

中兴商业(000715)调研报告

新征程第一步

可选消费/百货

推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 3 月 10 日

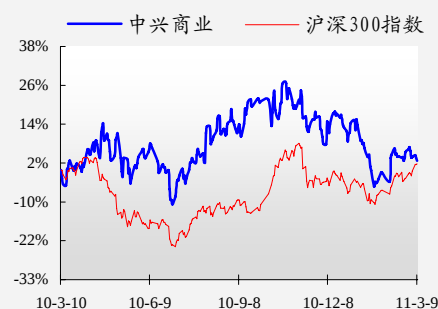
投资要点:

- **龙头企业进入成长新阶段:** 中兴-沈阳商业大厦(集团)有限公司是沈阳市国资委下属商业龙头企业,拥有百货门店两家,超市六家。公司主要收入和利润来源为位于沈阳市太原街商圈的中兴大厦本部。2010 年,公司对门店进行了扩建,经营面积由 6.6 万平增至 12.5 万平,进一步稳固了在太原街的领导地位,进入新的成长阶段。
- **商业氛围良好:** 辽宁是东北三省中经济最发达的省份,沈阳市为中国东北地区最大的中心城市和东北地区最大的交通枢纽中心,且辽宁省内地级城市经济也十分发达,具备较强的消费能力。发达的经济环境、便利的交通条件及四季分明的气候变化都为公司营造了良好的商业氛围。
- **三期项目质量齐增前景看好:** 三期项目于 2010 年 9 月 28 日顺利开业,新中兴不单单是面积的扩大,而是对品牌结构及品牌布局进行了重新调整和布局,实现了真正的全客层覆盖。同时,配套功能更加完善并解决了停车难问题。大厦重装开业当天即实现销售收入 2800 万元,1 月销售额 4 个多亿,同比增长 54%,可观的销售额充分体现出沈阳消费者强劲的消费能力以及对中兴品牌的认可。
- **成长空间打开:** 目前公司股权结构已经理顺,大股东战略清晰,为未来扩张打开了空间,且作为国资委下属企业,公司未来发展有望得到政府的进一步支持。
- **业绩反转,融资预期:** 我们认为中兴三期的开业将在未来两年为公司带来业绩反转,公司扩张空间打开,不排除公司再融资的可能。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.20、0.57 和 0.83 元,给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	264,171	8.69	9,176	46.35	0.33	1.81	41.11	
2010E	266,655	0.94	6,193	(32.51)	0.22	5.88	60.91	
2011E	390,464	46.43	16,017	158.64	0.57	14.37	23.55	
2012E	466,422	19.45	23,156	44.57	0.83	18.16	16.29	

走势图



市场数据

2011-3-9

收盘价:	13.52 元
52 周最高价:	17.05 元
52 周最低价:	11.50 元
平均持仓成本:	14.67 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	27,901
流通 A 股(万股):	27,901
每股收益(元):	0.06
每股净资产(元):	3.44
每股经营现金流(元):	0.39
市净率:	3.93

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

TEL: (8621)6336 7000 - 250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

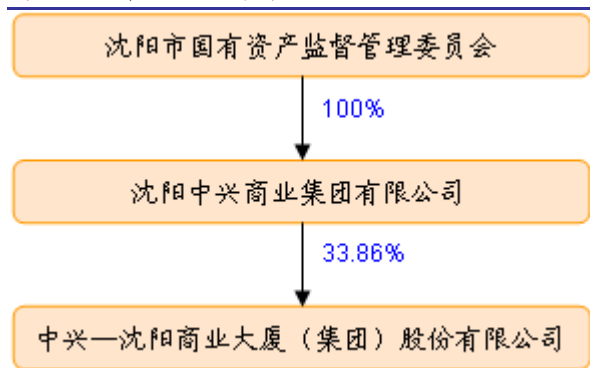
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 公司简介

中兴-沈阳商业大厦（集团）有限公司是沈阳市国资委下属商业龙头企业，拥有百货门店两家，超市六家。公司主要收入和利润来源为位于沈阳市太原街商圈的中兴大厦本部，2009 年，该店一、二两期收入占公司营业收入总额的 70%左右，2010 年，公司对门店进行了扩建，经营面积由 6.6 万平增至 12.5 万平，进一步稳固了在太原街的领导地位，进入新的成长阶段。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，东北证券

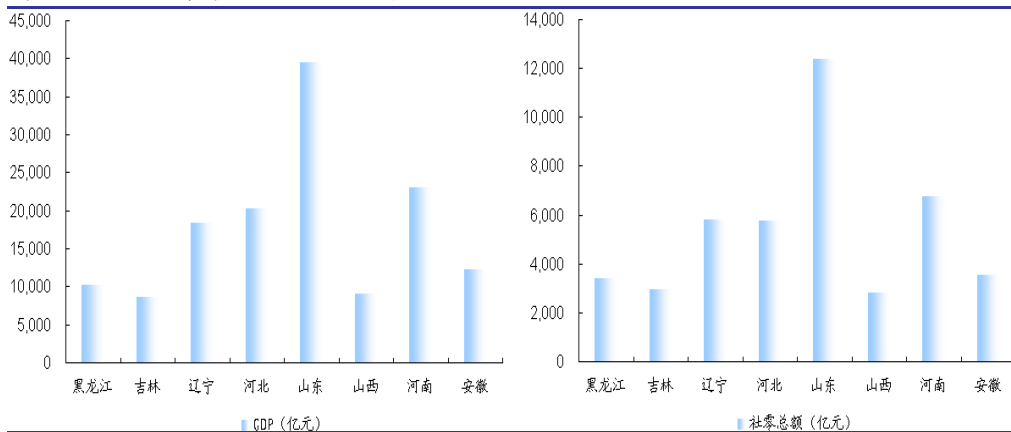
2. 经营环境——沈阳市龙头，太原街翘楚

2.1 立足沈阳，辐射周边

中兴商业大厦位于辽宁省沈阳市，发达的经济环境、便利的交通条件及四季分明的气候变化都为公司营造了良好的商业氛围。

辽宁是东北三省中经济最发达的省份，2010 年，辽宁省 GDP 为 18278 亿元，接近黑龙江和吉林两省的总和，在北方主要省份中位于前列，09 年社零总额为 5813 亿元，接近吉林省的两倍。

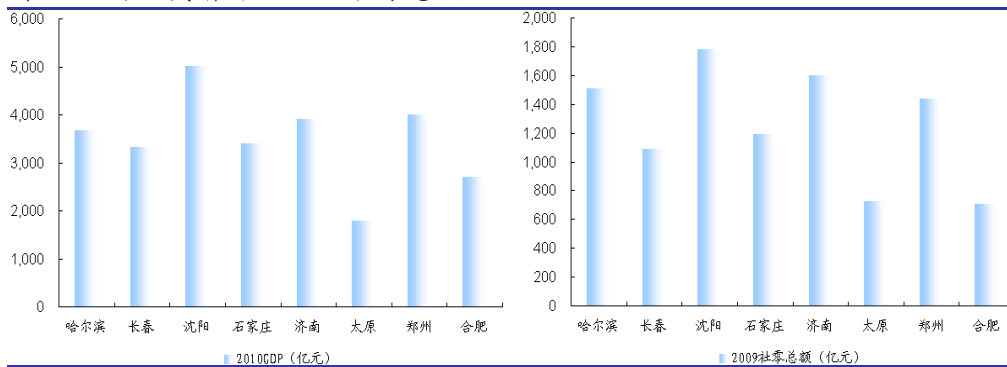
图 2：北方主要省份 GDP 及社零总额



资料来源：国家统计局，东北证券

沈阳市是辽宁省省会，为中国东北地区最大的中心城市，位于辽宁省中部，地处东北亚经济圈和环渤海经济圈，地区生产总值在全国省会城市中位列前 5 位。2010 年，沈阳市 GDP 为 5015 亿元，2009 年社零总额为 1779 亿元，位列北方主要省会城市之首。

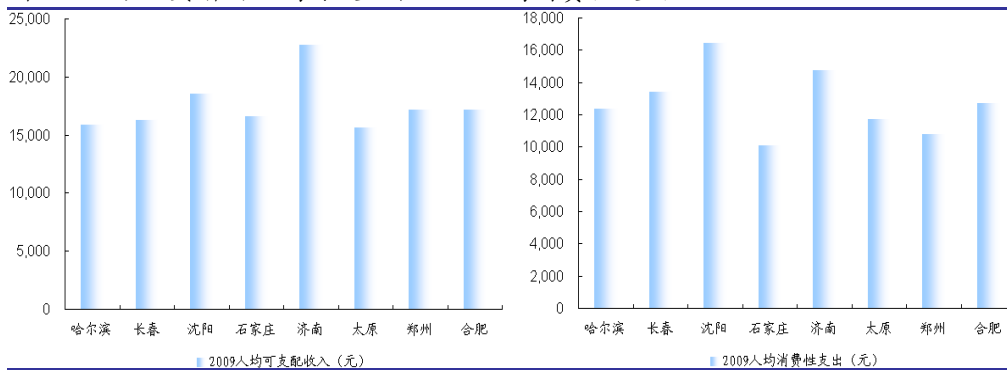
图 3: 北方主要省会 GDP 及社零总额



资料来源: 国家统计局, 东北证券

从人均情况看, 沈阳市 2009 年人均可支配收入为 18560 元, 低于济南, 但人居消费性支出达 16448 元, 远高于北方其他省会城市, 反映出沈阳居民消费意愿较强。

图 4: 北方主要省会人均可支配收入及人均消费性支出



资料来源: 国家统计局, 东北证券

交通方面, 沈阳市是东北地区最大的交通枢纽中心, 拥有东北地区第一大航空港沈阳桃仙国际机场; 铁路运输则有 5 条干线交汇并连接 8 条支线, 拥有三个铁路特等站, 与北京、上海、郑州并列为全国第一, 且高铁建设也日趋完善; 同时, 沈阳市的公路客运系统也十分发达, 运营中心区 7 个客运站。便利的交通使得沈阳市的商业辐射范围更广, 距沈阳 200 公里内的地级市有 8 个, 其中抚顺驾车至沈阳仅需 40 分钟。

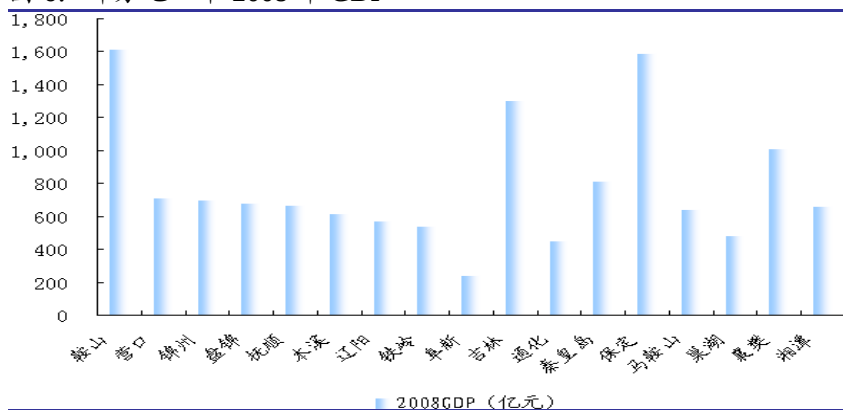
图 5: 沈阳周边二线城市及交通图



资料来源: 互联网, 东北证券

与许多其他省份不同的是，辽宁省内地级城市经济也十分发达，具备较强的消费能力。例如，抚顺是我国北方最大的石油化工城市之一，本溪是我国著名的钢铁城市，鞍山市东北地区最大的钢铁工业城市。从省内各地级市 GDP 来看，鞍山市 2008 年 GDP 超越北方多数地级城市，甚至与合肥、石家庄等省会城市相当，营口、锦州、盘锦、抚顺、本溪等市的 GDP 在北方地级市中也相对领先。

图 6：部分地级市 2008 年 GDP

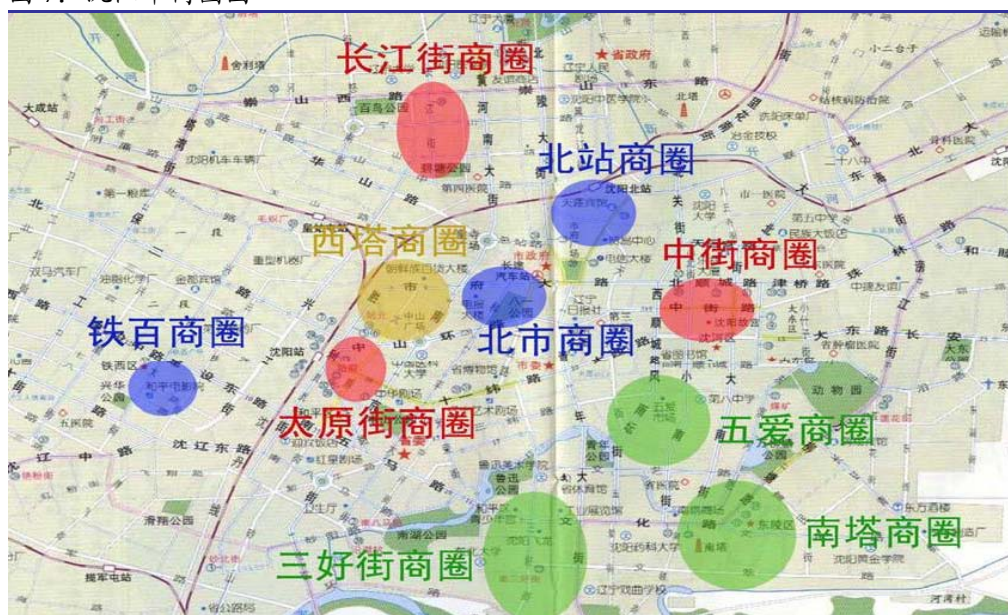


资料来源：WIND，东北证券

2.2 核心商圈，主导地位

沈阳市共有市级商圈 3 个（太原街商圈、中街商圈、长江街商圈），区级商圈 3 个（北市商圈、北站商圈、铁百商圈），专业商圈 3 个（五爱商圈、三好街商圈、南塔商圈），特色商圈 1 个（西塔商圈）。

图 7：沈阳市商圈图



资料来源：沈阳市商圈 2008 年报告

中街商圈和太原街商圈是沈阳市两大主力商圈，辐射范围大，对周边城市吸引力较强。而五爱街商圈、三好街商圈、南塔商圈均是辐射东三省的批发商场，是沈阳商业市场的重要组成部分，其它商圈性区域较强，是沈阳商业的补充。

表 1: 沈阳市商圈概况

	商圈	位置	商业面积	服务半径	定位	目标客户	典型商业
市级商圈	太原街商圈	和平区	约 100 万m²	沈阳市、本溪、抚顺、铁岭、辽阳、鞍山	中高端现代化国际商业中心	25~50 岁的中高端消费群	新世界(一店)、欧亚联营、新世界(三店)、中兴商业大厦、百盛、伊势丹、万达广场、沃尔玛
	中街商圈	大东区、沈河区	近 100 万m²	沈阳市, 本地消费者约占 80%, 外地消费者约占 20%。	4A 级商贸文化旅游区	年青、时尚	沈阳新玛特购物休闲广场、沈阳商业城、兴隆大家庭、罕王百货
	长江街商圈	皇姑区	约 170 万m²	皇姑区以及于洪区、和平区的小部分地区	中低档区域型商圈	中低端客户, 大众消费群体	金龙装饰材料市场、千盛百货、北京华联
区级商圈	北市商圈	和平区	0.16 万m²	辐射全市	关东文化特色的商贸区	周围市民、花草鱼爱好者	花鸟鱼市场
	北站商圈	沈河区	39.5 万m²	沈阳为主, 并辐射东北三省其它区域	以金融商务为主的中高端商圈	批发商、旅客、白领, 商务人士	卓展购物中心、北站地下灯饰城、名品地板文化广场
	铁百商圈	铁西区	60 万m²	主要服务区域为铁西区, 对周边其它区域的辐射	中偏低档、日常消费	铁西居民	铁西百货、友谊商场、九路建材市场
专业商圈	五爱商圈	沈河区	130 多万m²	东三省、河北、内蒙古东部、俄罗斯和独联体、东欧	全中国第二大小商品批发市场	中低档消费群	沈阳五爱市场服装城
	三好街商圈	和平区	55 万m²	沈阳、抚顺、辽阳、鞍山、吉林、黑龙江	IT 基地	青年、经销商	赛博数码广场、东软电脑城、百脑汇
	南塔商圈	东陵区	1.2 平方公里	沈阳市内以及东北其他地区	批发零售市场	商场业主	南塔电子市场、金马鞋城、中国鞋城、东北日杂市场
特色商圈	西塔商圈	和平区	0.27 万m²	辐射全市	韩商在中国的公务、商务和休闲娱乐基地	喜爱韩国特色的人士	朝鲜百货

资料来源: 沈阳市商圈 2008 年报告

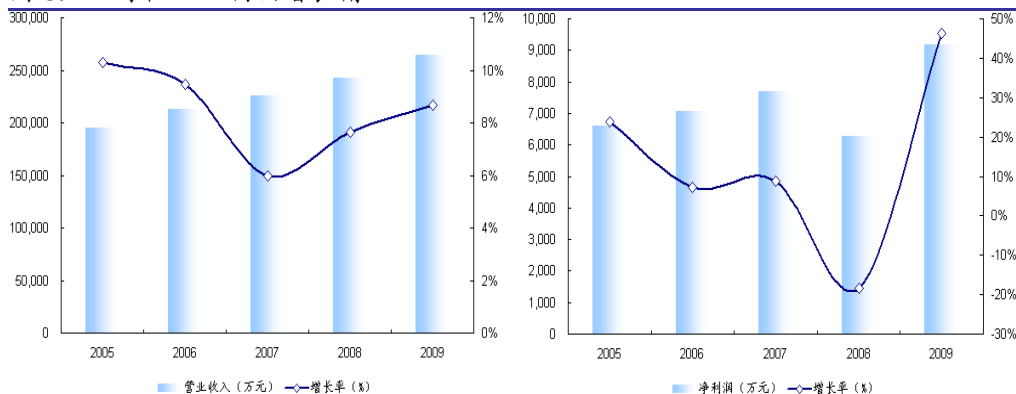
3. 三期开业——破茧成蝶，开启新篇

3.1 质量齐增，功能健全

中兴商业大厦本部位于沈阳市太原街商圈，该商圈是沈阳市最繁华的两个商圈之一，其整体定位是沈阳市最高端的商业中心，商圈内汇聚了两家新世界百货、美美百货、欧亚联营、百盛、伊势丹、万达广场等多家商业企业，竞争十分激烈。太原街商圈服务半径辐射整个沈阳市，并对周边城市的客户群体（本溪、抚顺、铁岭、辽阳、鞍山）有巨大的吸引力，主力目标客户群是 25~50 岁的中高端消费群，与中街商圈相比更为高端，各类商业配套设施更加完善。

中兴商业大厦一、二两期建筑面积 14.5 万平方米，经营面积 6.6 万平方米，定位中高端消费群体，自 1987 年开业以来，已有 23 年的发展历史，是公司最主要的收入和利润来源。由于受到单体百货成长的瓶颈限制及股权之争的影响，公司近年来营收增长及净利润增长均不尽人意，鉴于此种情况，公司投入建设了三期项目，扩大经营面积 5.9 万平，并于 2010 年 9 月 28 日顺利开业。

图 8: 公司收入及利润增长情况

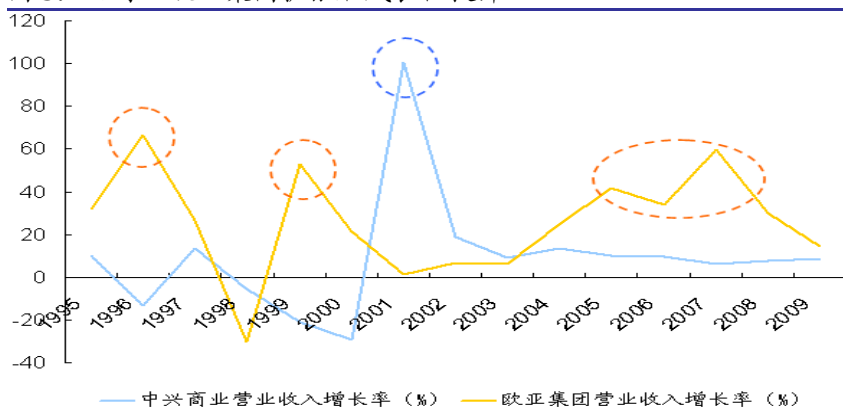


资料来源: 公司公告, 东北证券

新开业的中兴不单单是对面积的扩大，而是对品牌结构及品牌布局进行了重新调整和布局，引入了 CARTIER、E.ARMANI、BURBERRY、HUGO BOSS、COACH 等高端品牌，海蓝之谜、兰蔻、雅诗兰黛、迪奥、香奈儿等化妆品系列以及积家、爱玛仕、劳力士、万宝龙等手表品牌。另外，公司在年轻时尚品牌方面的短板在本次调整中也有了极大的改善，引入 DAZZLE、W、Mia Mia、G.S、SCOFIELD 等品牌并增加居室用品、户外运动等品类，完善了经营格局，实现了真正的全客层覆盖。同时，商场面积的扩大也使得餐饮、休闲、娱乐等配套功能可以配备得更加完善，停车位也由原来的 280 个增加至 800 个，解决了停车难问题，对商场客流起到了明显的拉动作用。

据了解，中兴商业大厦重装开业当天即实现销售收入 2800 万元，1 月销售额 4 个多亿，同比增长 54%，可观的销售额充分体现出沈阳消费者强劲的消费能力以及对中兴品牌的认可，且从历史经验看，公司 2000 年 2 期开业后，2001 年营业收入同比增长 100.54%，并在高基数的基础上，2002 年仍实现 19.07% 的收入增长。虽然当前的竞争环境及发展阶段与当年有很大差距，但对于将原有主力门店进行扩建的扩张模式，我们仍然持乐观态度。与公司类似发展的位于吉林省长春市的欧亚集团在 1995 年开设欧亚商都二期、98 年商都二期续建以及 04 年开设商都、卖场三期后，成长性也有明显的阶段性提升。

图 9：公司及欧亚集团扩张后成长性提升



资料来源：公司公告，东北证券

另外，公司具备较高的客户忠诚度，2009 年，公司 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%，到目前为止，公司会员卡消费已经达到营业收入的 49%，且作为沈阳市的老牌商业龙头，公司发卡量也达到 4 亿元以上且呈上升趋势。我们认为较高的客户忠诚度有利于公司快速度过培育期，而公司在品牌结构及营业布局方面的调整将为公司带来更多的本地及外地客源，并锁定更多消费者。

3.2 费用合理，盈利能力增强

从盈利能力看，公司净利率位于行业较低水平，主要受人工成本较高的拖累，公司 09 年人工费用高达 1.6 亿元，人均营业收入为 92.4 万元，人均净利润为 3.21 万元，均处于行业较低水平水平。

表 2: 部分上市公司盈利能力情况

证券代码	证券简称	净利率 (%)	人均营业收入 (万元)	人均净利润 (万元)
000987.SZ	广州友谊	9.64	215.37	20.75
600828.SH	成商集团	7.28	101.61	7.54
600628.SH	新世界	6.85	268.22	17.72
600785.SH	新华百货	6.55	544.71	32.28
600682.SH	南京新百	6.29	130.59	8.22
002277.SZ	友阿股份	5.50	110.44	6.02
600693.SH	东百集团	5.32	158.15	8.41
600631.SH	百联股份	4.93	151.26	5.95
000417.SZ	合肥百货	4.91	84.74	2.89
002419.SZ	天虹商场	4.42	76.30	3.37
000501.SZ	鄂武商 A	4.00	69.68	2.10
000564.SZ	西安民生	3.95	65.50	2.59
600859.SH	王府井	3.78	101.15	3.50
600814.SH	杭州解百	3.67	206.04	7.76
600697.SH	欧亚集团	3.64	128.62	3.66
002187.SZ	广百股份	3.59	129.00	4.61
000715.SZ	中兴商业	3.47	92.40	3.21
000516.SZ	开元控股	3.43	138.02	4.58
600738.SH	兰州民百	3.38	69.84	2.36
600858.SH	银座股份	2.19	308.57	7.00
600729.SH	重庆百货	2.18	80.93	1.73
600712.SH	南宁百货	1.90	132.80	2.59

资料来源: WIND, 东北证券

我们认为公司运营费用较高一方面由于老国企人员冗余问题突出, 另一方面由于公司长期以单体百货为主要盈利来源, 费用不能得到有效的分流。中兴三期开业后将大部分采用公司现有员工, 分担了人工成本, 其他费用则主要体现为每年 2000 万左右的固定资产折旧及每年新增 1500 万左右的水电费。虽然费用总额会有明显的增加, 但整体费用率将有所下降。

3.3 为未来扩张打开空间

公司整体的发展战略为“一体两翼”, 即以中兴商业大厦本部为主体、连锁百货和连锁超市为两翼均衡发展, 目前公司连锁百货只有中兴抚顺时代广场一家, 建筑面积 4.4 万平, 经营面积 3 万平方米左右, 于 2008 年开业, 开业当年即实现盈利, 2009 年实现营业收入 2.78 亿元, 净利润 341 万元, 对公司业绩影响不大。抚顺商业环境竞争比较激烈, 主要竞争对手为大商集团, 公司在抚顺不准备进一步扩张, 我们认为抚顺店未来会保持比较稳定的增长。

表 3: 抚顺店经营情况

门店	项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
抚顺时代广场	营业收入(万元)	24,874	27,759	30,800	33,440	36,960
	YOY (%)	-	11.60%	10.95%	8.57%	10.53%
	建筑面积(万平)	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
	平效(元)	5,653	6,309	7,000	7,600	8,400

资料来源: WIND, 东北证券

2005 年至今, 公司由于股权之争错失了很多机会, 不同股东对公司的发展方向持有不同的理念, 且由于存在股权摊薄问题, 在融资上也遭遇了很多障碍。目

前公司股权结构已经理顺，为未来扩张打开了空间。公司在扩张上主要考虑省内除大连以外的地级市，并以距离 200 公里以内的城市为主，且沈阳市内也有空间。我们认为公司在扩张模式上可能采取租赁、合作经营或自建物业的方式，也不排除收购兼并的可能，在体量方面，公司则更倾向于 5 万平以上的城市综合体项目，有助于享受地产升值。据我们实地考察发现，公司三期项目旁边仍有一处空地，面积在 8000 平米左右，如果未来有机会为公司所用，将会为公司带来新的增长。另外，从股权问题顺利解决、三期容积率较高、得到和平区政府对三期项目 1534.61 万元补贴等方面看，公司作为国资委旗下企业，其未来发展有望得到政府的进一步支持。

3.3 其他业务对公司影响较小

公司目前有 6 家超市及部分租赁业务，对公司业绩影响不大。公司超市面积在 6000-10000 平米不等，2009 年为公司贡献了 3.8 亿的营业收入，我们认为公司在连锁超市方面仍会有所发展，但步伐不会很快，未来以百货内置超市的方式与百货门店同步扩张也是比较可能的发展方向。

3.4 物业重估价值高

公司本部大厦位于沈阳核心商圈，共有自有物业 24 万平，价值可观，公司三期旁空地为港资企业所有，目前已报价 5 万元/平米，公司物业按每平米 1.5 万-2 万元/平米价格保守估计，重估价值也达 12 元-16 元，为公司股价提供了一定安全边际。

4. 盈利预测与投资建议——业绩反转，融资预期

我们认为中兴三期的开业是公司发展的一个新的开始，对中兴商业大厦的经营在质和量上均是一次飞跃，将在未来两年为公司带来业绩反转。同时，股权结构的理清使公司发展摆脱了束缚，扩张空间打开，公司有望从分红型公司转变为成长性公司，而在扩张的过程中，不排除公司再融资的可能。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.20、0.57 和 0.83 元，给予推荐评级。

5. 风险提示

三期项目经营情况低于预期，外延扩张受阻导致增长可持续性遭受质疑或扩张中拖累短期业绩，沈阳市竞争日趋白热化。

表 4：公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	264,170.78	266,654.93	390,463.57	466,422.01
营业成本	216,419.92	218,177.07	317,915.44	378,361.53
营业税金及附加	1,217.83	1,229.28	1,800.04	2,150.20
主营业务利润	46,533.04	47,248.59	70,748.10	85,910.27
销售费用	5,899.28	7,199.68	9,566.36	11,893.76
管理费用	26,655.84	30,931.97	39,025.17	42,342.31
财务费用	850.53	800.00	800.00	800.00
营业利润	13,160.52	8,257.35	21,356.57	30,875.20
营业外收支净额	-750.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	12,409.77	8,257.35	21,356.57	30,875.20
所得税费用	3,233.38	2,064.34	5,339.14	7,718.80
归属母公司净利润	9,176.40	6,193.01	16,017.43	23,156.40
每股收益(元)	0.329	0.222	0.574	0.830

资料来源：公司公告，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。