滑、以及主力门店装修改造等因素影响，业绩预计将受到一定程度的影响，但 2013 年随着主力门店装修改造的完成，多个新项目的开业（12 - 15 年将新增商业面积近 40 万平米，相比 2011 年经营面积增加 102%），尤其是配套地产项目的结算（如南通二店、长江镇店等），公司业绩将逐渐度过自身发展周期的低谷，2013 年业绩向上拐点明确。

给予公司商业部分 20 倍 PE（12 年 EPS 0.82 元、13 年 EPS 0.93 元），地产部分 5 倍 PE（12 年 EPS 0 元、13 年 EPS 0.38 元），则公司目标价 17.8 元，考虑到公司良好的成长前景以及 13 年业绩拐点的确定性，给予公司“强烈推荐”评级！。

5.3 风险提示

- 1、商业地产项目的结算进度低于预期；
- 2、市场竞争加剧，使得新开门店培育期延长，以及成本大幅上升风险；

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3538	4488	5532	6844
现金	1620	1904	2392	3032
应收账款	19	22	27	33
其他应收款	421	683	861	1076
预付账款	444	680	860	1078
存货	368	398	490	622
其他流动资产	666	801	902	1002
非流动资产	1738	1720	1691	1655
长期投资	59	59	59	59
固定资产	1233	1221	1181	1128
无形资产	262	273	292	296
其他非流动资产	185	167	158	172
资产总计	5277	6208	7223	8499
流动负债	1963	2631	3218	3922
短期借款	8	5	5	6
应付账款	561	597	756	948
其他流动负债	1394	2029	2457	2968
非流动负债	2	3	-97	-147
长期借款	0	0	-100	-150
其他非流动负债	2	3	3	3
负债合计	1965	2634	3121	3775
少数股东权益	6	7	8	8
股本	493	493	493	493
资本公积	2054	2054	2054	2054
留存收益	759	1020	1547	2169
归属母公司股东权益	3305	3567	4094	4716
负债和股东权益	5277	6208	7223	8499

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	548	471	721	862
净利润	433	470	645	784
折旧摊销	93	88	90	91
财务费用	16	7	7	17
投资损失	-39	-65	-35	-35
营运资金变动	64	-17	3	3
其他经营现金流	-19	-12	11	3
投资活动现金流	-1541	30	-10	5
资本支出	533	0	0	0
长期投资	-295	0	0	0
其他投资现金流	-1302	30	-10	5
筹资活动现金流	1608	-217	-224	-227
短期借款	5	-3	1	1
长期借款	-200	0	-100	-50
普通股增加	110	0	0	0
资本公积增加	1971	0	0	0
其他筹资现金流	-278	-214	-124	-178
现金净增加额	616	284	487	641

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6442	6866	8677	10869
营业成本	5318	5663	7168	8985
营业税金及附加	80	82	130	163
营业费用	307	336	425	533
管理费用	200	233	295	370
财务费用	16	7	7	17
资产减值损失	4	3	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	39	65	35	35
营业利润	556	606	685	835
营业外收入	35	30	225	265
营业外支出	7	10	50	55
利润总额	584	626	860	1045
所得税	150	157	215	261
净利润	433	470	645	784
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	434	469	644	783
EBITDA	665	701	782	943
EPS (元)	0.88	0.95	1.31	1.59

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	14.3%	6.6%	26.4%	25.3%
营业利润	25.3%	9.1%	12.9%	22.0%
归属于母公司净利润	20.0%	8.1%	37.4%	21.6%
盈利能力				
毛利率	17.5%	17.5%	17.4%	17.3%
净利率	6.7%	6.8%	7.4%	7.2%
ROE	13.1%	13.1%	15.7%	16.6%
ROIC	25.3%	27.5%	31.5%	39.9%
偿债能力				
资产负债率	37.2%	42.4%	43.2%	44.4%
净负债比率	0.41%	0.18%	-3.04%	-3.82%
流动比率	1.80	1.71	1.72	1.75
速动比率	1.61	1.55	1.57	1.59
营运能力				
总资产周转率	1.55	1.20	1.29	1.38
应收账款周转率	332	319	336	341
应付账款周转率	9.92	9.78	10.59	10.54
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.95	1.31	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.96	1.46	1.75
每股净资产(最新摊薄)	6.71	7.24	8.31	9.57
估值比率				
P/E	16.15	14.94	10.88	8.94
P/B	2.12	1.96	1.71	1.48
EV/EBITDA	8	8	7	6

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

樊俊豪：连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士，通过CFA二级考试，1年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011年加盟中投证券。

重点覆盖公司：海宁皮城、海印股份、永辉超市、苏宁电器、小商品城、文峰股份、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机等。

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院MBA。

徐晓芳：百货零售行业分析师，中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007年加盟中投证券研究所，3年机构销售从业经验，1年行业研究经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434