

2010-08-02

百货商店

中兴商业 000715.SZ

维持

买入

当前价格	13.70 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)

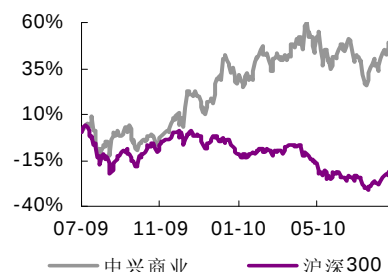
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	279
总市值(百万元)	3,822
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)	1.07
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	0.00	4.96	66.74
绝对收益	10.68	-1.29	45.66

相关报告:

期待三期开业后业绩提升

..... 2010-07-26

共苦方能同甘, 长期依然看好

◇ 事件: 公司公布 2010 年中报

◆业绩略低于预期, 净利润同比增长 1.40%:

2010 年上半年公司营业收入 13.86 亿, 同比增长 5.27%, 归属母公司净利润 4394.17 万元 (EPS 为 0.16 元), 同比增长 1.40%, 业绩略低于我们预期。净利润增幅放缓的主要原因是 1) I、II 期营业收入基数较大, 同比增速有限。2) 预付账款同比增加 989.95%, 导致利息收入减少, 财务费用同比增加 60.63%。3) 应付职工薪酬较期初余额增加 518.15%, 影响公司利润。4) 1Q2010 年增速较大是基于 1Q2009 年基数较小的前提下出现营业收入 (15.77%) 和净利润 (23.97%) 增速较高增长。

◆3Q2010 单季业绩将受歇业装修影响:

中兴 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, 公司中报披露业绩预减公告净利润将同比下滑 86.95%-91.84% (EPS 0.02-0.03 元)。由于三季度是百货传统淡季且年初已经提早通报和准备, 我们认为对该预警提示无须过度悲观。此外一二楼营业额是公司百货的主力收入来源, 因此不会出现三季度颗粒无收现象, 3Q2010 业绩下滑已是必然共识, 公司对于业绩下滑的预测可能是最保守的估计, 因此任何在此基础上的业绩回升都将被视为超预期表现。

◆3Q 共苦后, 期待 4Q 三期开业后同甘:

9 月 28 日中兴一--三期同时开业/复业将是公司“继往开来”里程碑意义的项目, 由于和前二期工程对接且定位功能互补, 预计培育期将大大缩短, 而公司整体坪效预计 2011 年仍能稳定维持在 2 万左右, 距离 I、II 期坪效近 3 万的高峰值仍有较大提升空间。此外 1H2010 公司会员消费占比持续提升至 46.8% (同比上升 3.68 百分点), 消费者对公司品牌认同度较高, 中兴商业具有较稳定的客流源亦对四季度业绩有一定保障作用。鉴于 III 期体量将近是 I、II 期体量的总和, 因此对于 4Q 业绩是否能力挽狂澜我们较为乐观, 2010 年全年业绩基本与 2009 年持平我们亦寄予厚望。

◆盈利预测与投资评级:

我们维持公司 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, 维持现价 (13.70 元) “买入”评级, 长期看好该公司发展的观点不变。

◆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。

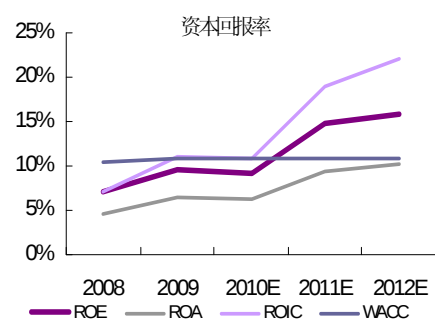
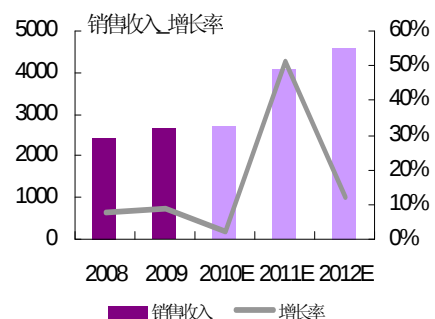
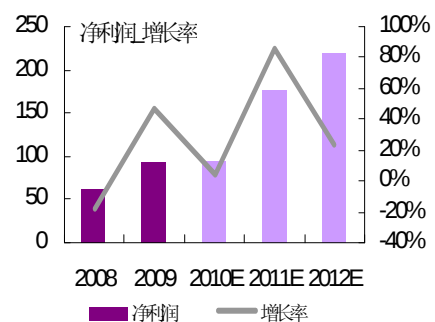
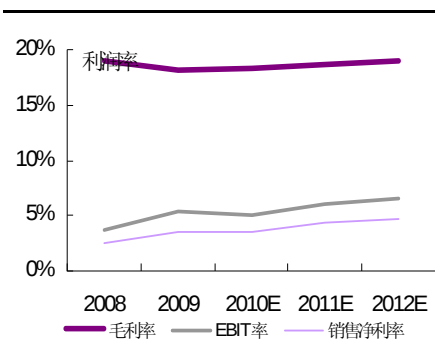
业绩预测和估值指标

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	61	42	40	22	17
P/B	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	35	22	22	13	10

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。

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	61	42	40	22	17
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	35	22	22	13	10
EV/EBIT	43	27	27	15	11
EV/NOPLAT	58	37	37	20	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。

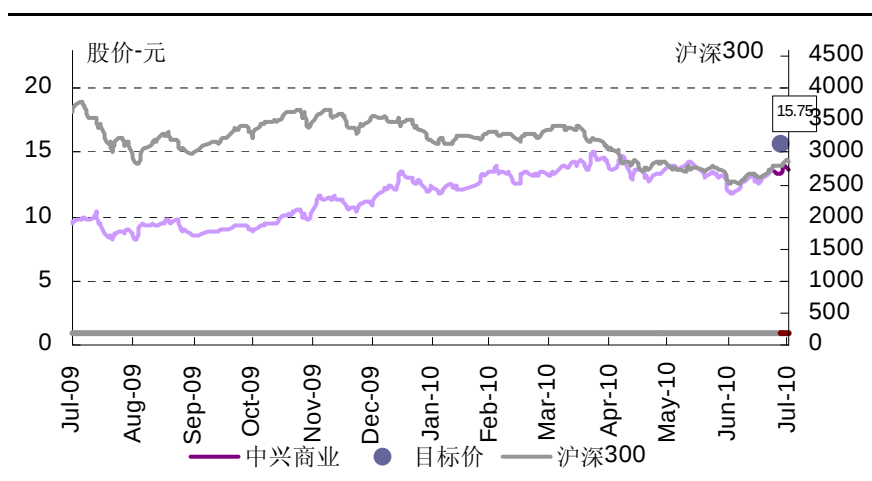
分析师声明

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	评级
2010-07-25	13.52	15.75	买入

买入	增持	中性
减持	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	lix1@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。