



拐点预期渐近 模式壁垒构筑估值弹性

——文峰股份（601010）调研快报

2012年11月9日

推荐/维持

文峰股份

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 南通两大主力店新老交替共筑拐点起航。

主力店的装修改造、占比2成的家电业务行业性下滑(家电前三季度下降17.8%)、外延步伐相对低点(百货前三季度增长6.8%)与储备项目滚动开发的相关开支并行,共同铸就了公司今年的业绩低点。作为城镇化浪潮下三四线购物中心的典范,公司无论是从商业模式、外延空间还是依托于区域垄断的内生挖掘而言均具备全面起航的潜质。首先就存量来看,公司目前南大街商圈的文峰大世界主力店收入占比37.06%,其对于明年公司整体收入反转的推力意义重大;就增量而言,33万大体量、全业态组合的城市综合体——南通文峰城市广场无疑是公司在南通次级商圈、精品高端百货及大型综合体运营三大节点全新突围的重要载体。

· 南大街主力店: 内外兼修循序渐进

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%;今年前三季度百货部分累计下降7000万(不含税),含税收入14亿,目前纯百货部分的毛利率为15%。改造于8月完成,从9月份至目前做的促销活动效果来看,客单价有所提升至600元以上,但客流量的起色还较为滞后,但电器部分已经于三季度停止下降。预计今年整体与去年持平,明年力争在双位数的同店水平。

具体来看,首先外部增量方面,南大街十字街改造将结束并形成1000-2000的地下停车位投入使用增量,从而优化了主力商圈的外部吸引力;而从扩建增量来看,店面的整体改造完成将持续到明年,即今年完成扩建明年分层装修调整两步走(以不影响旺季为前提)。根据我们实地调研的情况:目前一楼、二楼东扩的部分均已经使用、三楼还没有完全使用;相应的品牌及品类均做了一定调整扩充,一层化妆品新增雅诗兰黛、欧舒丹、倩碧等入驻;黄金珠宝品类面积扩大、相应压缩食品品类;高端精品男女品牌目前安排在5层,明年将会调整到3层,进一步优化客流上溯通道。

· 南通二店(文峰城市广场): 新兴商圈全新起航

该项目的战略意义大于盈利意义,一线、省会城市的商圈多点化、外部化正向三四线地级市梯度转移,南通作为公司的大本营,占据南大街之外的制高点至关重要。该项目总面积33万平米,包括10万平米的商业双子楼、5幢高端住宅楼、39层甲级写字楼、23层高档酒店、项目总投资20多亿,其中的沉淀资金为12-13亿。商业部分分为3.2万平米的精品高端百货和4万平米的功能性配套主导两大部分,地下除停车场外的大卖场计划自主经营:前者填补南通空白的国际一线品牌,后者中的2万是售后返租的包租形式,1-2层均价在4.3万,目前已经卖出60-70%,预收款为三分之一即2-3个亿。百货部分明年年底开业,培育期3年,主要的成本为每年2000万-3000万的折旧摊销费用,预计3个亿是盈亏平衡点。住宅部分的预售单价为1.6万,比周边上海湾的均价及定位都要高,单位成本在8000元左右。明年年底除4万平米的酒店外均能交付。由此形成的2-3亿利润规模房地产结算将是明年业绩最大的弹性来源。

从竞争格局看，附件的圆融广场无疑是最大的竞争对手，其主力百货是金鹰，定位预计也会以中高端主导；但文峰城市广场相对于其的优势一方面在于主体部分比前者提早2年左右开业；另一方面是基于文峰品牌区城内垄断而衍生的招商、人流等一系列优势。在奢侈品本身三四线下沉强烈诉求的背景下，两者的招商定位无疑是目前最值得关注的，公司已经与众多国际一线品牌接触，引入不是问题，但同时公司还将权衡坪效、成本的组合，以达到制高点和效益的双赢。

表 2：文峰广场与圆融广场对比

文峰广场		圆融广场
面积、总投资	建筑面积 33 万平方米，投资 20 亿元	建筑面积 34.4 万平方米，预计投资 25 亿元
商业	3.2 万平米的精品高端百货和 4 万平米的功能性配套商业	金鹰百货、BHG(精品超市)、顺电
酒店	23 层高档酒店(委托经营)	瑞贝庭酒店(suisseplace): 1.7 万
办公	39 层甲级写字楼	4.7 万平米甲级写字楼
住宅	5 幢高端住宅楼	国际公寓总建筑面积 3 万平米；臻品公馆：四幢高层建筑
入驻品牌	—	COSTA、星巴克、俏江南、必胜客、哈根达斯等
配套车位	1288 个	地下 1400 个

资料来源：东興证券

2. 区域红利下的三四线购物中心渗透典范。

虽然公司的跨越异地复制能力一直是市场关注的焦点也是公司可持续增长的关键所在，但南通本地区位红利所带来的内生挖掘潜力和纵向下沉空间也值得关注。南通是江苏唯一拥有“黄金水道”和“黄金海岸”的城市，近两年南通的发展速度都位于全省前列，目前的产业结构仍以家纺、港口经济等为主，未来随着轨道交通的搭建将成为上海产业转移的储备地，同时城镇化大潮下如东、启东、海门等未来的空间也都较大。**南通本地的门店目前依然能够实现一个营业年度内盈利**。从近年的募投项目和未来的储备项目来看，无不体现了公司南通纵向挖掘、异地横向探索的潜力和能力。

·首先就募投的四个县级市项目而言：09年10月开业的如东店目前的年均收入增速维持在20%以上的高位；10年开业的如皋文峰大世界11年的增幅为65%，今年预计也有双位数的增长；11年底开业的海安店培育期不到一年，预计今年3个亿的利润规模；启东店扩建预计明年年底完成。而中其中的海安、如皋两家门店奠定了公司未来三四线综合体运营模式的标杆。

·其次明年计划开业的门店包括：启东店、启东二期、长江镇、南通二店、宿迁和连云港至少一个，大部分在下半年。预计长江镇店及启东改造店当年盈利。其中启东二店以超市、电器为主，少量商铺出售；长江镇店已经封顶，明年三季度开业，定位业态领先的综合体，其中大约1.5万平米用于出售、出租。**公司的储备项目仍有15-20个，以每年3-5个项目自建落地的节奏推进，不排除租赁**。南通范围内，大丰店基于拆迁难度较大将推迟交地；海门项目也将有所拓展；

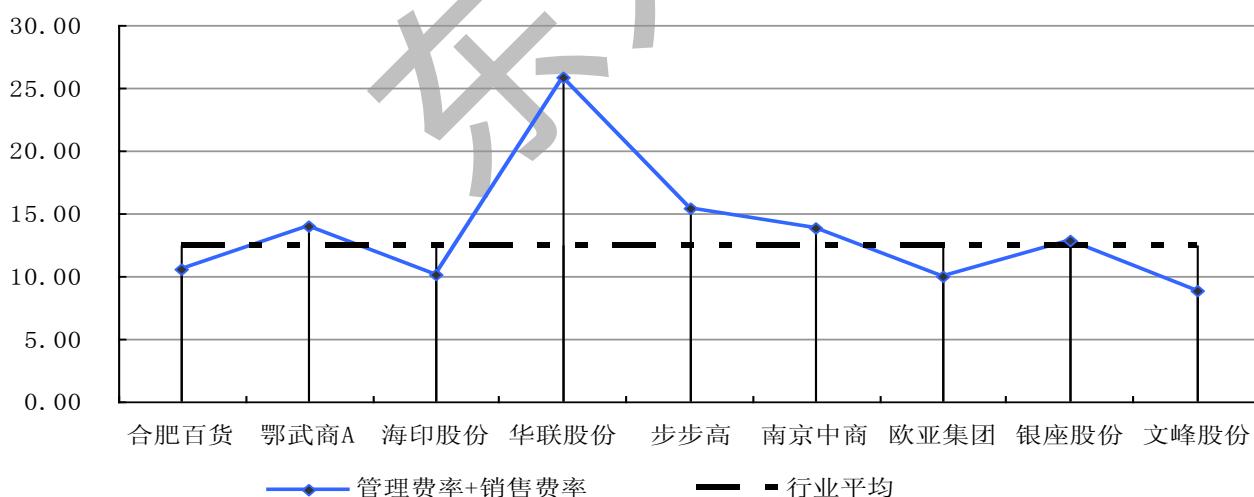
·而就异地门店的成功经验和储备来看，以连云港和宿迁店为代表的地级市门店均是租赁经营，进驻第一年均做到区域内第一规模，未来将进一步加密，而前者本身意义不大，更大的战略意义在于向县级市渗透；县级市异地店包括租赁门店宝应文峰（去年6月份开的，三万平，全年超过1个亿规模）、自有门店靖江文峰（收入2个亿，收入增长30%，基于高成本尚未盈利）也均呈现良好的发展态势。

江苏全省共有 13 个地级市，54 个市辖区，目前公司购物中心除南通外，只进入泰州、靖江等市。就县级市而言，5-6 万平米大体量综合体的市场容量相对有限，目前 50 个以上的县级市中，公司的覆盖率仅为 20%，剩余的 40 家以上的地区大部分处于未饱和状态。

3. 集团全产业链优势下的高壁垒溢价回归空间较大。

相对于南京中商、苏宁置业等区域内主要转型零售商而言，公司在横向配套即酒店、办公楼等行业的涉足更深，公司的设计、采购、建造全流程一体化，均是自己的团队，成本通常比竞争对手低 20-30%，而大部分转型的零售企业建筑等各环节都是脱节且外包从而无形中拉高成本，这从公司较低的期间费率可以略见一斑：今年三季度行业平均的销售、管理费率分别为 8.74% 和 3.7%，而公司同期的两项费率之和低于行业水平 30%。

图 1：公司期间费率横向对比（Q3）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

另外，公司台湾团队管理下的超市业态也将在大卖场业态上有所突破。前三季度公司超市业务同比增长 11% 主要为增量贡献，新开两个 1 万平米以上的卖场；目前卖场的运营模式还是延续其擅长的转租模式，轻资产运营主导、培育期在 2 年左右，目前的毛利率水平在 13% 左右，较台湾团队入驻前提升了 1.5% 左右。

公司合理的估值水平可谓攻守兼备：一方面相对年轻的店龄结构、私营机制下的商业模式引领、储备项目的滚动开发奠定了良好的业绩拐点预期；另一方面公司拥有自有物业面积 50 万平米，占比在 70% 以上，另外大股东今年 5 月的增持及后续预期也奠定了一定安全边际。

结论：

三四线购物中心将是我国零售行业未来两年的增量蓝海，以步步高、文峰、海印为代表具备先发、垄断优势的区域型零售企业有望在资金、品牌壁垒的迅速构筑过程中抵御万达、华润等实力雄厚商业地产企业的冲击。公司未来两年的业绩空间一方面是基于六县零培育期的扩建项目、巩固项目；另一方面是配套项目高回报收益的滚动确认。

公司作为地级、县级市综合体业态拓展的先锋，全业态经营的渠道下沉形成了水泥基石；而配套商业、住宅

项目又带来了弹性较高的鼠标空间。我们预计2012-2013年公司零售主业的EPS分别为0.82元和0.96元，总体的EPS分别为0.93和1.20元，其中13年的地产业务为0.21元，主业对应PE分别为16倍和13倍。综合考虑到公司业绩拐点预期及自有物业比例带来的安全边际，给予公司13年16倍PE，对应6个月目标价16元，距当前价格仍有20%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、县镇级购物中心外延扩张带来的地价上涨、消费差异、选址等经营风险。
- 2、配套超市、家电、酒店的拓展面临较大的外来竞争风险和资金压力。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义；

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。