



买入

24% ↑

目标价格: 人民币 16.55

601010.CH

价格: 人民币 13.37

目标价格基础: 分部加总估值

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15)	(0)	2	(31)
相对新华富时 A50 指数	(12)	(3)	6	(19)

发行股数(百万)	493
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	6,485
3个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
江苏文峰集团有限公司	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 10 月 26 日收市价为标准

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@bocichina.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

3 季度单季度家电业务同比增速基本持平, 地产业务 4 季度或将无法结算

3 季度单季度实现销售收入 14.55 亿元, 同比增长 2.07%; 1-9 月实现销售收入 47 亿元, 同比下降 1.36%。3 季度单季度实现息税前净利润为 7,190 万元, 同比增长 7.49%; 1-9 月为 3.31 亿元, 同比下降 10.51%。3 季度单季度扣非后归属于母公司股东净利润为 4,827 万元, 同比增长 3.24%; 1-9 月为 2.36 亿元, 同比下降 9.58%, 扣非后全面摊薄每股收益 0.478 元。

支撑评级的要点

- 家电业务 3 季度单季度同比增速基本持平, 其中南通市区增速为 3%, 外埠地区略有下降。家电业务营收增速逐季提高。
- 主力店南大街店中庭装修结束, 3 季度单季度营收同比基本持平。

评级面临的主要风险

- 商业地产结算进程与预期不符。

估值

- 我们小幅下调 2012 年零售业务的每股收益至 0.745 元、维持 2013-14 年零售业务每股收益 0.999 和 1.190 元, 考虑到今年地产业务结算的可能性很低, 我们调整 2012-14 年房地产每股收益至 0、0.493 和 0.331 元, 2012 年理财产品收入贡献每股收益为 0.1 元, 合计每股收益为 0.845、1.492 和 1.521 元, 维持 16.55 元/股的目标价格和买入评级。

投资摘要表

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	6,356	8,911	11,101
变动(%)	15	14	(1)	40	25
净利润(人民币 百万)	362	434	416	735	751
全面摊薄每股收益(人民币)	0.944	0.880	0.845	1.492	1.523
变动(%)	23.4	(6.8)	(4.0)	76.7	2.1
市场预期每股收益(人民币)			1.072	1.422	1.673
原先预测核心每股收益(人民币)	-	-	0.76		
调整幅度(%)	-	-	-2		
核心每股收益(人民币)	0.844	0.783	0.745	0.999	1.190
变动(%)	16.7	(7.2)	(4.8)	34.1	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	14.2	15.2	15.8	9.0	8.8
核心市盈率(倍)	15.8	17.1	17.9	13.4	11.2
每股现金流量(人民币)	2.16	(1.38)	3.53	2.61	2.17
价格/每股现金流量(倍)	6.2	(9.7)	3.8	5.1	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.6	7.9	7.4	5.4	4.9
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.456
股息率(%)	5.5	3.1	3.9	3.9	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

3 季度单季度主力店装修产生的负面影响减弱，家电业务下降幅度收窄

今年 7 月 31 日主力店南大街店中庭装修全面结束，之后将对楼面进行逐层东扩改造。对该店经营产生很大影响的中庭改造结束后，7、8 月该店营收同比下降幅度收窄，9 月份营收出现个位数增长，表明装修对该店产生的负面影响在逐月减弱。3 季度单季度该店营收同比基本持平。

我们预计整体装修将在今年年底结束，装修扩建后的新店将全面提档升级，为该店保持稳健的内生增长提供了良好的动力。

亏损门店宝应店和靖江店 3 季度单季度亏损分别约为 600-800 万元和 500 万元。

占公司主业营收及利润比例较高的家电业务 3 季度单季度营收同比基本持平（其中南通市区 3 季度同比增速为 3%，外埠地区略有下降），而 1、2 季度营收同比下降 40% 和 30%，表明家电业务营收同比增速正逐季好转。

3 季度单季度超业务同比增速约为 5%。

由于去年年底开业的海安新店，今年部分出售的商铺未达结算标准。因此我们预计公司的地产业务将无法在今年 4 季度进行结算。

毛利率及费用率均小幅下降

3 季度单季度公司综合毛利率同比下降 1.28 个百分点至 16.47%，我们认为主要原因在于打折、促销力度活动力度加大。前 3 季度综合毛利率基本持平。

3 季度单季度公司管理和销售费用合计同比下降 14.89%，期间费用率同比下降 1.98 个百分点至 9.95%，其中管理费用同比下降 21.6%，管理费用率同比下降 1.09 个百分点至 3.6%，销售费用同比下降 10.5%，销售费用率同比下降 0.89 个百分点至 6.35%。我们认为期间费用及费用率均同比下降的原因是去年同期南大街一次性装修费用计提使得该季度费用基数较高。1-9 月管理及销售费用合计同比上升 4.1%，管理及销售费用率合计上升 0.46 个百分点。

3 季度单季度财务费用同比上升 34.38%，主要原因是存款利息收入同比减少，结算手续费同比增加。

4 季度公司将新增启东东车站超市。明后年公司将新增南通二店、大世界大丰店、大世界启东新店二期、大世界长江镇店、大世界海门店，总建筑面积达 26 万平米，将面临较大的费用压力。

小幅下调盈利预测维持买入评级

我们小幅下调 2012 年零售业务的每股收益至 0.745 元、维持 2013-14 年零售业务每股收益 0.999 和 1.190 元，考虑到今年地产业务结算的可能性很低，我们调整 2012-14 年房地产每股收益至 0、0.493 和 0.331 元，2012 年理财产品收入贡献每股收益为 0.1 元，合计每股收益为 0.845、1.492 和 1.521 元，维持 16.55 元/股的目标价格和**买入**评级。

图表 1.公司 2012 年 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年 3 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度	同比变化 (%)	环比变化 (%)
销售收入	1,425	1,337	1,455	2.07	8.75
-营业税及附加	(16)	(16)	(23)	45.19	43.08
净销售收入	1,409	1,321	1,432	1.59	8.34
销售成本	(1,172)	(1,099)	(1,215)	3.66	10.53
管理费用	(67)	(49)	(52)	(21.6)	6.07
销售费用	(103)	(76)	(92)	(10.54)	21.93
息税前利润	67	97	72	7.06	(25.97)
非经常性项目	22.24	26.7	7.5	(66.28)	(71.91)
投资收益	0	0.22	(2.29)		
净财务费用	(2)	(2)	(3)	34.42	48.49
利润总额	87	122	74	(15.05)	(39.35)
所得税	(24)	(31)	(21)	(13.62)	(32.48)
少数股东损益	0	0	0	(675.21)	63.05
归属母公司股东净利润	63	91.53	53.67	(14.83)	(41.36)
扣除非经常性损益的净利润	47	72	48	2.93	(32.52)
扣非后每股收益(元)	0.095	0.145	0.098	2.93	(32.52)
盈利能力 (%)					
综合毛利率	17.75	17.82	16.47		
经营利润率	4.71	7.26	4.94		
税前利润率	6.11	9.12	5.08		
扣非后净利率	3.29	5.35	3.32		

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

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	6,356	8,911	11,101
销售成本	(4,679)	(5,318)	(5,213)	(7,403)	(9,234)
经营费用	(383)	(494)	(533)	(694)	(893)
息税折旧前利润	574	631	610	814	974
折旧及摊销	(118)	(94)	(119)	(151)	(179)
经营利润 (息税前利润)	456	537	491	663	795
净利息收入/(费用)	(18)	(16)	5	2	(3)
其他收益/(损失)	52	63	66	328	221
税前利润	490	584	562	993	1,012
所得税	(127)	(150)	(146)	(258)	(263)
少数股东权益	(1)	0	1	1	1
净利润	362	434	416	735	751
核心净利润	323	386	367	492	588
每股收益(人民币)	0.944	0.880	0.845	1.492	1.523
核心每股收益(人民币)	0.844	0.783	0.745	0.999	1.190
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.456
收入增长(%)	15	14	(1)	40	25
息税前利润增长(%)	19	18	(9)	35	20
息税折旧前利润增长(%)	33	10	(3)	34	20
每股收益增长(%)	23	(7)	(4)	77	2
核心每股收益增长(%)	17	(7)	(5)	34	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	562	993	1,012
折旧与摊销	118	94	119	151	179
净利息费用	18	16	(5)	(2)	3
运营资本变动	385	(1,086)	1,253	643	302
税金	(127)	(150)	(146)	(258)	(263)
其他经营现金流	(57)	(64)	(43)	(241)	(166)
经营活动产生的现金流	826	(606)	1,739	1,287	1,068
购买固定资产净值	(231)	(271)	(556)	(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)	(556)	(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)	(494)	(337)	(1,238)
融资活动产生的现金流	(178)	1,536	(701)	(594)	(1,493)
现金变动	452	666	482	127	(426)
期初现金	503	955	1,620	2,103	2,230
公司自由现金流	638	(855)	1,211	754	1,102
权益自由现金流	812	(1,082)	1,188	723	1,063

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	2,103	2,230	1,804
应收帐款	98	463	182	243	384
库存	307	368	351	485	604
其他流动资产	190	1,087	193	278	414
流动资产总计	1,550	3,538	2,828	3,237	3,207
固定资产	1,183	1,333	1,991	2,415	3,328
无形资产	272	262	450	634	822
其他长期资产	42	144	151	192	269
长期资产总计	1,496	1,738	2,592	3,242	4,420
总资产	3,046	5,277	5,420	6,478	7,626
应付帐款	1,533	1,709	1,832	2,646	3,273
短期债务	3	8	8	8	8
其他流动负债	184	246	183	293	365
流动负债总计	1,721	1,963	2,023	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	2,896	3,031	3,481
股东权益	1,115	3,305	3,389	3,524	3,974
少数股东权益	7	6	5	5	4
总负债及权益	3,046	5,277	5,420	6,478	7,626
每股帐面价值(人民币)	2.91	6.71	6.88	7.15	8.06
每股有形资产(人民币)	2.20	6.18	5.96	5.86	6.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.96)	(3.27)	(4.25)	(4.50)	(3.64)

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	9.6	9.1	8.8
息税前利润率	8.1	8.3	7.7	7.4	7.2
税前利润率	8.7	9.1	8.8	11.1	9.1
净利率	6.4	6.7	6.5	8.3	6.8
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.8	1.4	1.1	0.9
利息覆盖率	17.7	16.5	21.9	21.1	20.4
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	1.2	0.9	0.7
估值(倍)					
市盈率	14.2	15.2	15.8	9.0	8.8
核心业务市盈率	15.8	17.1	17.9	13.4	11.2
目标价对应核心业务市盈率	19.6	21.1	22.2	16.6	13.9
市净率	4.6	2.0	1.9	1.9	1.7
价格/现金流	6.2	(9.7)	3.8	5.1	6.2
企业价值/息税折旧前利润	7.6	7.9	7.4	5.4	4.9
周转率					
存货周转天数	24.0	25.2	24.6	23.9	23.9
应收帐款周转天数	6.3	26.2	10.4	10.0	12.6
应付帐款周转天数	99.3	96.8	105.2	108.4	107.6
回报率					
股息支付率(%)	77.3	47.7	61.6	34.8	30.0
净资产收益率(%)	32.4	13.1	12.3	20.9	18.9
资产收益率(%)	11.1	7.6	6.7	7.6	7.7
已运用资本收益率(%)	34.9	16.7	15.2	19.7	20.8

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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