

增持

中兴商业 (000715):

目标价格:

15.00 元

报告日期:

2010-03-22

报告摘要:

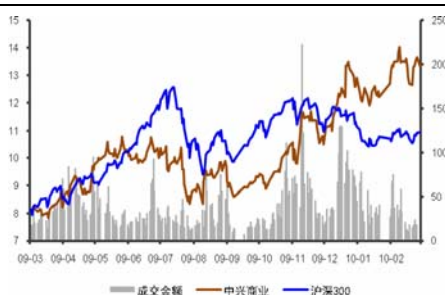
市场数据

商业零售指数	3928
三个月涨跌幅	10.2%
上证综合指数	3074
沪深 300 指数	3302

基础数据

每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	32.9%
总股本(百万)	279
流通股(百万)	278

相对股价表现



公司简介:中兴-沈阳商业大厦是沈阳市著名的百货商场,也是国内最大的百货单体店之一。2008 年中兴-沈阳商业大厦位列全国网络城市单体商场销售额排名第八位。公司专注于百货经营二十余年,目前已在沈阳及周边地区建立了良好的口碑和品牌知名度。

公司具有较大的区位优势:公司本部商场位于沈阳市最繁华的“太原街商圈”,地理位置优越,客流量十分丰富,是经营百货店的“黄金地段”。

三期项目是公司新的增长点:公司正在建造的三期项目是对中兴本部商场的一次重大扩建,该项目预计 2010 年 9 月底正式开业。届时,公司本部商场经营面积将扩大一倍,从而进一步巩固公司在当地的龙头地位。

盈利预测及估值分析:我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 19.8%、31.0%和 3.6%,EPS 分别为 0.44 元/0.66 元/0.70 元。公司目标价格为 15 元/股,对应 2010-2012 年 PE 分别为 34 倍/23 倍/21 倍。

研究员:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	2258	2431	2642	3164	4145	4295
收入增幅(%)	6.0%	7.6%	8.7%	19.8%	31.0%	3.6%
净利润	77	63	92	123	183	195
净利增幅(%)	8.8%	-18.5%	46.3%	34.1%	48.9%	6.4%
毛利率(%)	19.0%	19.0%	18.1%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE(%)	9.2%	7.1%	9.5%	11.6%	14.9%	13.9%
EPS(元)	0.28	0.22	0.33	0.44	0.66	0.70

一、公司拥有优质的百货店资产

中兴-沈阳商业大厦于 1987 年 12 月 10 日开业,是由中国国际信托投资公司与沈阳合资兴建的大型商业零售企业。公司一期建筑面积 5.4 万平方米。2000 年,公司在原有门店的基础上通过扩建改造完成二期项目,商场建筑面积增至 14.5 万平方米。

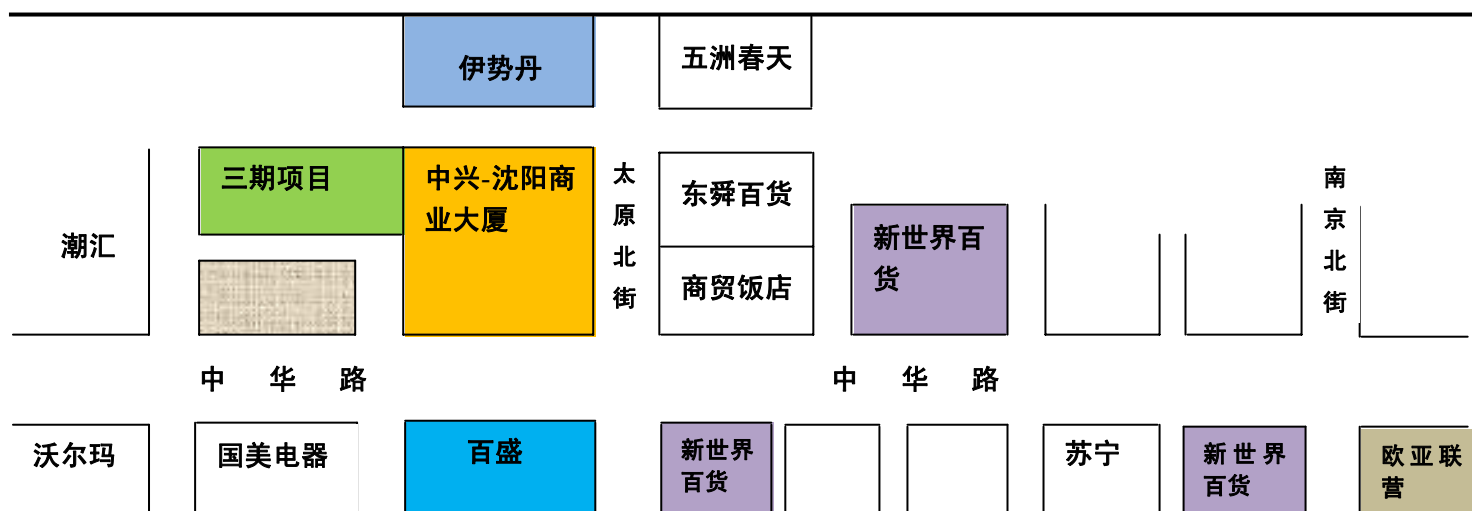
中兴-沈阳商业大厦是沈阳市著名的百货商场,也是国内最大的百货单体店之一。2008 年中兴-沈阳商业大厦位列全国网络城市单体商场销售额排名第八位。公司专注于百货经营二十余年,目前已在沈阳及周边地区建立了良好的口碑和品牌知名度。

公司具有经营百货店的区位优势。中兴-沈阳商业大厦位于沈阳市最繁华的“太原街商圈”。太原街是沈阳市乃至东北地区历史最悠久、知名度最高、最具活力和最具规模的商圈,零售业态十分丰富,在仅一平方公里范围内分布着中兴商业大厦、新世界百货、伊势丹、百盛等百货门店。新世界百货是较早进入该商圈的零售商,现有 3 家门店,包括南京街店(1995 年)、太原街店(2000 年)和中华路店(2005 年),商场建筑面积总计接近 7 万平方米。沈阳百盛购物中心于 2003 年开业,位于中华路的南侧,与中兴商业大厦隔街相对,其产品主要定位于年轻时尚的中高档百货。商业大厦的北面是伊势丹百货,该门店在 2008 年 3 月开业,建筑面积达到 4.7 万平方米。我们认为,与周边主要百货门店相比,中兴商业大厦具有如下优势: 1)地理位置极佳。商场位于太原街与中华路的交汇处,客流资源十分丰富。2)经营规模优势。商场建筑面积 14.5 万平方米(其中经营面积达到 6.6 万平方米),是当地经营规模最大的百货门店。3)供应商资源优势。公司在当地具有较强的议价力,且产品品类齐全,可满足不同消费者的需求。4)管理团队卓越,且具较强的业务专注性。

公司及周边百货店基本情况

百货门店	开业时间	建筑面积(万㎡)	产品定位
新世界百货南京街店	1995 年 11 月	1.39	中高档百货
新世界百货太原街店	2000 年 08 月	1.08	折扣店,中高档百货
新世界百货中华路店	2005 年 12 月	4.40	中高档百货
百盛	2003 年 11 月	4.60	流行时尚,中高档百货
伊势丹	2008 年 03 月	4.70	中高档百货
中兴-沈阳商业大厦	1987 年 12 月	14.50	满足各类顾客,高中低百货

资料来源:德邦证券研究所



二、三期项目将成为公司新的增长点

三期项目是指公司在中兴本部西侧投资新建的经营项目。该项目总投入 7.6 亿元(其中购置土地费用 2.15 亿元),已于 2009 年 4 月 1 日破土动工,预计在 2010 年 9 月底开始营业。三期项目建筑面积总计 9.2 万平方米,分为地下 4 层和地上 9 层,其中地下 3 层为停车场,负 1 层为超市,地上 1-7 层为百货商场面积,8-9 层为餐饮、娱乐及综合服务。

公司的目标是最大可能地巩固商业大厦在该商圈内的龙头地位。公司聘请了著名商业设计公司,对商业大厦一、二、三期作了重新规划,包括营业卖场分布、商品大类结构、经营业态组合及服务功能划分等。届时,三期项目将与原有商场主楼二层以上全部打通,以便满足消费者一站式购物的需求。

三期项目投入运营将使得公司本部商场实际经营面积扩大接近一倍(新增近 6 万平方米),从而大幅提升公司的经营规模、集客能力及其在商圈内的影响力。由于三期是在原来商场主楼基础上的扩建,商场内部相互连通,不仅可以节约大量的人员成本等管理费用,而且还会大大缩短新商场的培育期,提前实现盈利。

三、连锁扩张依然是公司未来的方向

多年来,公司一直坚持“一体两翼”的发展战略,即做强做大中兴本部,大力发展超市连锁和百货连锁。连锁扩张是公司既定的战略方向。

除了中兴本部之外,公司目前还经营着 2 家百货分店和 5 家综合超市:1)抚顺中兴时代广场。抚顺中兴时代广场于 2008 年开业,建筑面积近 5 万平方米。该门店在开业当年即实现盈利,2009 年商场的销售收入和净利润分别达到 2.7 亿元和 341 万元。2)中兴长江精品商厦。中兴长江精品商厦是公司的管理输出店,公司以每年收取管理费的方式经营。从近年来看,公司每年收取的管理费在 300 万元左右。3)连锁综合超市。公司目前在沈阳市内还拥有 5 家综合超市,2009 年超市业务实现的销售收入达 3.8 亿元。

我们认为,公司当前的收入贡献主要来源于中兴本部。三期项目建成后,公司本部的市场地位和盈利能力将进一步得到提升。相比之下,公司的连锁扩张战略显得有些滞后。尤其是在行业持续向上的大背景下,连锁扩张已经成为了国内百货行业的一种普遍态势,如百盛、银泰、新世界百货等无不依靠扩张来提升自身的竞争实力。对于公司来讲,尽管其在区域内已占据了最大的经营优势,但与同行相比,公司的发展瓶颈也已不断显现。我们相信,连锁扩张将是公司未来几年内必然的战略选择。

四、盈利预测

未来几年,公司业绩增长主要依赖三期项目。该项目建成后,中兴本部商场的实际经营面积将大幅增加。此外,为了配合三期项目的顺利推进,公司还对本部原有商场布局进行了重新调整,如把一期 1-2 层部分租赁面积(原为招商银行和麦当劳)改成商场经营面积(引进了 ZARA 专卖店)。

我们预计,公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44 元/0.66 元/0.70 元。公司在区域内具有较强的规模优势和品牌优势,给予其目标价为 15 元/股,对应 2010-2012 年 PE 分别为 34 倍/23 倍/21 倍。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	377	420	800	950	营业收入	2,642	3,164	4,145	4,295
现金	307	316	665	816	营业成本	2,164	2,563	3,357	3,479
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	12	15	19	20
其他应收款	7	8	10	11	营业费用	59	73	93	94
预付款项	6	10	13	14	管理费用	267	342	423	434
存货	57	85	112	116	财务费用	9	8	8	8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	1,057	1,278	1,238	1,199	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	562	968	937	906	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	270	262	254	246	营业利润	132	164	244	260
其他非流动资产	224	48	47	47	营业外净收支	-8	0	0	0
资产总计	1,433	1,698	2,038	2,156	利润总额	124	164	244	260
流动负债	464	590	767	709	所得税	32	41	61	65
短期借款	0	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	245	324	422	351	净利润	92	123	183	195
其他流动负债	219	266	345	358	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	8	0	0	0	归属母公司净利润	92	123	183	195
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	177	207	292	307
其他非流动负债	8	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.44	0.66	0.70
负债合计	472	590	767	709	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	279	279	279	279	成长能力				
资本公积	317	317	317	317	营业收入	8.7%	19.8%	31.0%	3.6%
留存收益	366	469	633	808	营业利润	89.4%	24.7%	48.9%	6.4%
归属母公司股东权益	961	1,065	1,229	1,404	归属于母公司净利润	46.3%	34.1%	48.9%	6.4%
负债和股东权益	1,433	1,655	1,995	2,113	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	18.1%	19.0%	19.0%	19.0%
单位:百万元					净利率(%)	3.5%	3.9%	4.4%	4.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	9.5%	11.6%	14.9%	13.9%
经营活动现金流	256	254	376	179	偿债能力				
净利润	92	123	183	195	资产负债率(%)	32.9%	34.8%	37.6%	32.9%
财务费用	9	8	8	8	流动比率	0.81	0.71	1.04	1.35
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.69	0.57	0.90	1.19
营运资金变动	130	95	145	-63	营运能力				
其他经营现金流	-11	-7	0	0	总资产周转率	1.90	2.02	2.22	2.05
投资活动现金流	-125	-259	-1	0	净资产周转率	2.86	3.12	3.61	3.26
资本支出	146	258	0	0	每股指标 (元)				
长期投资	-5	-1	0	0	EPS	0.33	0.44	0.66	0.70
其他投资现金流	16	-2	-1	0	每股净资产	3.45	3.82	4.40	5.03
筹资活动现金流	-150	-28	-28	-28	每股经营现金流	0.92	0.91	1.35	0.64
短期借款	-125	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	40.35	30.08	20.20	18.99
普通股增加	0	0	0	0	P/B	3.85	3.48	3.01	2.64
资本公积增加	0	0	0	0	P/S	1.40	1.17	0.89	0.86
其他筹资现金流	-25	-28	-28	-28	EV/EBITDA	18.92	16.22	11.48	10.93
现金净增加额	-20	-33	348	152					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。