

2010-07-26

百货商店

中兴商业 000715.SZ

期待三期开业后业绩提升

- ◇ 调研地点：沈阳
- ◇ 拜访对象：中兴-沈阳商业大厦董秘姜莉

◆二期装修停业将影响第三季度业绩：

公司 I、II 期大楼自 2010 年 6 月 17 日歇业装修，目前仅有一楼和二楼部分柜台营业，预计第三季度营业将受到影响。此次大规模关店整顿，志在未来和三期项目完成对接和品牌划分规划，同时根据 III 期青春时尚、休闲户外的定位，将未来 I、II 期锁定成功中高端的客户群，形成较良好的错位经营格局。目前大多数供应商对此次大刀阔斧装修表示支持和理解，由于三季度是百货传统淡季且年初已经提早通报和准备，公司已将装修停业影响程度降到最低。

◆以三期为契机做强，期待 2011 年业绩提升：

目前三期筹备工作良好，预计 2010 年 9 月 28 日 I-III 期将同时复业/开业，招商进度在 90% 左右。我们认为三期是公司“继往开来”里程碑意义的项目，由于和前期工程对接且定位功能互补，预计培育期将大大缩短，能大大加快为公司贡献利润的进度。而公司整体坪效预计 2011 年仍能稳定维持在 2 万以上（详见后文收支拆分），未来提升仍有较大空间。此外公司稳定客流量也是一大优势，消费者对公司品牌认同度较高，随着三期开业中兴诚信卡发售有新的飞跃。由于三期近 7.6 亿的项目投资，未来公司融资需求是大概率事件，公司自身未来也有提升业绩的动力。

◆“一体两翼”，先做强再做大的战略：

今后公司将坚持“一体两翼”策略，以三期开业为契机首先做强沈阳中兴商业大厦的内增发展（“一体”），然后择机发展百货以及超市连锁的外延扩张（“两翼”）。其中百货连锁将以自建物业为主，逐渐辐射辽宁省内主要城市（抚顺、营口等）。超市外延扩张将走高端路线为主，锁定中高端客户目标达到 14-15% 的毛利率。近期超市步伐比较慢（目前六家），主要是秉承效益优先于规模的原则，走稳健扩张的道路。

◆盈利预测与投资评级：

我们给予公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.34/0.63/0.79 元的预测，以 2009 年为基期未来三年 CAGR 33.8%，认为公司合理价值在 15.75 元，对应 2011 年主营业务 25 倍市盈率，六个月目标价 15.75 元，首次给予现价（13.52 元）“买入”评级。

◆风险分析：

公司三期培育期过长拖累业绩、沈阳百货竞争过度激烈影响公司营业效益。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2,431	2,642	2,706	4,093	4,592
营业收入增长率	7.64%	8.69%	2.44%	51.24%	12.21%
净利润（百万元）	63	92	95	177	220
净利润增长率	-18.51%	46.35%	3.73%	86.00%	24.07%
EPS（元）	0.22	0.33	0.34	0.63	0.79
ROE（归属母公司）	7.10%	9.55%	9.18%	14.82%	15.93%
P/E	60	41	40	21	17
P/B	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	34	22	21	12	10

首次

买入

当前价格	13.52 元
目标价格	15.75 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿(执业证书编号：S0930210060002)

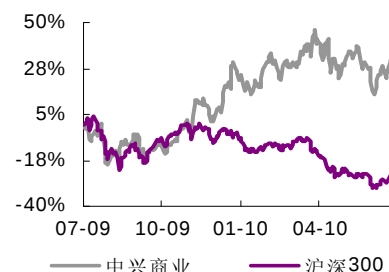
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	279
总市值(百万元)	3,772
流通比例(%)	99.66%
12 个月最高/最低(元)	15.35/8.08
近 3 月日均成交量(百万股)	1.13
主要股东	沈阳中兴商业集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.76	6.82	55.31
绝对收益	2.01	-5.62	31.79

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表 1：中兴商业收支预测表

2006-2012 年中兴商业业务收支预测

单位(万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入合计	213030.23	225794.67	243054.61	264170.78	270,607.98	409,263.56	459,227.83
营业成本合计	171375.75	182961.52	196890.93	216419.92	221,157.33	333,139.77	372,223.17
综合毛利率%	19.55%	18.97%	18.99%	18.08%	18.27%	18.60%	18.95%
营业增速%	9.48%	5.99%	7.64%	8.69%	2.44%	51.24%	12.21%
主营业务收入	212762.43	221233.20	237770.30	259393.30	265607.98	404063.56	453827.83
主营业务成本	171336.51	179442.25	192831.71	212702.51	217267.33	329109.77	368054.37
主营毛利率%	19.47%	18.89%	18.90%	18.00%	18.20%	18.55%	18.90%
其他业务收入	267.80	4561.47	5284.31	4777.48	5000.00	5200.00	5400.00
其他业务成本	39.24	3519.27	4059.22	3717.41	3,890.00	4,030.00	4,168.80
其他毛利率%	85.35%	22.85%	23.18%	22.19%	22.20%	22.50%	22.80%

资料来源：光大证券研究所

图表 2：中兴商业百货业务收支预测表

2006-2012 年中兴商业百货业务收支预测

单位(万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
门店收入统计 万元	190962.43	193233.20	205770.30	221393.30	221607.98	349063.56	388827.83
门店总数	1	1	2	2	2	2	2
当年新增门店数	0	0	1 ¹	0	0	0	0
营业面积 平米	66000	66000	96800	96800	155800	155800	155800
当年新增面积 平米	0	0	30800.00	0.00	59000	0	0
单店坪效 万元	190962.43	193233.20	102885.15	110696.65	110803.99	174531.78	194413.91
面积坪效 元/平米	28933.70	29277.76	21257.26	22871.21	14223.88	22404.59	24956.86
成熟门店							
中兴商业 I、II 期	190962.43	193233.20	180896.22	193634.03	164588.93	205736.16	226309.77
收入增速%	8.07%	1.19%	-6.38%	7.04%	-15%	25%	10%
面积 平米	66000	66000	66000	66000	66000	66000	66000
坪效 元/平米	28933.70	29277.76	27408.52	29338.49	24937.72	31172.14	34289.36
成长门店							
抚顺中兴时代广场			24874.08	27759.27	30535.20	32978.01	35616.25
收入增速%				11.60%	10%	8%	8%
面积 平米			30800	30800	30800	30800	30800
坪效 元/平米			8076.00	9012.75	9914.03	10707.15	11563.72
培育门店							
中兴商业 III 期					26483.85	110349.39	126901.80
收入增速%						316.67%	15.00%
面积 平米					59000	59000	59000
坪效 元/平米					14962.63	18703.29	21508.78

资料来源：光大证券研究所²¹2008 年年报披露新增抚顺和长江两店，但是长江属于管理输出类型，不计入公司门店统计。

图表 3：中兴商业超市业务收支预测表

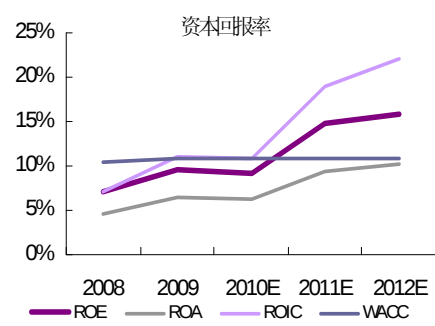
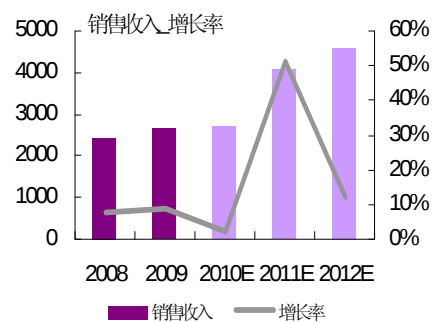
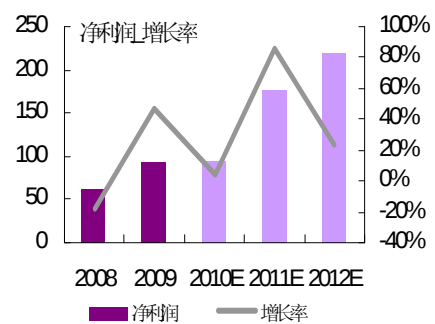
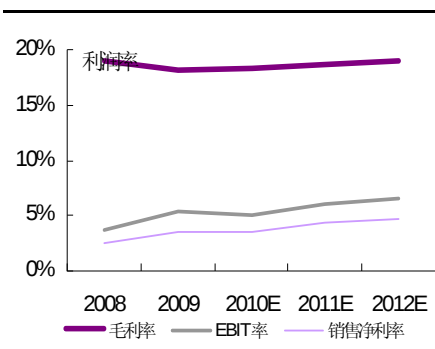
2006-2012 年中兴商业超市业务收支预测

单位(万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21800	28000 ³	32000	38000	44000	55000	65000
收入增速%	23.50%	28.44%	14.29%	18.75%	15.79%	25.00%	18.18%
门店总数	4	5	5	6	7	9	11
当年新增门店数	0	1	0	1	1	2	2
单店坪效 万元	5450.00	5600.00	6400.00	6333.33	6285.71	6111.11	5909.09

资料来源：光大证券研究所

² 部分年份营业收入数据为光大估计值，抚顺中兴时代广场建筑面积 4.4 万平米，营业面积为 70%后的估值³超市营业收入为光大估计值

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,431	2,642	2,706	4,093	4,592
营业成本	1,969	2,164	2,212	3,331	3,722
折旧和摊销	21	32	37	41	47
营业税费	11	12	12	18	21
销售费用	70	59	62	86	92
管理费用	291	267	284	409	455
财务费用	21	9	7	7	6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	132	129	239	297
利润总额	85	124	129	239	297
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	62.70	91.76	95.18	177.05	219.67

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,343	1,433	1,511	1,891	2,155
流动资产	419	377	480	801	1,011
货币资金	316	307	401	680	876
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	12	7	9	14	16
存货	77	57	62	96	108
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	582	562	592	676	749
无形资产	278	270	263	257	250
总负债	459	472	474	696	775
无息负债	334	472	474	696	775
有息负债	125	0	0	0	0
股东权益	884	961	1,037	1,195	1,379
股本	279	279	279	279	279
公积金	397	406	420	446	479
未分配利润	208	277	338	470	621
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	169	256	140	405	337
净利润	63	92	95	177	220
折旧摊销	21	32	37	41	47
净营运资金增加	-31	-137	15	-14	-5
其他	117	269	-7	201	76
投资活动产生现金流	-9	-125	-19	-100	-100
净资本支出	-278	-270	20	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	269	145	-39	-200	-200
融资活动现金流	-160	-150	-26	-26	-41
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-125	-125	0	0	0
无息负债变化	66	138	2	222	80
净现金流	0	-20	94	279	196

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.64%	8.69%	2.44%	51.24%	12.21%
净利润增长率	-18.51%	46.35%	3.73%	86.00%	24.07%
EBITDA 增长率	-31.09%	54.59%	-0.13%	67.12%	21.45%
EBIT 增长率	-28.26%	55.60%	-3.38%	81.99%	22.77%
估值指标					
PE	60	41	40	21	17
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	34	22	21	12	10
EV/EBIT	42	27	27	14	11
EV/NOPLAT	57	36	36	19	15
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	4	4	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.99%	18.08%	18.27%	18.60%	18.95%
EBITDA 率	4.58%	6.52%	6.36%	7.02%	7.60%
EBIT 率	3.70%	5.30%	5.00%	6.02%	6.59%
税前净利润率	3.49%	4.70%	4.75%	5.85%	6.46%
税后净利润率 (归属母公司)	2.58%	3.47%	3.52%	4.33%	4.78%
ROA	4.67%	6.40%	6.30%	9.36%	10.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.10%	9.55%	9.18%	14.82%	15.93%
经营性 ROIC	7.10%	11.13%	10.88%	18.88%	22.07%
偿债能力					
流动比率	0.91	0.81	1.03	1.16	1.32
速动比率	74.41%	68.84%	89.53%	102.43%	117.71%
归属母公司权益/有息债务	7.07	-	-	-	-
有形资产/有息债务	8.43	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.22	0.33	0.34	0.63	0.79
每股红利	0.05	0.07	0.07	0.13	0.16
每股经营现金流	0.61	0.92	0.50	1.45	1.21
每股自由现金流(FCFF)	1.38	1.86	0.37	0.50	0.63
每股净资产	3.17	3.45	3.72	4.28	4.94
每股销售收入	8.71	9.47	9.70	14.67	16.46

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

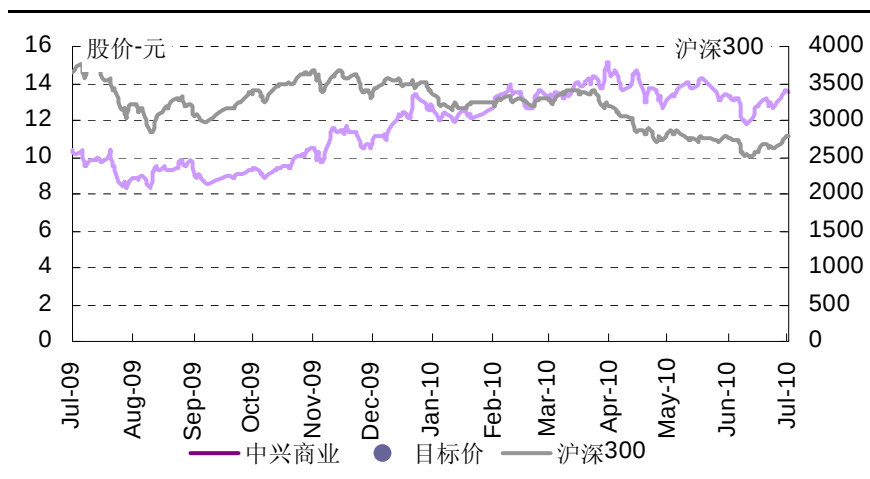
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中兴商业 (000715)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标价	评级
2009-07-01	10.5	12.0	买入
2009-08-01	9.5	11.5	增持
2009-09-01	8.5	11.0	中性
2009-10-01	9.0	11.5	增持
2009-11-01	10.0	12.0	买入
2009-12-01	11.0	12.5	增持
2010-01-01	12.0	13.0	买入
2010-02-01	13.0	13.5	增持
2010-03-01	14.0	14.0	买入
2010-04-01	13.5	13.5	增持
2010-05-01	12.5	12.5	中性
2010-06-01	11.5	11.5	减持
2010-07-01	10.5	10.5	卖出

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 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。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。