



批零贸易业/可选消费品

中兴商业 (000715)

三期投入营业促未来两年业绩增速加快

——中兴商业 (000715) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读:

公司是沈阳国资下属的商业企业,经营的中兴沈阳商业大厦是沈阳地区百货单体销售第一,2010年三期开业,面积的扩大将推动未来两年业绩增速的加快,增持。

投资要点:

公司第一大股东是沈阳中兴商业集团有限公司。原第二大股东华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited,原第三大股东中国新纪元有限公司已经在2009年-2010年全部减持。现阶段第一大股东沈阳国资对公司的控制力加强,将主导公司未来发展,将有助于投资项目的决策速度,有利于未来公司的项目发展。

主力门店外延式扩张带来收入增速加快:沈阳中兴商业大厦2009年占公司总收入的69%,是公司收入利润主体。中兴商业大厦原6.4万百货经营面积,三期建成后增加6万平米经营面积,按照2.45万的平效预测2011年中兴百货店的收入,假设超市和抚顺店稳健增长,预期2011年百货店收入可达30.38亿元,整体营业收入39.07亿元,增长47%;假设2012年中兴百货店平效达到3万/平米,预期中兴主体店收入37.2亿元,公司不考虑其他新开门店预期2012年公司营业收入47.06亿元,增长20%。

公司在沈阳具有显著的龙头地位,辽宁地区高端消费的快速增长对于公司收入及利润将有拉动作用。且中兴商业大厦三期投入运营后,整体面积扩大,且基本没有培育期,公司收入将在2011年、2012年快速增长。预期2010年-2012年每股收益0.27元、0.63元、0.89元,增速-19%、136%、42%,按照2011年0.63元30倍市盈率,目标价18.90元,首次评级给予“增持”评级。

中兴商业大厦自有物业经营面积12.4万平米,按照每平米3万元,自有物业重估价值37.2亿元,折合每股13.33元,为公司提供了安全投资边际。

风险:如果以现有项目来看,2012年后将主要依靠内生增长,整体增速将有所放缓。公司储备项目较少,缺乏对外扩张能力。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,431	2,642	2,663	3,907	4,675
(+/-)%	8%	9%	1%	47%	20%
经营利润 (EBIT)	90	140	96	239	337
(+/-)%	-28%	55%	-31%	148%	41%
净利润	63	92	74	181	255
(+/-)%	-19%	46%	-19%	144%	41%
每股净收益 (元)	0.22	0.33	0.27	0.65	0.92
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	3.7%	5.3%	3.6%	6.1%	7.2%
净资产收益率(%)	7.1%	9.5%	7.6%	16.4%	19.6%
投入资本回报率(%)	10.3%	16.8%	10.1%	33.2%	36.5%
EV/EBITDA	29.7	20.6	38.9	14.4	10.0
市盈率	63.1	43.1	53.5	21.9	15.5
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 首次评级

目标价格: **18.90**

上次预测: /

当前价格: 15.49

2010.12.20

交易数据

52周内股价区间 (元)	10.26-17.05
总市值 (百万元)	4,322
总股本/流通 A 股 (百万股)	279/278
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	67

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	959
每股净资产	3.44
市净率	4.5
净负债率	6%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.11
Q2	0.07	0.05
Q3	0.06	-0.09
Q4	0.11	0.20
全年	0.33	0.27

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	1%	41%
相对指数	1%	-12%	47%

相关报告

《中兴商业公司 2010-12-13 调研提纲》
2010.12.07
《主业经营平淡 物业价值提供投资保障》
2009.03.30

模型更新时间: 2010.12.20

股票研究

可选消费品
批零贸易业

中兴商业 (000715)

评级: 增持

上次评级: 中性

目标价格: 18.90

上次预测: 7.89

当前价格: 15.49

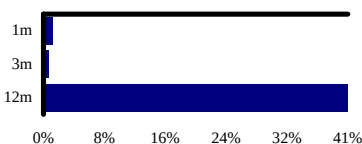
公司网址

www.zxbusiness.com

公司简介

公司是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,主要经营商业零售,兼营宾馆及餐饮业务。旗下中兴-沈阳商业大厦是一个集购物、休闲、餐饮、娱乐、住宿、旅游、情趣和科普为一体的大型商业服务中心,总建筑面积 14.5 万平方米,下设十五个零售商场,六个经营公司。中兴大厦成立十多年来,净资产增值达十倍。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

10.26-17.05

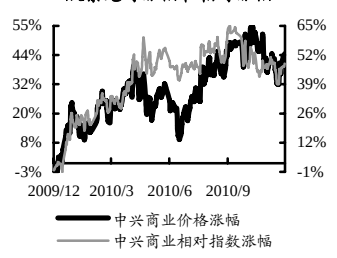
市值 (百万)

4,322

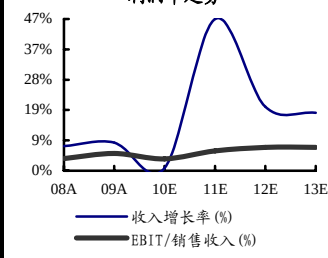
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
损益表						
营业总收入	2,431	2,642	2,663	3,907	4,675	5,509
营业成本	1,969	2,164	2,171	3,185	3,811	4,490
税金及附加	11	12	12	18	22	25
销售费用	70	59	62	91	104	123
管理费用	291	267	322	375	402	473
EBIT	90	140	96	239	337	397
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
财务费用	21	9	-2	-1	-3	-3
营业利润	69	132	98	240	340	400
所得税	22	32	25	60	85	100
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	63	92	74	181	255	300
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	316	307	226	528	577	976
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
长期投资	46	41	41	41	41	41
固定资产合计	588	734	855	976	1,098	1,221
无形及其他资产	284	273	265	257	248	240
资产合计	1,343	1,433	1,482	1,946	2,109	2,674
流动负债	459	464	501	839	799	1,116
非流动负债	0	8	1	3	6	10
股东权益	884	961	980	1,104	1,304	1,549
投入资本(IC)	646	614	714	538	691	542
现金流量表						
NOPLAT	67	103	72	179	253	298
折旧与摊销	36	37	0	0	0	0
流动资金增量	49	160	-39	288	-39	265
资本支出	-13	-131	-137	-137	-137	-137
自由现金流	139	170	-104	330	76	425
经营现金流	169	256	68	493	240	588
投资现金流	-9	-125	-137	-137	-137	-137
融资现金流	-160	-150	-12	-54	-53	-52
现金净增加额	0	-20	-81	302	50	399
财务指标						
成长性						
收入增长率	7.6%	8.7%	0.8%	46.7%	19.7%	17.8%
EBIT 增长率	-28.4%	54.7%	-31.3%	148.4%	41.2%	17.8%
净利润增长率	-18.5%	46.3%	-19.3%	144.0%	41.4%	17.7%
利润率						
毛利率	19.0%	18.1%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
EBIT 率	3.7%	5.3%	3.6%	6.1%	7.2%	7.2%
净利率	2.6%	3.5%	2.8%	4.6%	5.5%	5.5%
收益率						
净资产收益率(ROE)	7.1%	9.5%	7.6%	16.4%	19.6%	19.4%
总资产收益率(ROA)	4.7%	6.4%	5.0%	9.3%	12.1%	11.2%
投入资本回报率(ROIC)	10.3%	16.8%	10.1%	33.2%	36.5%	55.0%
运营能力						
存货周转天数	13	11	11	11	11	11
应收账款周转天数	0	#DIV/0!	0	0	0	0
总资产周转天数	202	192	200	22	6	19
净利润现金含量	2.70	2.79	0.92	2.73	0.94	1.96
资本支出/收入	1%	5%	5%	4%	3%	2%
偿债能力						
资产负债率	34.2%	32.9%	33.9%	43.2%	38.2%	42.1%
净负债率	-21.7%	-31.9%	-22.9%	-47.5%	-43.8%	-62.4%
估值比率						
PE	63.1	43.1	53.5	21.9	15.5	13.2
PB	4.5	4.1	4.0	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	29.7	20.6	38.9	14.4	10.0	7.5
P/S	1.6	1.5	1.5	1.0	0.8	0.7
股息率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

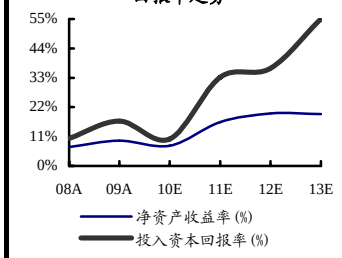
股票绝对涨幅和相对涨幅



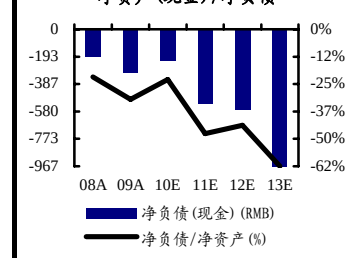
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 历史沿革

公司是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，主要经营商业零售，兼营宾馆及餐饮业务。旗下收入盈利主体中兴－沈阳商业大厦是一个集购物、休闲、餐饮、娱乐为一体的大型商业服务中心。

- ✓ 1987 年 12 月 10 日中兴－沈阳商业大厦开业，当时建筑面积 5.4 万平方米，经营规模始终位居全国百强商业企业前八位。
- ✓ 1995 年组建中兴商业集团。
- ✓ 1997 年完成股份制改造，创立中兴－沈阳商业大厦（集团）股份有限公司，并于深交所上市。
- ✓ 1998 年 5 月实施扩建改造工程，新中兴二期于 2000 年 9 月 28 日营业，一期二期总建筑面积 14.5 万平方米。
- ✓ 截止 2010 年，中兴一期二期总建筑面积 14.5 万平方米，百货经营面积 6.4 万平米。2010 年 9 月 28 日投入运营的三期经营面积 6 万平米，中兴－沈阳商业大厦总的百货经营面积共 12.4 万平米。

2. 股权结构

第一大股东沈阳中兴商业集团有限公司

公司第一大股东为沈阳市商业国有资产经营有限责任公司，2008 年 8 月 18 日，经沈阳市工商行政管理局核准，已由原“沈阳市商业国有资产经营有限责任公司”正式更名为“沈阳中兴商业集团有限公司”。

2008 年 9 月 24 日前，中兴商业集团持有公司股份 90457188 股，占公司总股本的 32.42%。2008 年 9 月 24 日，中兴商业集团首次增持本公司股份 814924 股，占总股本的 0.29%。2008 年 9 月 24 日至 12 月 29 日，中兴商业集团通过深圳证券交易所证券交易系统累计增持本公司股份 2790103 股，占公司总股本的 1%。截至 2008 年 12 月 29 日，中兴商业集团合计持有本公司股份 93247291 股，占公司总股本的 33.42%。

自 2008 年 9 月 24 日首次增持至 2009 年 5 月 18 日，中兴商业集团通过深圳证券交易所证券交易系统累计增持本公司股份 400.0903 万股，占总股本的 1.434%，使所持本公司股份达 9445.8091 股，占总股本的 33.86%。

第二大股东华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited，第三大股东中国新纪元有限公司已经在 2009 年-2010 年全部减持：

中信信托原是公司第二大股东，持有公司 29.5% 股权，2006 年 6 月，中信信托将持有的中兴商业 6331.29 万股法人股(占中兴商业股份总数的 29.5%)转让给中信百货；双方商定本次股份转让的基准转让价款合计为人民币 24335.5 万元。转让价款将以美元支付，美元兑人民币的汇率以放款前一工作日中国人民银行发布的人民币汇率交易收盘价公告中银行间外汇市场美元对人民币汇率的收盘价计算。

中信百货在 2006 年中期后将持有股权转让给了华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited 以及另一家控股股东不详的中国新纪元有限公司——

- ✓ 华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited: 2008 年 6 月 30 日, 公司第二大股东 CITIC Capital Shopwell Investment Limited (以下简称“中信百货”) 的控股股东 Fine Investment Limited 与 Central Prosperity Holdings Limited 签订《股权转让协议》, 向 Central Prosperity Holdings Limited 转让所持有的 100% 的中信百货股权, 经双方协商确定, 本次股权转让价格为人民币 66000.4864 万元, 以等值美元支付。此交易涉及原由 Fine Investment Limited 通过持有中信百货股权所支配的公司 7337.7411 万股外资法人股(占股份总额 26.3%)所对应的权益发生变更。自此 Central Prosperity Holdings Limited 成为公司第二大流通股东。而 Central Prosperity Holdings Limited 为华平的控股子公司, 华平为信息披露人之控股股东及实际控制人。
- ✓ 中国新纪元有限公司: 中信信托与新纪元公司于 2006 年 5 月 12 日签订《股份转让协议》, 中信信托将持有的中兴商业 1473.71 万股法人股(占中兴商业股份总数的 6.87%)转让给新纪元公司; 双方商定本次股份转让的基准转让价款合计为人民币 5664.5 万元。

表 1: Central Prosperity Holdings Limited (实际控制人华平) 减持公司股权

时间	交易方式	数量 (万股)	股权比例	减持价格 (元/股)
2010 年9月9日	大宗交易	1200	4.30%	13.48
2010 年9月15日	大宗交易	190	0.68%	14.05
2010 年10月25日	集中竞价	5.03	0.02%	16.33
2010 年10月29日	大宗交易	1395	5.00%	14.60
2010 年11月8日	大宗交易	1390	4.98%	14.04
2010 年11月17日	大宗交易	1390	4.98%	13.41
2010年11月30日	大宗交易	380	1.36%	13.76

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 2: 2009 年-2010 年原股东中国新纪元有限公司已经减持了公司持有的 1511 万股股权

时间	交易方式	数量 (万股)	减持价格 (元/股)
2009 年10 月	集中竞价	29.13	9.06-9.31
2009 年11 月	集中竞价	42.9	9.21-9.25
2009 年12 月	大宗交易	50	10
2009年12月31日	集中竞价	400	10.94-11.20
2010年1月5日	大宗交易	400	
2010 年1月12-14日	大宗交易	300	
2010 年1月18-21日	大宗交易	289	

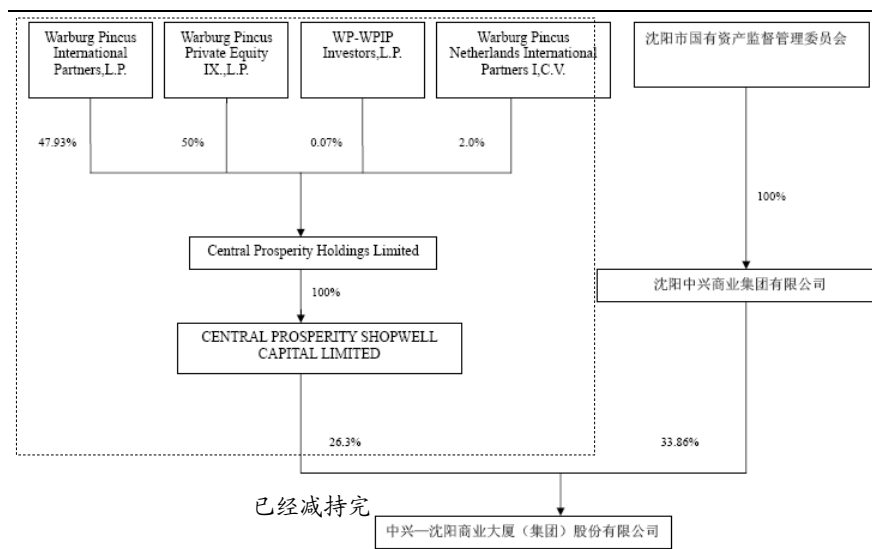
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

浙江银泰百货有限公司 2006 年进入, 2009 年底退出:

- ✓ 2006 年开始, 银泰逐步在二级市场上买入公司股票, 截止 2006 年底浙江银泰百货有限公司持有公司 401.9163 万股, 占公司股权比例 1.87%。
- ✓ 2008 年 10 月, 浙江银泰共计买入中兴商业无限售流通股份 490,000 股, 无卖出股份情形, 买入价格区间为 6.20 元-6.63 元;

- ✓ 2008 年 11 月，浙江银泰共计买入中兴商业无限售流通股份 4,710,305 股，买入价格区间为 6.50 元-7.40 元；卖出 5 股，卖出价 7.21 元
- ✓ 截止 2008 年 12 月，浙江银泰合计持有中兴商业 13,950,300 股股份，占该公司总股本的 5%。
- ✓ 2008 年底浙江银泰百货有限公司持有公司 2198.3517 万股，股权比例 7.88%。
- ✓ 2009 年 10 月-12 月，银泰减持了所持有的公司股权。

图 1：股权结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

现阶段，公司原本的大股东华平、新开元、浙江银泰都已经退出，第一大股东沈阳国资对公司的控制力加强，将主导公司未来发展，将有助于投资项目的决策速度，有利于未来公司的项目发展。

3. 沈阳商业环境及商圈分析

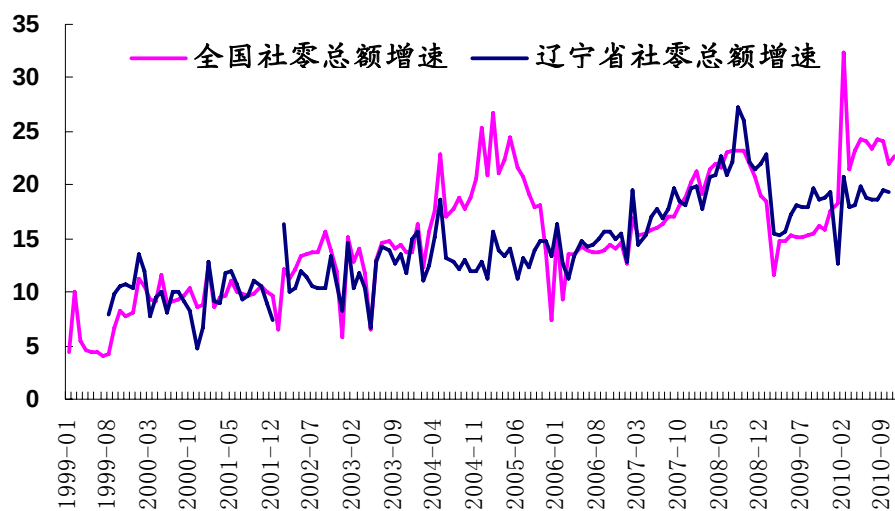
从社零总额增速来看，辽宁省的社会零售品总额增速一直低于全国增速。但是从我们实际的调研来看，沈阳地区的百货消费市场却蓬勃兴旺，我们分析主要两个原因：

- ✓ 沈阳集聚了全辽宁省高收入者，而此部分消费者愿意消费、]敢于消费且又能消费中高端奢侈品，而且消费场所主要集中在沈阳，与上海、北京等城市不同，沈阳地区高收入者的奢侈品消费主要集中在沈阳，而不是去香港或者国外购物；
- ✓ 普通居民在穿戴上投入较大。从沈阳和辽宁省内人均可支配收入来看，沈阳和盘锦人均可支配收入略高于全国平均水平，抚顺、鞍山人均可支配收入也较高，虽然从居民收入平均上并没有明显领先，但是辽宁普通消费者在中高档服装、化妆品、箱包上消费投入较大，占自身花费的比重远高于其他东部省市。

因此，沈阳地区的中高端定位百货和奢侈品名店数量有赶超上海、北京的趋势，LV 在沈阳有两家门店，Cartier、GUCCI、BURBERRY 等品牌

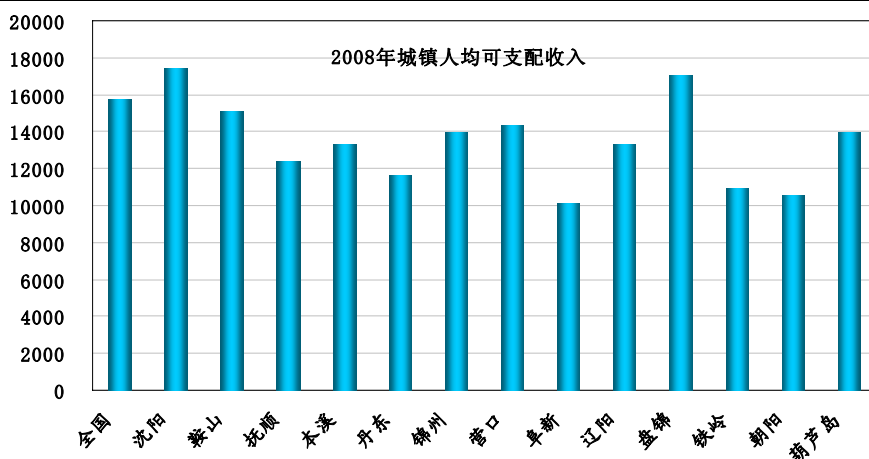
在沈阳也有两家以上门店，大型购物中心恒隆、卓展、大悦城、万象城纷纷看好并进入沈阳市场，可见沈阳地区的消费潜力不容小觑。

图 2: 辽宁省社零总额增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3: 辽宁省内城镇人均可支配收入



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

沈阳处于辽宁省的中心，因此抚顺、鞍山等省内三线城市到沈阳的车程都在 1 小时内，沈阳的商业覆盖的不仅是沈阳当地而是整个辽宁省。

图 4: 辽宁省内交通便利



数据来源：国泰君安证券研究

沈阳目前主要商圈两个——中街、太原街。区域商圈长江街、青年大街、铁西、北站商圈随着近两年新开门店较多，商圈人气也较旺。

表 3：沈阳中街主要百货门店

门店	开业时间	建筑面积	定位	实地调研感知
商业城	1991年开业， 现在闭店改造，2011年春节开业	地上6层，地下2层，7.9万平米	高端	在建，主体建设已经完成，主要为外立面装修和内部装修。地理位置较好，在中街地铁站出口处。
大商新玛特	??	地上8层，建筑面积7万	时尚化中档	开业时间较长，促销活动多，品牌认知度高，客流较好
兴隆大家庭	2001年	地下2层，地上5层，建筑面积19.7万平米	购物中心	2001年收购沈阳东亚广场后组建。内含兴隆超市、兴隆百货，以及运动休闲广场、名品广场、旗舰店广场、电器广场，还有餐饮娱乐，定位为一般老百姓消费场所，因此客流较好。
中粮大悦城	2009年	34万平米	年轻时尚化购物中心	客流一般，布局较零散，品牌认知度不高
恒隆广场中街店	2010年7月初	13.5万平米	中高端，类似上海港汇广场	购物环境较好，布局规整，且品牌为较为时尚的中高端品牌，客流较好。

数据来源：国泰君安证券研究

表 4: 沈阳太原街主要商圈

门店	开业时间	经营面积	定位	实地调研感知
欧亚联营	50年历史	46000平方米	中档	地理位置好, 联营为沈阳老百货品牌, 后欧亚收购, 客流非常好
新世界南京街店	1995年11月	13890平方米	一楼定位高端, 二楼以上定位中高	布局紧张, 面积狭小, 客流较少。一楼品牌较高端, 基本没有化妆品柜台, 二楼国际二线品牌以及珠宝展占比较大。
新世界百货中华街店	2005年12月	44000平米	定位中高	位于中华街中段, 靠近中兴, 定位为面向年轻消费群的中高端品牌, 面积较大, 一楼化妆品牌较全, 服装定位年轻时尚
中兴商业大厦	1987年	124000平米	定位中高, 集聚了部分国际一二线品牌	全国单体百货销售前五, 沈阳最老牌的百货, 拥有非常高的消费者认知度和忠诚度; 且经过几次改造, 物业环境较好, 是沈阳单体面积最大的百货门店, 集客能力强; 服务较好。面积较大因此实地感觉单位面积内顾客数量不多, 但实际顾客和消费数额都较高。
百盛		70000平方米	定位中档, 低于其他地区百盛	物业为租赁, 地理位置较好, 位于中兴对面, 但是经营情况一般, 客流较少
万达		70000平方米 (商业面积)	面积大, 品牌中高	地理位置较好, 紧靠车站, 前面面对中兴, 背后有沃尔玛, 但是客流较少
鹏达运动城			专业化定位	
美特斯邦威旗舰店			品牌专卖店	

数据来源: 国泰君安证券研究

表 5: 沈阳地区单体百货销售前三

百货店	开业时间	面积	2009 年收入	平效 (元/平米)
中兴商业大厦	1987 年	2009 年 6.4 万平米 (2010 年 12.4 万平米)	19.48 亿	30438
兴隆大家庭	2001 年	18 万平米 (内含百货、超市、家电)	17 亿	9444
卓展购物中心	2009 年	9.1 万平米 (建筑面积)	13 亿	14286

数据来源: 国泰君安证券研究

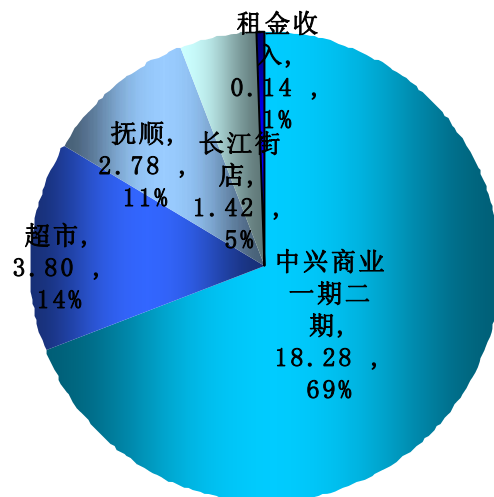
4. 主营业务

4.1. 百货业务为主的一体两翼发展规划

公司的发展规划为一体两翼，一体主要指中兴商业大厦，中兴商业大厦 2009 年占公司总收入的 69%，是公司收入利润主体；而两翼分别指百货门店连锁扩张和超市连锁：

- ✓ 百货门店的连锁扩张：公司在沈阳省内开有两家百货门店，2009 年两家分店实现销售 4.2 亿元——**抚顺中兴时代广场店**，物业位于主商圈，对面为大商的百货门店，租赁，建筑面积 5 万平米，经营 3 万面积，公司控股子公司抚顺中兴时代广场商业有限公司，注册资本 500 万元，截止 2009 年 12 月 31 日，净资产为 8536583 元，营业收入 27759 万元，净利润 341 万元。另一家**长江店**，位于沈阳长江商圈，主要为托管，2010 年中已经停业。
- ✓ **超市连锁**：公司现有超市 6 家，2008、2009 年都没有开店，2009 年超市业务贡献 3.8 亿元收入。

图 5：中兴商业 2009 年分门店业务收入占比



数据来源：国泰君安证券研究

公司还有物业租赁收入，包括了：

- ✓ 停车场：中兴沈阳商业大厦三期附属的停车场 1 万多平米，700 个停车位，解决了附近停车难问题，因此在 2010 年获得政府补贴 1500 万元，现在每停车位按 5 元/小时收费。
- ✓ 写字楼：2009 年写字间出租率由上年的 90% 提高到 95%，实现经营收入 1,361 万元，同比增长 4.6%。

4.2. 中兴 - 沈阳商业大厦

中兴沈阳商业大厦 2009 年占公司总收入的 69%，是公司收入利润主体。中兴现在是沈阳地区单体面积最大的百货门店。且辐射车程仅 40 分钟的抚顺、鞍山等地。沈阳地区消费力较旺盛，人们注重衣着的品牌，敢于在化妆品和服装以及奢侈品上消费，消费环境有助于沈阳百货企业发展。

- ✓ 中兴沈阳商业大厦一期开业于 1987 年，是公司上市时的利润主体；
- ✓ 中兴沈阳商业大厦二期开业于 2000 年 9 月 28 日。1998 年 5 月实施扩建改造工程，新中兴二期于 2000 年 9 月 28 日营业，一期二期

总建筑面积 14.5 万平方米，百货经营面积 6.4 万平米。

- ✓ 三期开业于 2010 年 9 月 28 日，面积 6 万平米，现中兴 - 沈阳商业大厦总百货经营面积共 12.4 万平米。

2010 年 6 月下旬开始到 9 月份，中兴主楼一期和二期 3-7 层以上商场配合三期方城进行歇业装修改造。因此三季度公司收入 2.7 亿元，相比 2009 年下降 57%。

在 2010 年三季度的装修调整以及三期开业后——

1、在建筑结构上，中兴沈阳商业大厦布局主要为主楼与方城，即一期二期和三期，通过连廊互通。公司自有面积 23 万多平米，其中百货经营面积 12.4 万平米，其中一期二期 6.4 万平米，三期 6 万平米；停车场 1 万多平米，700 个停车位；其余都是写字楼面积。

2、中兴商业大厦定位“满足中档消费、服务高端消费、引领大众消费”。主要由于面积较大，因此涵盖了高端国际一线化妆服装箱包品牌中高端国际二线及国内一线品牌、以及时尚化年轻化的国内二线品牌。

- ✓ **高端国际一线品牌：**中兴一楼国际名品广场以经营国际品牌为主体，服务于高档消费客群的购物场所，现已有 CARTIER、BURBERRY、COACH、MAXMARA、HUGO BOSS、DUNHILL、POLO RALPH LAUREN、ESCADA SPORT、LLOYD、MAX&CO、Calvin Klein Jeans、VERSACE、S.T.Dupont 等品牌旗舰店，主要经营服装、鞋、皮具等商品。中兴国际名品广场是荟萃国际名牌，服务成功人士，全新展现“名品·名店·名人”的至尊形象，在东北地区综合性百货业态中，已成为经营国际品牌的一面旗帜。
- ✓ **国际一线的化妆品：**中兴一楼集聚了国际一线的化妆品品牌——Lamer、Giorgio Armani、Lancome、Dior、Estee Lauder、Chanel、La prairie、Sisley、Guerlain、HR 等，是沈阳地区经营品牌最全，定位最高的化妆品柜台。2009 年化妆品销售达到 2 亿元以上，占门店收入的 15%左右。
- ✓ **中高端国际二线及国内一线品牌：**公司二楼精品女装经营 LIU JO、TARA JAMON、宝姿、柯罗芭、朗姿等众多国际二线及国内一线知名女装品牌，服务于成功、成熟、知性、时尚的都市白领女性。在方城还引入了国际时尚品牌 ZARA，占据了方城 1-2 楼的重要位置，Zara 也采取扣点模式，预期一年销售可达 1 亿元左右，2010 年上半年原本在一楼的 CK、escada 等品牌在 2010 年三季度的调整装修后也搬到 2 楼；
- ✓ **时尚化年轻化的国内二线品牌：**时尚女装卖区位于中兴主楼三层，经营歌力思、思菩兰、凯撒、MiaMia、G.S、恩曼琳等国内 A 类、B 类时装，国内 A 类时尚女装、国内 A 类时尚裘皮皮衣系列及 ESPRIT、西马、英伦风暴、爱他爱她、芮雅等饰品品牌。少淑女装卖区位于中兴方城三层，集时尚休闲、少淑女装、美甲、饰品为一体。有 DGVI、小熊、W 等品牌服饰跃动青春时尚；有羽西、红地球、F2F 等化妆品牌细心呵护，有乐礼轩、贝瑞卡、VVA、等品牌饰品完美搭配，为尊崇时尚的你提供多彩梦幻组合。

4.3. 上下游关系

顾客忠诚度高:

公司不断着力于强化对高端会员及忠诚顾客的服务与管理。为高端会员提供尊享服务,提升其满意度和忠诚度,2009 年 VIP 卡和金卡会员累计消费 5.54 亿元,同比增加 6400 万元,上升 13%,占销售总额的 23.7%。

与经销商关系和谐:

- ✓ 公司管理层重视与经销商的关系,认为有两个上帝——消费者、供应商。控制与经销商的账期在 30 天内。因此在公司扩张及进入二线城市时,经销商非常支持。
- ✓ 但是公司也注重销售商的选择,对销售商采用末位淘汰制,并且按照考核收入*扣点率为最低的利润额,从而确保公司收入稳定增长。
- ✓ 2009 年,公司的销售大户 348 家,比上年增加 35 家,占供应商总数的 44.3%,实现零售 18.9 亿元,占零售总额的 81%;新引进强效品牌 33 个,总数达到 376 个,占品牌总数 40.9%,实现零售 17.8 亿元,占零售总额的 76.3%;新引进独家经营品牌 16 个,总数达到 166 个,实现零售 6.5 亿元,占零售总额的 27.6%。

5. 盈利预测

三期开业后经营较好,开业首日 9 月 28 日,实现 2700 万元销售。基本上三期开业后,面积扩张,原来在二期的黄金珠宝等品类转移到三期,经营收入可观,而二期方城主要为年轻时尚化女装,扣点率较高,在计算三期贡献收入时不好拆分计算,而是看整个中兴商业楼一体。

预计随着四季度三期开始贡献收益,一期二期重装后开业,中兴主体店收入会有恢复性的增长、正常性增长以及三期增量面积三方面推动,预计四季度中兴主门店收入可达 8 亿元。

按照假设条件——

- ✓ 假设 2010 年四季度百货门店含税收入 8 亿元,预期中兴百货主店收入 17.56 亿元,2010 年公司整体收入 25.27 亿元,;
- ✓ 按照 2.45 万的平效预测 2011 年中兴百货店的收入,假设超市和抚顺店稳健增长预期 2011 年百货店收入可达 30.38 亿元,整体营业收入 39.07 亿元;
- ✓ 假设 2012 年中兴百货店平效达到 3 万/平米,预期中兴主体店收入 37.2 亿元,公司不考虑其他新开门店预期 2012 年公司营业收入 47.06 亿元。

表 6: 收入预测 (亿元)

门店	2008	2009	2010 Q3	2010E	2011E	2012E	2013E
中兴商业一期二期	18.77	18.28	10.74	18.92	30.38	37.20	39.06
中兴商业三期							
超市 6 家	3.68	3.80		4.37	5.03	5.53	11.61
抚顺店		2.78		3.20	3.52	3.87	4.26
长江街店 (已关)		1.42					
租金收入	0.13	0.14		0.14	0.15	0.16	0.17
合计	22.58	26.42		26.63	39.07	46.75	55.09

数据来源: 国泰君安证券研究

费用会有上涨, 但幅度有限:

- ✓ 由于三期物业为自有, 因此体现到费用就是三期折旧摊销费用。三期的资本支出包括: 7.6 亿建筑成本、2 亿土地成本, 这两项分 45 年摊销; 1.5 亿元内装, 分 5 年摊销; 机械设备分 10 年摊销, 折合每年将增加 2000 万左右摊销费用;
- ✓ 三期开业基本没有新增人员, 截止 2009 年底公司有 2800 在册员工。员工工资水平比较高, 1 年 4 万多 - 5 万 / 年 (算五险两金), 到手 2.5 万 - 4 万 / 年, 包含了交通补贴、通讯, 福利非常好, 而且每年上涨 10%;
- ✓ 因为三期面积的增加, 水电费用会有增加。

我们预计 2010 年, 销售费用 6214 万元, 销售费用率 2.33%, 管理费用 32202 万元, 管理费用率 12.09%, 预计 2011 年销售费用 9116 万元, 增加 47%, 管理费用 38253 万元, 增加 19%。

盈利预测: 预期 2010 年-2012 年净利润 7401 万元、17470 万元、24833 万元, 净利润增速-19%、136%、42%, 每股收益 0.27 元、0.63 元、0.89 元。

6. 投资评级

公司在沈阳具有显著的龙头地位, 辽宁地区高端消费的快速增长对于公司收入及利润将有拉动作用。且中兴商业大厦三期投入运营后, 整体面积扩大, 且基本没有培育期, 公司收入将在 2011 年、2012 年快速增长。**按照 2011 年 0.63 元 30 倍市盈率, 目标价 18.90 元, 首次评级给予“增持”评级。**

自有物业提供安全投资边际。公司资产负债率较低, 截至 2010 年三季度末, 资产负债率 37.2%, 而且现金流充沛。我们按照中兴商业大厦自有物业经营面积 12.4 万平米, 按照每平米 3 万元, 自有物业重估价值 37.2 亿元, 折合每股 13.33 元, 为公司提供了安全投资边际。

风险: 如果以现有项目来看, 2012 年后将主要依靠内生增长, 整体增速将有放缓。公司储备项目较少, 缺乏对外扩张能力。其实公司品牌优势明显, 沈阳以及附近三线城市消费力旺盛, 对公司扩张都较有利。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		