

中兴商业(000715.sz)

中兴商业 2010 年报点评

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

2010 业绩回顾

公司 2010 年在主楼 2-7 层改造歇业 3 个月的情况下, 全年实现营业收入 24.4 亿元, 净利润 6640.7 万元, 扣除非经常性损益后归属于股东的净利润 6003.8 万元, 同比下降 7.49%, 27.63%, 36.85%。全年每股盈利 0.22 元, 净资产回报率 6.09%。三期项目 2010 年 9 月开业, 公司第四季度实现营业收入 7.84 亿元, 同比增长 13.0%; 净利润 4894 万元, 同比大幅增长 60.7%, 占全年净利润的 73.7%, 显示了公司装修改造完成和三期开业后的爆发性增长能力。

2011 经营展望

我们认为公司在 2011, 2012 年两年将有爆发性增长机会。主楼 2-7 层改造完成后将提高坪效, 并扭转 2010 年二、三季度盈利下滑/亏损的局面。此外三期项目开业增加了 5.9 万平米的经营面积, 相对于在原有一、二期项目 6.6 万平米的经营面积增加了 89.4%。三期和主楼改造后实现完美对接, 培育期几乎可以忽略, 2011 和 2012 年将全面发力贡献收入增长; 中兴商业的控制权大战落幕, 2011 和 2012 年将是集中精力抓发展的攻坚年; 三期项目引进若干国际高端品牌入驻, 部分品牌是沈阳独家, 具有资源稀缺性, 预计随着经营管理水平的提高坪效将逐步提升; 此外, 公司的人均创收也有较大的提升空间。

投资建议

我们预计公司 2011-2013 年每股盈利为 0.63 元, 0.80 元, 1.00 元。当前股价对应 2011 年市盈率 21.0 倍, 给予买入评级, 目标价 18 元。

风险提示

沈阳商圈高端消费品市场竞争加剧; 品牌消费增速下降

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,641.71	2,443.74	4176.24	4782.03	5485.04
增长率(%)	8.69%	-7.49%	70.90%	14.51%	14.70%
EBITDA(百万元)	167.47	137.76	292.32	347.27	416.66
净利润(百万元)	91.76	66.41	175.47	221.83	280.13
增长率(%)	46.35%	-27.63%	164.23%	26.42%	26.28%
每股收益(元)	0.329	0.238	0.63	0.80	1.00
市盈率	34.75	63.15	21.16	16.74	13.26
市净率	3.31	4.16	3.14	2.64	2.20
BV/EBITDA	17.21	28.39	13.35	9.87	7.07

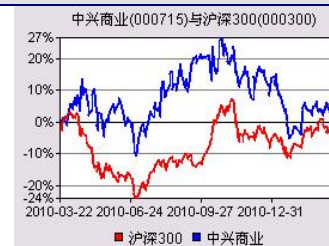
数据来源: 中兴-沈阳商业大厦(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	13.31
目标价格(元)	18.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.02%	-10.92%	2.63%
沪深 300	1.38%	-0.26%	-2.89%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	279.01/278.05
主要股东:	沈阳中兴商业集团有限公司
主要股东持股比例	33.86%

财务比率

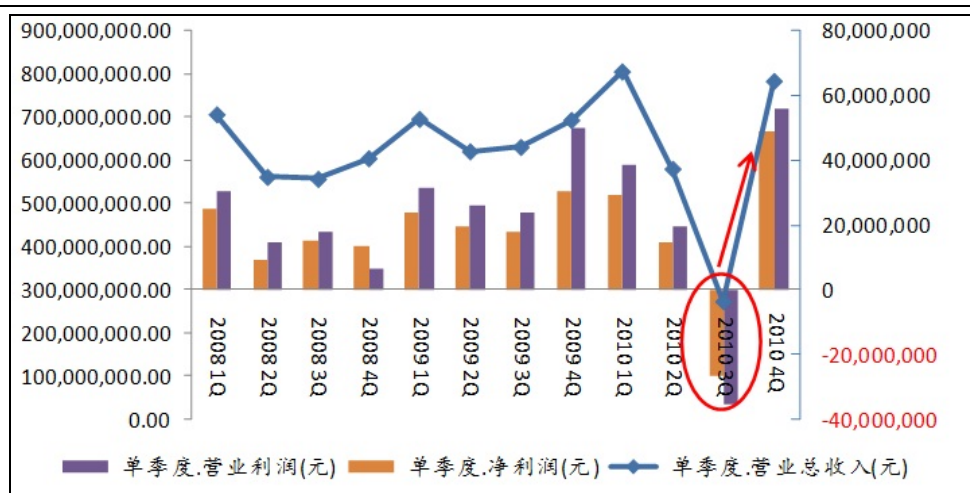
ROE	6.59%
ROA	5.90%
资产负债率	44.78%
每股净资产(元)	3.61
2010 年报数据	

2010年业绩回顾

2010年全年业绩受损但符合预期，增长动力蓄势待发

公司2010年在主楼2-7层改造歇业3个月的情况下，全年实现营业收入24.4亿元，净利润6640.7万元，扣除非经常性损益后归属于股东的净利润6003.8万元，同比下降7.49%，27.63%，36.85%。全年每股盈利0.22元，净资产回报率6.09%。三期项目2010年9月开业，公司第四季度实现营业收入7.84亿元，同比增长13.0%；净利润4894万元，同比大幅增长60.7%，占全年净利润的73.7%，显示了公司装修改造完成和三期开业后的爆发性增长能力。

图1: 中兴商业2008 1Q-2010 4Q营业数据

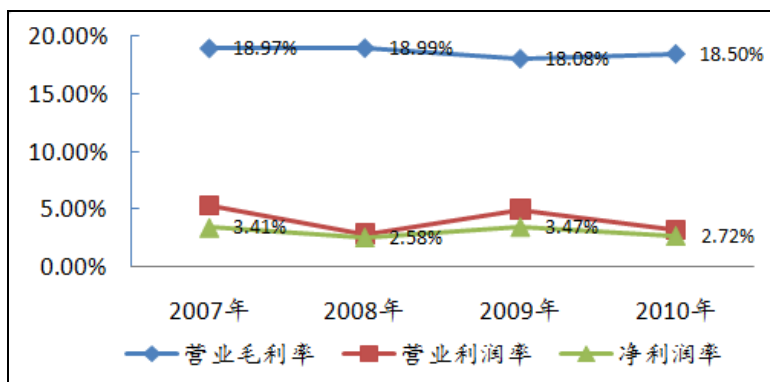


数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

毛利率提升

公司2010年的毛利率为18.50%，营业利润率为3.22%，净利润率为2.72%。毛利率同比提升0.42%，但营业利润率和净利润率同比分别下降1.76%和0.76%。

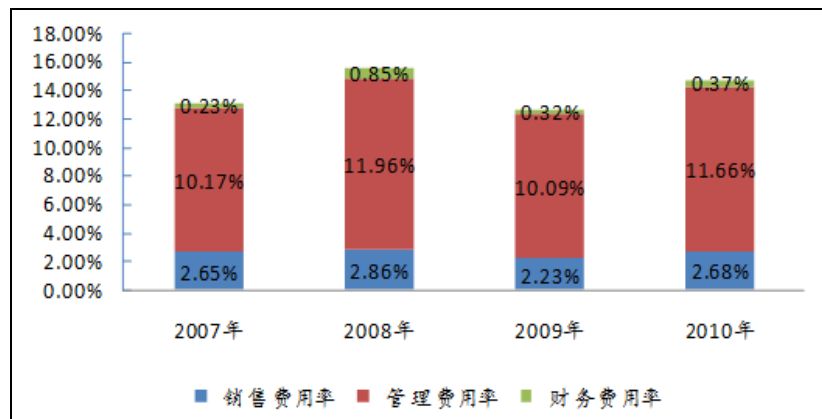
图2: 中兴商业2007-2010年利润率



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

公司2010年两率下降的主要原因是三项费用率同比上升了2.06%，因此尽管毛利率同比上升了0.42%，但仍然拖累公司盈利水平。

图3: 中兴商业2007-2010年三项费用率变化



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

公司2010年管理费用增长主要来自于三期项目暂估转固增加的累计折旧费用的提高和装修改造增加的长期待摊费用，而当年三期项目对营业总收入（同比下降7.49%）的贡献却未能得到充分反映，导致管理费用率提高；人工成本和其他日常费用的增幅在合理范围内。

表1: 中兴商业2010年管理费用构成

	2010年	2009年	增幅
人工成本	125,329,809.60	114,817,083.17	9.2%
折旧与摊销	41,614,649.45	34,862,200.17	19.4%
其他日常费用	118,008,571.58	116,879,086.29	1.0%
合计	284,953,030.63	266,558,369.63	6.9%

数据来源：公司年报

2011年经营展望

预计收入和利润大幅增长

中兴商业主要有两家百货商场，分别是位于沈阳太原街的中兴商业大厦和抚顺中兴时代广场。太原街商圈是沈阳最为繁华的地段，中兴商业大厦是当地的地标性建筑，主要经营高端的国际品牌产品如卡地亚，巴宝莉，Hugo Boss，香奈儿，阿玛尼，欧米茄，劳力士等。公司借三期建设的机会，进行了整体格局及品牌的调整，使得商品品类更加丰富、客户群更大。尤其是三期方城引进了一系列国际知名品牌，很多都是沈阳独家，具备较强的差异化品牌竞争力。三期方城2010年9月28日正式开业，主楼和方城共汇集国内外知名品牌2100个，20大类16万种商品；其中新引进品牌占30%，独家经营品牌占40%。

表2: 中兴商业楼层布局

	主楼（一、二期）	方城（三期）
B2	停车场	
B1	停车场	精品超市
1F	国际名牌，国际化妆品，钟表眼镜	精品超市
2F	精品女装	黄金珠宝、钟表眼镜

3F	时尚女装	少淑女装
4F	男装、鞋品皮具	鞋品
5F	毛织品、时尚休闲	运动服饰
6F	家居用品	通讯电器
7F	儿童世界	儿童世界、特卖区
8F		风味美食广场
9F		国际美食
10F		空中庭院

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

2010年四季度中心商业的营业收入同比增长13.0%，净利润同比大幅增长60.7%。显示了公司三期开业和一、二期改造完成之后的旺盛销售势头。三期项目开业以来经营情况良好，由于主楼和方楼通过空中走廊相连，我们估计3个月足够三期项目的成熟，2011年公司的经营业绩将开始全面释放。

沈阳地区人均可支配收入增速高于全国，沈阳新型工业化综合配套改革实验区将贯彻“一核、五带、十群”的发展模式，加大沈阳经济核心对周边城市的辐射力度，缩短交通半径。因此，沈阳地区经济社会发展和人均可支配收入的提高显著利好中兴商业，同时动车组、高速公路等兴建也有利于吸引沈阳周边地区有购买力的人群。

此外，中兴商业人均产出率存在提升空间。公司员工总数相对较高，退休员工负担较重，还存在传统国企的一些弊端，人均劳动生产率相对较低。2010年公司人均创收92万元，人均创利2.5万元，显著低于广州友谊、新世界、王府井、开元控股等A股上市企业。公司三期方城项目开业将不会带来员工总数的明显上升，公司利用现有的员工从事方城的销售和管理，有望在保持员工总数稳定的同时提高人均创收创利额。

股权争端了结，集中精力抓发展

华平资产此前作为中兴商业的第二大股东，持股7337.74万股，占公司总股本的26.3%。此前华平意图通过暗度陈仓的方式取得中兴商业控制权。但自2010年9月9日开始，华平资产开始数次减持（绝大部分通过大宗交易），至今已完全退出中兴商业，沈阳市国资委取得主导权。中兴商业具有非常优秀的管理团队，我们认为控制权之争结束有利于中兴商业稳定经营管理团队，集中精力发展业务。随着三期项目步入正常营业期，2011年将是公司集中精力抓发展的攻坚年。

盈利预测与估值

中兴商业一、二期主楼2010年三季度由于停业装修改造影响了销售收入，预计2010年将重新延续之前的增长率，并且考虑到三期项目带来的协同效应，预计坪效会有较大提高。中兴三期培育期较短，将很快贡献收入。三期方城连通一、二期主楼层，实现一体化发展。此种布局将有效地缩短三期项目的培育期，加速释放业绩。公司在承担了一定的业绩压力的情况下力主上马项目，体现了公司对所处商圈经营前景的乐观和长期发展考量。三期开业后，增大了经营面积，扩大了经营范围，特别是引进了更多的国际知名品牌，有利于更加合理地安排公司的商品品类和消费者定位。

我们预计中兴商业2011-2013年每股盈利0.63元、0.80元、1.00元，当前股价对应市盈率21.0倍，17.0倍，13.6倍。给予买入评级，12个月目标价18元。

风险提示

沈阳地区高端消费市场竞争加剧；消费增速下滑

资产负债表

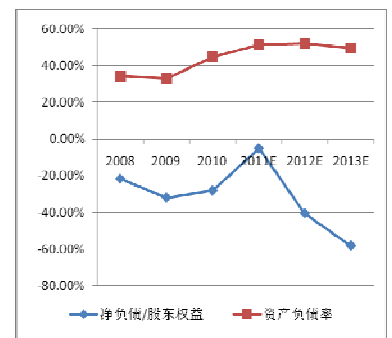
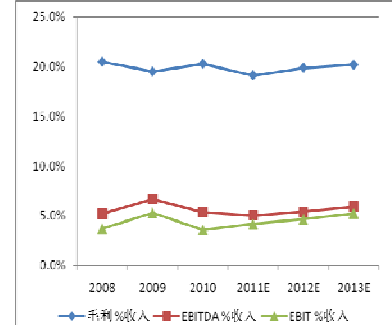
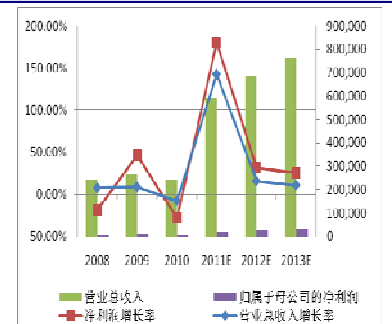
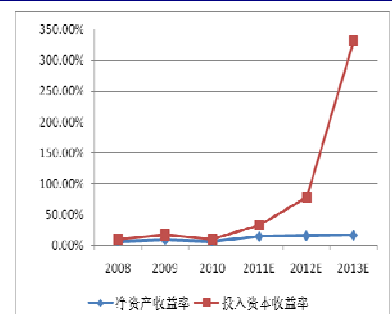
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	377	425	136	439	944
货币资金	307	343	0	285	767
应收及预付	13	19	31	36	41
存货	57	62	104	119	137
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,057	1,401	2,124	2,065	2,005
长期股权投资	0	0	793	793	793
固定资产	562	1,083	1,036	990	944
在建工程	172	0	0	0	0
无形资产	273	266	252	238	225
其他长期资产	49	52	44	44	44
资产总计	1,433	1,826	2,260	2,504	2,950
流动负债	464	803	1,076	1,099	1,264
短期借款	0	60	189	0	0
应付及预收	464	743	887	1,099	1,264
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	8	14	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	14	0	0	0
负债合计	472	818	1,076	1,099	1,264
股本	279	279	279.01	279.01	279.01
资本公积	317	317	316.72	316.72	316.72
留存收益	366	412	587.94	809.78	1,089.91
归属母公司股东权益	961	1,008	1,183.67	1,405.50	1,685.63
少数股东权益	0	0	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1,433	1,826	2,260	2,504	2,950

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2642	2444	4176.24	4782.03	5485.04
营业成本	2164	1992	3425	3921	4498
营业税金及附加	12	14	24	29	33
销售费用	59	66	157	173	192
管理费用	267	285	333	365	399
财务费用	9	9	4	3	-8
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	132	79	233	291	371
营业外收入	1	12	6	9	8
营业外支出	8	4	6	5	5
利润总额	124	87	234	296	374
所得税	32	21	58	74	93
净利润	91.76	66.41	175.47	221.83	280.13
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	66	175.469	221.833	280.131
EBITDA	177.02	131.63	292.32	347.27	416.66
EPS (元)	0.33	0.24	0.63	0.80	1.00

资产负债率趋势

经营利润率趋势

收入与利润增长趋势

投资回报率趋势


现金流量表

单位：百万元

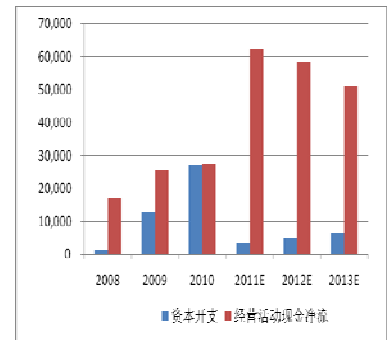
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	256	276	333	469	473
净利润	92	66	175	222	280
折旧摊销	37	44	55	53	54
营运资金变动	120	156	89	194	142
其它	7	10	14	0	-2
投资活动现金流	-125	-253	-786	10	9
资本支出	-131	-272	7	10	9
投资变动	0	0	-793	0	0
其他	6	19	0	0	0
筹资活动现金流	-150	23	109	-194	0
银行借款	0	60	129	-189	0
债券融资	-125	0	-14	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-25	-37	-6	-5	0
现金净增加额	-20	46	-343	285	482
期初现金余额	316	307	343	0	285
期末现金余额	297	353	0	285	767

主要财务比率

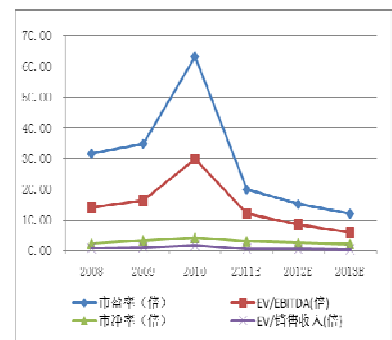
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.7%	-7.5%	70.9%	14.5%	14.7%
营业利润	89.4%	-40.2%	196.7%	24.8%	27.4%
归属于母公司净利润	46.3%	-27.6%	164.2%	26.4%	26.3%
获利能力					
毛利率	18.1%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率	3.5%	2.7%	4.2%	4.6%	5.1%
ROE	9.5%	6.6%	14.8%	15.8%	16.6%
ROIC	16.8%	9.8%	33.1%	77.7%	331.4%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	44.8%	47.6%	43.9%	42.9%
净负债比率	-31.9%	-28.1%	16.0%	-20.3%	-45.5%
流动比率	0.81	0.53	0.13	0.40	0.75
速动比率	0.68	0.44	0.01	0.27	0.62
营运能力					
总资产周转率	1.90	1.50	2.04	2.01	2.01
应收账款周转率	—	—	24807.82	24807.82	24807.82
存货周转率	32.26	33.37	32.81	33.09	32.95
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.24	0.63	0.80	1.00
每股经营现金流	0.92	0.99	1.20	1.68	1.70
每股净资产	3.45	3.61	4.24	5.04	6.04
估值比率					
P/E	34.8	63.1	21.2	16.7	13.3
P/B	3.3	4.2	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.3	29.7	13.4	9.9	7.1

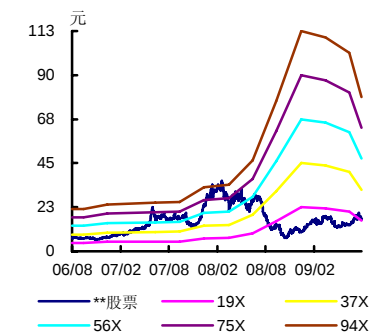
资本支出与经营活动现金流



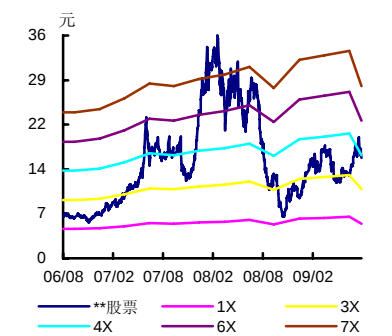
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。