

2011-03-22

批发和零售贸易

中兴商业 000715-SZ

业绩符合预期，四季度净利润力挽狂澜

◇ 事件：公司公布 2010 年年报

◆业绩符合预期，2010 年净利润同比下滑 27.63%：

2010 年公司营业收入 24.44 亿元，同比下滑 7.49%，略低于我们全年 26.82 亿元的营业收入预测。公司全年净利润 6641 万元（EPS 0.24 元），同比下滑 27.63%，基本符合我们全年 7300 万元（EPS 0.26 元）的预判。营业收入略低于我们预期的原因是 4Q2010 公司 I-III 期的收入水平单季同比仅增加 13.02%，我们认为公司主楼 2-7 层近 3 个月的歇业对四季度的销售仍有一定的影响，在坪效恢复方面仍需一定时期，此外 I-III 期品牌调整也是收入略低于我们预期的一个原因。

◆四季度净利润力挽狂澜，2011 年业绩高增长初露端倪：

令人欣慰的是，公司 4Q2010 单季的净利润同比增长 60.65%（单季 EPS 0.18 元），显示了公司 I-III 期开业后，规模效应推动期间费用率（4Q2010 单季仅为 11.46%）下降较为明显。我们认为尽管 4Q2010 的营业收入增速有限，但人员费用开支的降低（III 期员工基本为 I/II 期的分流人员）以及折旧摊销的刚性（I/II 期开业较长，目前折旧摊销每年约 500-600 万，远远低于 III 期每年 1400-1500 万的折旧摊销费）从而拉低了单季的整体费用率，亦为 2011 年业绩高增长奠定了一定的基础。

◆2011 年坪效内生性恢复及期间费用率是公司两大亮点：

我们重申之前的观点，即公司在 2011/2012 年两年将有爆发性增长机会，一方面从外延面积来看，三期较大的体量保证了公司内生坪效的恢复将有一定的空间，我们较为看好 III 期坪效提升至歇业之前 I/II 期的 3 万/平米的内生性潜力。此外，随着公司未来较为确定的营业收入增长，较为刚性的期间费用将使得期间费用率总体在未来几年持续下降，也保证了公司未来净利润率及净利润增速上有一定提升空间，除了水电费用未来将有所提升外，公司人工成本及折旧摊销我们预期未来几年变化有限，因此未来较好的期间费用控制能力也是 2011 年的一大看点。

◆维持买入评级，建议 14.00 元以下积极参与：

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.61/0.79/0.96 元（之前为 0.63/0.79/0.92 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR59.2%，给予公司六个月目标价 18.30 元，对应 2011 年 30 倍市盈率，目前公司股价 13.54 元对应 2011 年仅 22 倍估值。公司未来二、三年成长性基于门店内生坪效的逐步提升及期间费用率的显著下降，有理由相信近期公司业绩改善空间较大。此外公司在百货同行中股权结构亦较为清晰，给予买入评级，建议投资者 14 元以下积极参与。

◆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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,642	2,444	4,143	4,920	5,503
营业收入增长率	8.69%	-7.49%	69.54%	18.76%	11.85%
净利润（百万元）	92	66	169	220	268
净利润增长率	46.35%	-27.63%	154.60%	29.97%	22.02%
EPS（元）	0.33	0.24	0.61	0.79	0.96
ROE（归属母公司）	9.55%	6.59%	14.36%	16.12%	16.89%
P/E	41	57	22	17	14
P/B	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	22	30	13	10	8

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。

维持

买入

当前价格	13.54 元
目标价格	18.30 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

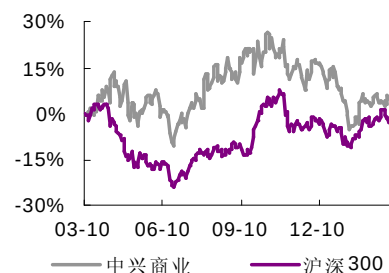
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	279
总市值(百万元)	3,778
流通比例(%)	99.66%
12 个月最高/最低(元)	17.05/11.50
近 3 月日均成交量(百万股)	2.40
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	0.75	-10.54	2.85
绝对收益	-0.81	-11.84	0.22

相关报告：

中兴商业：整装待发，估值仍显优势——公司二股东减持完毕公告点评

..... 2010-12-14
靴子即将落地，前景再现曙光——中兴商业二股东减持公告点评（建议积极买入）

..... 2010-11-17
获政府补贴 1534.6 万，为外延扩张埋下伏笔——中兴商业获政府补贴点评（维持买入）

..... 2010-11-15

图表 1：中兴商业 III 期 2011-2013 年将贡献 EPS 0.16/0.27/0.37 元

中兴商业三期 2011-2013 年盈利拆分

	2011E	2012E	2013E
III 期营业收入（万元）	114288.09	137145.70	157717.56
毛利率%	18%	18%	18%
成本	93716.23	112459.48	129328.40
固定资产（万元）	36500	36500	36500
建筑	31937.5	31937.5	31937.5
建筑折旧年限	20	20	20
建筑每年折旧（万元）	1548.97	1548.97	1548.97
设备	4562.5	4562.5	4562.5
设备折旧年限	8	8	8
设备每年折旧（万元）	442.56	442.56	442.56
土地	21500	21500	21500
土地折旧年限	45	45	45
土地每年折旧（万元）	477.78	477.78	477.78
水电费 万元	1060	1060	1060
装修费	17000	17000	17000
装修摊销年限	5	5	5
装修每年摊销（万元）	3400	3400	3400
营业税金%	571.44	685.73	788.59
人工费用（万元）	7000.00	7000.00	7000.00
利润总额（万元）	6071.11	10071.19	13671.26
所得税	1517.78	2517.80	3417.82
净利润（万元）	4553.33	7553.39	10253.45
EPS	0.16	0.27	0.37

资料来源：光大证券研究所

图表 2：2011-2013 年中兴商业 EPS 拆分

2011-2013 年中兴商业 EPS 拆分（2011 年 03 月 21 日更新）

EPS 拆分	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
中兴 I-II 期	0.31	0.22	0.42	0.48	0.55
中兴 III 期	0.00	0.00	0.16	0.27	0.37
超市业务	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
合计	0.33	0.24	0.61	0.79	0.96

资料来源：光大证券研究所

图表 3：2011-2013 年中兴商业收支预测

2011-2013 年中兴商业收支预测表（2011 年 03 月 21 日更新）

单位(万元)	2011E	2012E	2013E
营业收入合计	414,316.38	492,048.40	550,337.62
营业成本合计	331,859.30	393,156.32	438,111.91
综合毛利率%	19.90%	20.10%	20.39%

营业收入增速%	69.54%	18.76%	11.85%
主营业务收入	406192.53	482400.39	539546.69
主营收入增速%	69.62%	18.76%	11.85%
主营业务成本	331859.30	393156.32	438111.91
主营业务毛利率%	18.30%	18.50%	18.80%
其他业务收入	8123.85	9648.01	10790.93
其他收入占主营比%	2.00%	2.00%	2.00%
其他业务成本	0.00	0.00	0.00
其他业务毛利率%	100.00%	100.00%	100.00%
百货业务			
门店收入统计 万元	351192.53	417400.39	464546.69
门店总数	2	2	2
当年新增门店数	0	0	0
营业面积 平米	149800	149800	149800
当年新增面积 平米	0	0	0
单店收入 万元	175596.27	208700.20	232273.34
面积坪效 元/平米	23444.09	27863.84	31011.13
成熟门店			
中兴商业大厦 I、II 期	203315.73	243978.88	268376.77
收入增速%	40%	20%	10%
面积 平米	66000	66000	66000
坪效 元/平米	30805.41	36966.50	40663.15
成长门店			
抚顺中兴时代广场	33588.72	36275.81	38452.36
收入增速%	10%	8%	6%
面积 平米	30800	30800	30800
坪效 元/平米	10905.43	11777.86	12484.53
培育门店			
中兴商业大街 III 期	114288.09	137145.70	157717.56
收入增速%	493.94%	20.00%	15.00%
面积 平米	53000	53000	53000
坪效 元/平米	21563.79	25876.55	29758.03
超市业务(不包含母体店)			
营业收入	55000.00	65000.00	75000.00
收入增速%	23.68%	18.18%	15.38%
营业成本	48785.00	57655.00	66450.00
毛利率%	11.30%	11.30%	11.40%
门店总数	8	10	12
当年新增门店数	2	2	2
营业面积 平米	53000	63000	73000
当年新增面积 平米	10000	10000	10000
单店收入 万元	6875.00	6500.00	6250.00

面积坪效 元/平米	10377.36	10317.46	10273.97
净利率	1.50%	1.50%	1.50%
净利润	825.00	975.00	1125.00
EPS	0.03	0.03	0.04

资料来源：光大证券研究所

图表 4：4Q2010 单季营业收入略低于预期，净利润增速符合预期

1Q2009-4Q2010 年中兴商业单季经营基本数据一览（2011 年 03 月 21 日更新）

	营业总收入(万)	营业总收入增速 (%)	营业成本(万)	销售毛利率 (%)	净利润(万)	净利率增速 (%)	净利率 (%)	期间费用(万)	销售期间费用率 (%)
1Q2009	69610.29	-1.50%	56781.03	18.43%	2378.33	-5.28%	3.42%	9374.88	13.47%
2Q2009	62096.57	10.53%	50566.35	18.57%	1955.32	115.70%	3.15%	8636.85	13.91%
3Q2009	63110.48	13.28%	51915.11	17.74%	1796.35	19.73%	2.85%	8485.95	13.45%
4Q2009	69353.44	14.65%	57157.43	17.59%	3046.39	125.21%	4.39%	6907.96	9.96%
1Q2010	80588.45	15.77%	65742.97	18.42%	2948.44	23.97%	3.66%	10673.06	13.24%
2Q2010	58053.04	-6.51%	47264.99	18.58%	1445.73	-26.06%	2.49%	8533.95	14.70%
3Q2010	27351.81	-56.66%	22979.99	15.98%	-2647.54	-247.38%	-9.68%	7766.28	28.39%
4Q2010	78380.83	13.02%	63183.20	19.39%	4894.05	60.65%	6.24%	8979.22	11.46%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告：

20100726 期待三期开业后业绩提升---中兴商业实地调研简报

20100802 共苦方能同甘,长期依然看好—公司 2010 年中报点评

20100913 二股东减持 4.3%股本，股权关系进一步理顺--中兴商业公告简评

20101013 两岸猿声啼不住，轻舟已过万重山—2010 年 3Q 业绩预告修正公告点评

20101022 继往开来，三期打开未来业绩空间---中兴商业 2010 年 3 季报点评

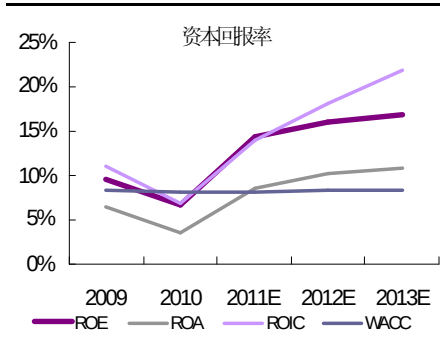
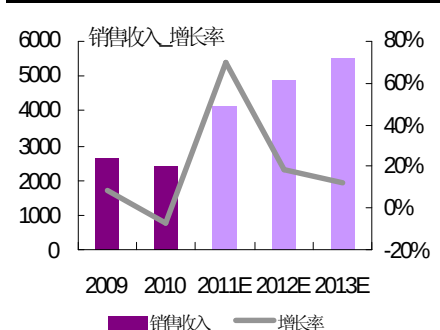
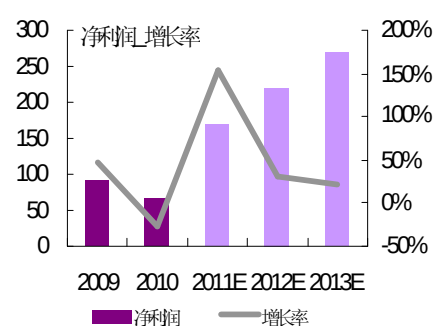
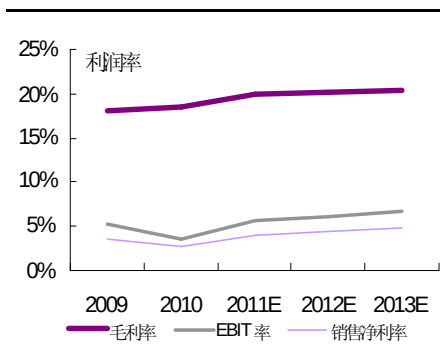
20101101 青山遮不住，毕竟东流去---中兴商业二股东连续减持点评

20101115 获政府补贴 1534.6 万，为外延扩张埋下伏笔---中兴商业获政府补贴公告点评

20101117 靴子即将落地，前景再现曙光—中兴商业二股东减持公告点评

20101214 整装待发，估值仍显优势---公司二股东减持完毕公告点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,642	2,444	4,143	4,920	5,503
营业成本	2,164	1,992	3,319	3,932	4,381
折旧和摊销	32	39	54	55	56
营业税费	12	14	23	27	30
销售费用	59	66	99	113	121
管理费用	267	285	464	546	605
财务费用	9	9	11	9	8
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	132	79	225	293	357
利润总额	124	87	225	293	357
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91.76	66.41	169.07	219.73	268.12

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,433	1,826	1,979	2,153	2,463
流动资产	377	425	618	798	1,113
货币资金	307	343	497	654	952
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	7	10	15	17	19
存货	57	62	97	115	128
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	562	1,083	1,052	1,047	1,043
无形资产	270	265	258	252	246
总负债	472	818	801	790	875
无息负债	472	758	672	790	875
有息负债	0	60	129	0	0
股东权益	961	1,008	1,177	1,363	1,587
股本	279	279	279	279	279
公积金	406	412	437	470	510
未分配利润	277	318	461	614	798
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	256	276	117	378	400
净利润	92	66	169	220	268
折旧摊销	32	39	54	55	56
净营运资金增加	-137	-292	329	-2	2
其他	269	462	-435	106	74
投资活动产生现金流	-125	-253	-21	-50	-50
净资本支出	-270	-265	20	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	145	12	-41	-100	-100
融资活动现金流	-150	23	58	-172	-51
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-125	60	69	-129	0
无息负债变化	138	285	-85	118	85
净现金流	-20	46	154	157	298

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.69%	-7.49%	69.54%	18.76%	11.85%
净利润增长率	46.35%	-27.63%	154.60%	29.97%	22.02%
EBITDA 增长率	54.59%	-26.48%	129.27%	22.83%	18.01%
EBIT 增长率	55.60%	-37.44%	169.43%	27.80%	20.94%
估值指标					
PE	41	57	22	17	14
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	22	30	13	10	8
EV/EBIT	27	43	16	12	9
EV/NOPLAT	36	56	22	16	13
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	4	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.08%	18.50%	19.90%	20.10%	20.39%
EBITDA 率	6.52%	5.18%	7.01%	7.25%	7.65%
EBIT 率	5.30%	3.59%	5.70%	6.13%	6.63%
税前净利润率	4.70%	3.57%	5.44%	5.95%	6.50%
税后净利润率 (归属母公司)	3.47%	2.72%	4.08%	4.47%	4.87%
ROA	6.40%	3.64%	8.55%	10.20%	10.89%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.55%	6.59%	14.36%	16.12%	16.89%
经营性 ROIC	11.13%	6.85%	14.04%	18.04%	21.89%
偿债能力					
流动比率	0.81	0.53	0.79	1.03	1.29
速动比率	68.84%	45.11%	66.28%	88.00%	114.33%
归属母公司权益/有息债务	-	16.80	9.12	-	-
有形资产/有息债务	-	25.85	13.31	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.33	0.24	0.61	0.79	0.96
每股红利	0.07	0.00	0.12	0.16	0.19
每股经营现金流	0.92	0.99	0.42	1.36	1.43
每股自由现金流(FCFF)	1.86	2.29	-0.41	0.84	1.00
每股净资产	3.45	3.61	4.22	4.89	5.69
每股销售收入	9.47	8.76	14.85	17.64	19.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

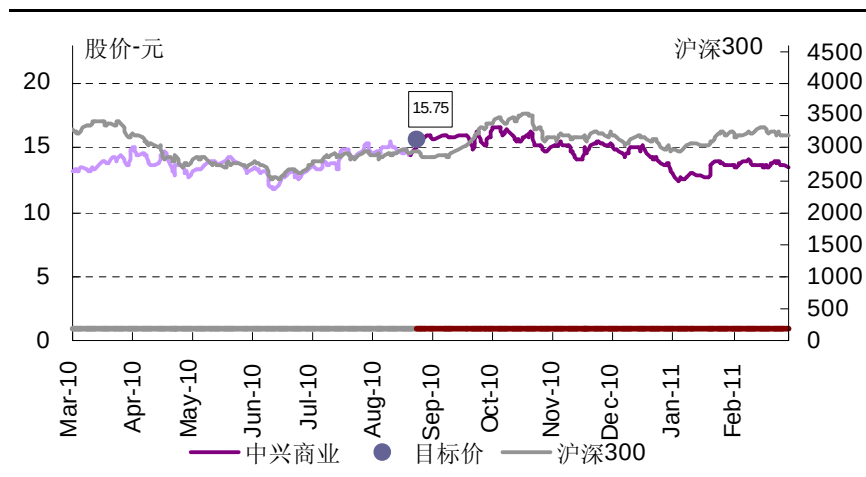
分析师声明

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



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-09-12	14.50	15.75	买入
2010-10-13	14.93	17.00	买入
2010-10-22	15.81	17.00	买入
2010-10-31	16.43	17.00	买入
2010-11-14	15.23	17.00	买入
2010-11-17	14.89	17.00	买入
2010-12-14	14.63	17.00	买入
2011-03-12	13.58	18.90	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

风险提示及免责声明

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。