

**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

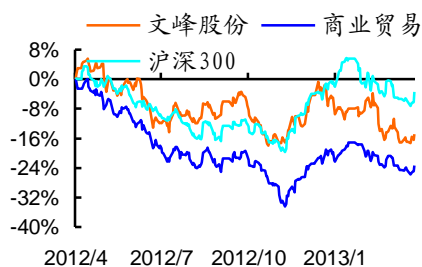
评级调整: 下调

**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

## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4428	5082	5892	6714	<b>营业收入</b>	6426	7133	7989	8908
现金	1255	1717	1847	1807	营业成本	5310	5921	6628	7386
应收账款	18	21	23	26	营业税金及附加	89	86	120	134
其它应收款	91	683	753	828	营业费用	345	350	398	410
预付账款	411	711	795	886	管理费用	223	248	278	285
存货	2382	1150	1571	2165	财务费用	13	43	54	92
其他	271	801	902	1001	资产减值损失	3	2	3	2
<b>非流动资产</b>	2025	2039	2047	2102	公允价值变动收益	0	0	-0	-0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	109	45	45	45
固定资产	1347	1304	1242	1172	<b>营业利润</b>	552	529	553	643
无形资产	490	577	672	806	营业外收入	37	140	275	340
其他	183	153	127	119	营业外支出	30	10	50	55
<b>资产总计</b>	6453	7122	7938	8816	<b>利润总额</b>	559	659	778	928
<b>流动负债</b>	2590	2816	3089	3379	所得税	142	158	195	232
短期借款	3	5	5	4	<b>净利润</b>	417	501	584	696
应付账款	518	625	699	760	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
其他	2069	2187	2385	2615	<b>归属母公司净利润</b>	418	501	585	697
<b>非流动负债</b>	232	173	258	295	EBITDA	679	685	721	850
长期借款	180	170	255	293	EPS (元)	0.85	1.02	1.19	1.41
其他	52	3	3	2	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	2822	2989	3347	3674	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东权益	4	4	3	2	<b>成长能力</b>				
股本	493	493	493	493	营业收入	-0.3%	11.0%	12.0%	11.5%
资本公积	2165	2165	2165	2165	营业利润	-0.7%	-4.1%	4.6%	16.3%
留存收益	970	1471	1930	2482	归属于母公司净利润	-3.6%	19.8%	16.6%	19.3%
归属母公司股东权益	3628	4129	4588	5140	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6453	7122	7938	8816	毛利率	17.4%	17.0%	17.0%	17.1%
<b>现金流量表</b>					净利率	6.5%	7.0%	7.3%	7.8%
<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROE	11.5%	12.1%	12.7%	13.6%
<b>经营活动现金流</b>	444	763	310	286	ROIC	14.9%	16.5%	14.9%	15.0%
净利润	417	501	584	696	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	113	112	114	114	资产负债率	43.7%	42.0%	42.2%	41.7%
财务费用	13	43	54	92	净负债比率	12.51	5.84%	7.78%	8.08%
投资损失	-109	-45	-45	-45	流动比率	1.71	1.80	1.91	1.99
营运资金变动	3	185	-419	-586	速动比率	0.79	1.40	1.40	1.34
其它	6	-34	23	15	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-590	-79	-87	-124	总资产周转率	1.10	1.05	1.06	1.06
资本支出	498	0	0	0	应收账款周转率	330	344	341	345
长期投资	64	0	0	0	应付账款周转率	9.84	10.36	10.01	10.13
其他	-29	-79	-87	-124	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-224	-222	-94	-202	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.02	1.19	1.41
短期借款	-5	2	1	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.55	0.63	0.58
长期借款	180	-10	85	38	每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.38	9.31	10.43
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	111	0	0	0	P/E	15.60	13.02	11.16	9.36
其他	-511	-213	-179	-238	P/B	1.80	1.58	1.42	1.27
<b>现金净增加额</b>	-371	462	130	-40	EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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，曾任职于广发基金金融工程部，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。

## 免责声明

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，旨在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