

连锁零售  
署名人: 樊俊豪  
S0960512060001  
0755-82026909  
fanjunhao@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 15.00元

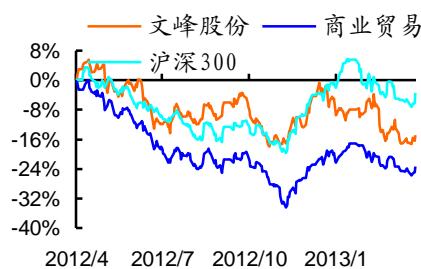
当前股价: 12.39元  
评级调整: 下调

#### 基本资料

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	493
流通股本(百万)	123
流通市值(亿)	15
EPS	0.85
每股净资产(元)	7.36
资产负债率	43.7%

#### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
文峰股份	-2.67%	-9.10%	-10.22%
商业贸易	0.10%	-4.81%	-4.29%
沪深300	0.35%	-2.37%	8.63%



#### 相关报告

文峰股份\_(深度报告)立足南通布局苏沪,  
连锁扩张逆势成长 2012-10-19

文峰股份\_毛利率下滑拖累三季度业绩,但  
基本面已现好转趋势 2012-10-29

文峰股份\_“新海门文峰”项目拿到土地,  
预计盈利情况良好 2012-11-14

文峰股份\_董事长增持公司股份,再次彰显  
维护股价信心 2012-12-04

文峰股份\_商业增长+地产结算有望驱动公  
司2013年业绩高增长 2013-03-29

## 文峰股份

**601010**

**推荐**

### Q1业绩低于预期,毛利率下降、理财收入减少是主因

**公司公告 2013年一季报:** 2013年Q1,公司实现营业收入20.99亿元,同比上升10%,实现归属母公司净利润1.02亿元,同比下降27.27%,实现EPS 0.21元;

#### 公告点评:

- **一季度业绩同比下滑27.27%,低于预期。**原因主要系Q1公司毛利率下降、理财收入减少;
- **(1)综合毛利率同比下降1.37个百分点至16.54%。**公司Q1受国家规范零售企业不合理收费等影响,原本属于公司毛利来源的后端收费被部分减免,因此Q1毛利率出现下降(公司已计划将后端收费改成前端扣点方式)。我们认为Q1毛利率下降为暂时现象,预计Q2公司将后端收费改成前端扣点后,毛利率会有提升。
- **(2)理财收入同比减少1891万元。**2013年Q1,由于投资收益率的下降,以及投资理财规模的减少,公司理财收入同比减少1891万元(2012年Q1,公司理财收入2474万元,)。我们预计公司2013年的理财收益将会少于2012年,收入大约在4000万水平(公司2012年的理财收益为6157万元)。
- **2013年Q1公司的收入增速为10%,表现一般,但基本符合我们预期**(我们原预计收入增速为11%)。一方面2013年Q1整个零售行业的消费数据不太理想,百家一季度的消费数据仅有7.6%;另一方面公司主力门店南大街店以及家电业务,在分别经历了去年的装修改造与收入大幅下滑后,Q1的收入增速也有所恢复。我们维持公司全年收入增速在11%的预测不变。
- **受制于消费市场的不景气,以及租金、人工成本的刚性上涨压力,加之理财收益的同比减少,**我们预计文峰在2013年前三季度的利润情况都将承压,Q4随着南通二店以及长江镇店配套地产项目的结算(我们预计2013年公司地产项目结算EPS 0.30元),业绩或有显著增长。
- 我们认为,文峰①是受益于三四线城市消费升级、率先渠道下沉,并具有先发优势的优质公司,值得中长期持有;②向三四线城市进行购物中心扩张的发展模式契合中国国情,将显著受益于当地和缓的商业竞争环境,以及零售业快速发展的黄金时期,是城镇化主题的良好投资标的;③公司将逐渐度过自身发展周期低谷,2013年业绩高增长可期。
- **盈利预测:**鉴于2013年欠佳的消费形势,我们下调公司13-15年EPS至1.02/1.19/1.41元,其中商业贡献EPS 0.68/0.81/0.97元,目前股价对应2013年PE 12.15倍。我们认可公司中长期良好的成长前景,以及董事长持续增持对股价的稳定作用,但考虑到目前整个传统百货业面临着业绩下调,以及估值承压等问题,公司难以独善其身,故下调公司评级至“推荐”!目标价15元。
- **风险提示:**地产结算进度低于预期;市场竞争加剧,新店培育期延长

#### 主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6426	7133	7989	8908
收入同比(%)	0%	11%	12%	12%
归属母公司净利润	418	501	585	697
净利润同比(%)	-4%	20%	17%	19%
毛利率(%)	17.4%	17.0%	17.0%	17.1%
ROE(%)	11.5%	12.1%	12.7%	13.6%
每股收益(元)	0.85	1.02	1.19	1.41
P/E	15.60	13.02	11.16	9.36
P/B	1.80	1.58	1.42	1.27
EV/EBITDA	8	8	8	7

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	4428	5082	5892	6714
应收账款	1255	1717	1847	1807
其它应收款	18	21	23	26
预付账款	91	683	753	828
存货	411	711	795	886
其他	2382	1150	1571	2165
<b>非流动资产</b>				
长期投资	271	801	902	1001
固定资产	2025	2039	2047	2102
无形资产	5	5	5	5
其他	1347	1304	1242	1172
<b>资产总计</b>	490	577	672	806
<b>流动负债</b>	183	153	127	119
短期借款	2069	2187	2385	2615
应付账款	3	5	5	4
其他	518	625	699	760
<b>非流动负债</b>	232	173	258	295
长期借款	其他	180	170	255
其他	52	3	3	2
<b>负债合计</b>	2822	2989	3347	3674
少数股东权益	4	4	3	2
股本	493	493	493	493
资本公积	2165	2165	2165	2165
留存收益	970	1471	1930	2482
归属母公司股东权益	3628	4129	4588	5140
<b>负债和股东权益</b>	6453	7122	7938	8816

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	444	763	310	286
净利润	417	501	584	696
折旧摊销	113	112	114	114
财务费用	13	43	54	92
投资损失	-109	-45	-45	-45
营运资金变动	3	185	-419	-586
其它	6	-34	23	15
<b>投资活动现金流</b>	-590	-79	-87	-124
资本支出	498	0	0	0
长期投资	64	0	0	0
其他	-29	-79	-87	-124
<b>筹资活动现金流</b>	-224	-222	-94	-202
短期借款	-5	2	1	-1
长期借款	180	-10	85	38
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	111	0	0	0
其他	-511	-213	-179	-238
<b>现金净增加额</b>	-371	462	130	-40

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	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	6426	7133	7989	8908
营业成本	5310	5921	6628	7386
营业税金及附加	89	86	120	134
营业费用	345	350	398	410
管理费用	223	248	278	285
财务费用	13	43	54	92
资产减值损失	3	2	3	2
公允价值变动收益	0	0	-0	-0
投资净收益	109	45	45	45
<b>营业利润</b>	552	529	553	643
营业外收入	37	140	275	340
营业外支出	30	10	50	55
<b>利润总额</b>	559	659	778	928
所得税	142	158	195	232
<b>净利润</b>	417	501	584	696
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	418	501	585	697
EBITDA	679	685	721	850
<b>EPS (元)</b>	0.85	1.02	1.19	1.41

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.3%	11.0%	12.0%	11.5%
营业利润	-0.7%	-4.1%	4.6%	16.3%
归属于母公司净利润	-3.6%	19.8%	16.6%	19.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.4%	17.0%	17.0%	17.1%
净利率	6.5%	7.0%	7.3%	7.8%
<b>ROE</b>	11.5%	12.1%	12.7%	13.6%
ROIC	14.9%	16.5%	14.9%	15.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.7%	42.0%	42.2%	41.7%
净负债比率	12.51	5.84%	7.78%	8.08%
流动比率	1.71	1.80	1.91	1.99
速动比率	0.79	1.40	1.40	1.34
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.10	1.05	1.06	1.06
应收账款周转率	330	344	341	345
应付账款周转率	9.84	10.36	10.01	10.13
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.02	1.19	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.55	0.63	0.58
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.38	9.31	10.43
<b>估值比率</b>				
P/E	15.60	13.02	11.16	9.36
P/B	1.80	1.58	1.42	1.27
EV/EBITDA	8	8	8	7

## 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、文娱轻工分析师，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，曾任职于广发基金管理工程部，2011年加盟中投证券。**2012年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

**重点覆盖公司：**海宁皮城、永辉超市、苏宁电器、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份、物产中大、新华都、天音控股、中顺洁柔等。

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

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

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

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