

买入 维持

中兴商业 (000715)

2010年8月2日

三季度停业虽将压低 10 年业绩，但会为 10 年四季度和 11 年业绩大幅增长奠定基础

2010年7月30日收盘于 13.70 元
6个月目标价：17.08 元

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

公司2010年7月31日发布2010年半年报。2010年上半年实现营业总收入13.86亿元，同比增长5.27%；实现利润总额5859万元，同比增长1.40%；实现归属于上市公司股东的净利润4394元，同比增长1.40%，基本每股收益0.157元，略低于我们预期。主要在于二季度因早于我们预期十多天的停业导致收入增长低于预期。

另外，公司同时公告了对2010年1-3季度的累积净利润预计值为500-800万，对应于2009年同期6130万元的净利润，下降幅度为86.95%-91.84%。

简评和投资建议。如果说公司中报披露的经营状况基本还算中规中矩，而且之前我们的分析也已经预测到了公司三季度全面停业迎接9月下旬公司主力门店一、二期对接三期面积接近翻倍的全新开业而对三季度业绩带来的负面影响，但乍一看看到公司对10年前三季度的业绩预计（净利润500-800万，同比下降86.95%-91.84%）仍会觉得非常突然。不过如果对公司经营情况做季度分析的细分研究，应该说公司对前三季度的业绩预告仍是基本符合预期的，且亦符合公司相对稳健的财务会计政策。

由于10年经营方面的特殊性（超过一个季度的为面积接近翻倍后全面经营结构调整而做的停业；而公司一、二期当年对接全新开业时曾经停业超过半年），我们仍维持之前的看法：对公司的估值更应该参考11年的业绩预测。而且随着9月下旬一、二期和三期对接全新开业日期的临近，市场对公司2011年业绩大幅增长的预期也将越来越强烈。

我们通过对中报的解读，以及对公司近期经营的跟踪了解（主要是6月中下旬开始，9月24日前后将结束的全面停业等情况，以及从公司对前三季度业绩预告中推测的公司可能会在三季度出现的经常性管理/销售费用以及开办费等），我们更新了对公司2010年的业绩预期，我们的测算维持了之前对2010年全年销售收入的预期（27.2亿），较大幅度调高了对全年费用的预期，并因此下调了2010年净利润和EPS的业绩预期；基本维持对公司2011-12年的业绩预测。

我们对公司2010-2012年EPS的最新预测分别为0.288、0.683和0.884元，同比增速为-12.53%、137.46%和29.44%，应当前股价13.70元对应2010-2012年的PE分别为47.62倍、20.05倍和15.49倍，虽然看短期业绩公司估值面临一定压力，但考虑到11年的高速增长，我们仍维持“买入”的投资评级，6个月目标价为17.08元（对应11年25倍PE）。

以下是我们对公司中报中所披露的重要信息的点评，以及对公司预告前三季度业绩大幅的原因的分析，并对我们维持2011-12年业绩预期的假设因素作了强调。

我们对公司2010年中报中包含的两个主要信息的点评。

（1）上半年收入同比增长5.27%，实现净利润4394万元，同比增长1.4%，且二季度出现了负增长与6月中下旬可能已经开始的停业有关。我们分析，二季度业绩略低于预期，主要原因是中兴一、二期项目停业时间较早（可能在6月中旬而非我们此前预期的7月初），影响公司二季度大概十几天的销售收入，这导致公司二季度收入出现6.51%的负增长，进而

拉低了公司整体上半年的销售收入 (公司一季度实现销售收入 8.06 亿元, 同比增长 15.77%)。由于公司销售收入主要来源于中兴商业大厦 (1+2 期), 而对应的折旧摊销、人工等费用等相对刚性 (不会因停业而下降), 从而导致公司上半年业绩受大厦停业影响较大。

(2) 公司预计 2010 年 1-3 季度的累积净利润预计值为 500-800 万, 对应于 2009 年同期 6130 万元的净利润, 下降幅度为 86.95%-91.84%。我们分析, 公司前三季度整体业绩的下滑主要原因在于为确保包含三期的新中兴开业, 2010 年 6 月中旬左右开始, 中兴主楼 3-7 层以上商场配合三期方城进行歇业装修改造。根据我们判断, 公司在三季度内可能仅有 1 个多亿的收入 (主要来源于抚顺店), 而中兴商业大厦仍会继续产生折旧摊销、人工等费用, 另外, 由于三期开业在三季度内 (预计 9 月 24 日), 不排除公司在三季度计入数百万的开办费等, 这将会导致三季度合计亏损 3500 万左右。

(3) 虽然公司一、二期停业时间较长可能导致 2010 年度业绩低于预期, 但并不影响 2011 年三期开业后的业绩及我们对公司的投资逻辑判断。

(A) 公司资产质量优良, 现经营的中兴商业大厦一、二期项目占据沈阳太原街核心商圈的黄金地段, 经过积极的经营结构调整和品牌优化, 将逐步发挥成效;

(B) 将于 2010 年 9 月底开业的三期项目构成公司年内的重要外延扩张, 将在现有 6.6 万平米的百货经营面积基础上, 新增接近 6 万平米的商业经营面积, 且凭借与一、二期项目相连接的协同经营效应 (培育期会大大缩短), 以及不增加员工成本的费用节约, 将能从 2011 年开始为公司贡献较大的增量利润;

(C) 管理层将更加聚焦百货主业经营, 预计公司对期间费用在 10 年四季度之后将有更好的控制, 利润率将从当前的较低水平有较大提升, 成为公司业绩增长的又一驱动力。包含三期开业后的业绩高增长是对该公司投资的最大看点。

表1是我们对公司中兴商业的单季度合并损益表分析。表2是我们更新后的合并损益表预测。

从表1中可以看出, 公司2010年上半年在6月份主力门店停业了十几天的情况下仍旧实现了13.86亿的营业收入, 而在9月24日主力门店全新开业之前预计三季度公司依赖其他门店和超市等实现1个多亿的营业收入, 9月24日一、二、三期 (超过12万平米经营面积) 全面崭新开业后, 预期到年底可贡献超过9亿的营业收入, 再加上四季度其他门店和超市贡献的收入, 2010年全年仍有望实现27亿以上的营业收入 (参见表2)。

而2011-12年一、二、三期将全年贡献业绩, 因此我们对公司11-12年的业绩预期的分拆预测和假设并没有发生变化, 因此也并对10年业绩预期的调整而调整。

表 1 中兴商业单季度合并损益表分析 (2009-1H2010)

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	69610	62097	63110	69353	80588	58053	131707	138641
同比增长 (%)	-1.50	10.53	13.28	14.65	15.77	-6.51	3.83	5.27
营业总成本(万元)	66451	59493	60712	64354	76755	56087	125944	132842
营业成本(万元)	56781	50566	51915	57157	65743	47265	107347	113008
营业成本/营业收入 (%)	81.57	81.43	82.26	82.41	81.58	81.42	81.50	81.51
营业税金及附加(万元)	296	286	311	324	339	262	582	601
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.42	0.46	0.49	0.47	0.42	0.45	0.44	0.43
销售费用(万元)	1480	1568	1322	1529	1459	1522	3048	2981
销售费用/营业收入(%)	2.13	2.53	2.09	2.20	1.81	2.62	2.31	2.15
管理费用(万元)	7865	6852	6888	5051	8943	6888	14717	15830
管理费用/营业收入(%)	11.30	11.03	10.91	7.28	11.10	11.86	11.17	11.42
财务费用(万元)	30	217	276	328	271	124	246	395
资产减值损失(万元)	0	3	0	-36	0	26	3	26
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	3159	2604	2398	5000	3833	1966	5763	5799
同比增长 (%)	3.23	78.49	35.70	653.26	21.35	-24.49	27.52	0.64
营业外收入(万元)	12	7	11	66	48	5	18	53
营业外支出(万元)	1	2	1	841	-50	43	3	-7
利润总额(万元)	3170	2608	2407	4224	3931	1928	5778	5859

同比增长 (%)	-5.32	115.86	20.33	119.66	24.02	-26.10	26.82	1.40
所得税费用(万元)	791	653	611	1178	983	482	1445	1465
有效所得税率 (%)	24.97	25.04	25.38	27.88	25.00	25.00	25.00	25.00
净利润(万元)	2378	1955	1796	3046	2948	1446	4334	4394
同比增长 (%)	-5.28	115.70	19.73	125.21	23.97	-26.06	26.82	1.40
净利润率 (%)	3.42	3.15	2.85	4.39	3.66	2.49	3.29	3.17
归属于母公司所有者的净利润(万元)	2378	1955	1796	3046	2948	1446	4334	4394
同比增长 (%)	-5.28	115.70	19.73	125.21	23.97	-26.06	26.82	1.40
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.085	0.070	0.064	0.109	0.106	0.052	0.155	0.157

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 中兴商业损益表盈利预测（2010 年 8 月 1 日更新）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	243055	264171	272029	389595	437528
同比增长 (%)	7.64	8.69	2.97	43.22	12.30
营业总成本(万元)	236105	251010	260545	364181	404632
营业成本(万元)	196891	216420	222728	318852	356536
营业成本/营业收入 (%)	81.01	81.92	81.88	81.84	81.49
营业税金及附加(万元)	1108	1218	1204	1724	1936
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.46	0.46	0.44	0.44	0.44
销售费用(万元)	6959	5899	7138	9155	9844
销售费用/营业收入 (%)	2.86	2.23	2.62	2.35	2.25
管理费用(万元)	29060	26656	28733	33895	36315
管理费用/营业收入 (%)	11.96	10.09	10.56	8.70	8.30
财务费用(万元)	2055	851	716	529	-25
资产减值损失(万元)	32	-33	26	26	26
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	6950	13161	11484	25413	32896
同比增长 (%)	-42.23	89.37	-12.74	121.30	29.44
营业外收入(万元)	2017	95	53	0	0
营业外支出(万元)	487	845	-7	0	0
利润总额(万元)	8480	12410	11543	25413	32896
同比增长 (%)	-26.57	46.34	-6.98	120.16	29.44
所得税费用(万元)	2210	3233	3517	6353	8224
有效所得税率 (%)	26.06	26.06	30.46	25.00	25.00
净利润(万元)	6270	9176	8027	19060	24672
同比增长 (%)	-18.51	46.35	-12.53	137.46	29.44
净利润率 (%)	2.58	3.47	2.95	4.89	5.64
归属于母公司所有者的净利润(万元)	6270	9176	8027	19060	24672
同比增长 (%)	-18.51	46.35	-12.53	137.46	29.44
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.225	0.329	0.288	0.683	0.884

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

中兴商业2010一季报点评：10年一季度增长23.97%基本依赖内生，外延扩张将推动11年业绩大增长，维持买入20100426

中兴商业深度报告：三期年内开业，奠定业绩大幅增长基础（买入，目标价17.15元）20100301

中兴商业09年报点评：09年业绩大幅增长46.35%，三期项目将成公司2011年后重大外延增长点（增持，维持）20100210

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。