

中兴商业(000715.sz)

2011 一季报点评

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020002

一季度数据回顾

报告期内, 公司实现营业收入 9.98 亿元, 营业利润 4315 万元, 分别同比增长 23.86% 和 12.57%; 归属于母公司股东的净利润 3250.6 万元, 同比增长 10.25%; 主营业务毛利率 17.89%。公司的营业收入增长略低于我们之前的预期, 但营业利润增长率较低, 主要是由于报告期内公司加大了广告宣传力度, 导致销售费用大幅增加 31.7%; 同时, 由于刷卡消费量的增加, 财务费用支出也同比大幅提高 123.6%。这两项费用的增幅均超出我们对公司一季度费用的预测。公司主营业务毛利率低于我们预期, 主要是由于公司在报告期内加大了促销力度。

投资建议

虽然公司一季报业绩低于预期, 但却是由于公司为了增加三期开业的品牌效应而加强了广告宣传和促销所致, 我们对公司全年经营目标的实现仍然保持信心。三期开业前公司过去每年的营业收入呈现一、四季度高, 二、三季度低的规律。随着三期的成熟, 今年预计二、三季度的收入与一季度持平, 四季度最高。公司毛利率将逐渐回归合理水平, 全年仍有望实现 18.0% 的综合毛利率。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; 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。我们暂维持对公司 2011-2013 年每股盈利为 0.63 元, 0.80 元, 1.00 元的预测。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	4,176.24	4,782.03	5,485.04
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%	164.24%	26.42%	26.28%
每股收益(元)	0.329	0.238	0.630	0.800	1.000
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
EV/EBITDA	17.21	28.39	13.40	9.90	7.10

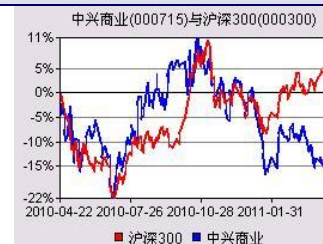
数据来源: 中兴-沈阳商业大厦(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	12.58
目标价格(元)	18.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.91%	-4.19%	-16.14%
沪深 300	2.39%	10.61%	3.07%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	279.01/278.10
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	

公司一季报低于预期

报告期内，公司实现营业收入9.98亿元，营业利润4315万元，分别同比增长23.86%和12.57%；归属于母公司股东的净利润3250.6万元，同比增长10.25%。公司的营业收入增长略低于我们之前的预期，但营业利润增长率较低，主要是由于报告期内公司加大了广告宣传力度，导致销售费用大幅增加31.7%；同时，由于刷卡消费量的增多，财务费用支出也同比大幅提高123.6%。这两项费用的增幅均超出我们对公司一季度费用的预期，导致公司的营业利润增幅落后营业收入增幅。

表1：中兴商业2008-2011年一季报数据摘要

单位：亿元	2008/3/30	2009/3/30	2010/3/30	2011/3/30	同比增幅
营业总收入	706,698,967	696,102,893	805,884,532	998,192,495	23.9%
主营业务毛利率	19.64%	18.43%	18.42%	17.89%	
销售费用	15,898,748	14,800,325	14,594,832	19,222,730	31.7%
管理费用	84,284,638	78,653,436	89,426,026	99,991,802	11.8%
财务费用	4,201,386	295,059	2,709,701	6,059,425	123.6%
期间费用率	14.77%	13.47%	13.24%	12.55%	
归属于上市公司股东的净利润	25,107,881	23,783,340	29,484,389	32,505,729	10.2%
净利润率	3.55%	3.42%	3.66%	3.26%	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

报告期内公司广告宣传费用大幅增加主要是由于随着三期项目的开业，公司加大了广告宣传力度和投入，导致当期销售费用支出大幅增加；此外，公司在元旦和春节期间进行了较大的促销推广活动，导致报告期内主营业务毛利率较去年同期下降0.53个百分点。我们预计随着三期项目逐渐进入正常经营，公司一、二期主楼和三期方城的协同效应和短培育期的优势将充分发挥，销售坪效将迅速提升，广告宣传费用将逐渐回归正常合理水平。同时，随着公司品牌形象的成熟，二季度主营业务毛利率有望回归到18.5%左右的正常水平，全年仍有望实现18.0%的综合毛利率。虽然公司的一季报低于预期，但上述因素是公司为加强三期项目推广的合理举措。三期开业前公司过去每年的营业收入呈现一、四季度高，二、三季度低的规律。随着三期的成熟，今年预计二、三季度的收入将首次与一季度持平，四季度达到全年最高。我们对公司全年经营目标的实现仍然有信心，维持之前对公司11年0.63元/股的业绩预测。

资产负债表

单位：百万元

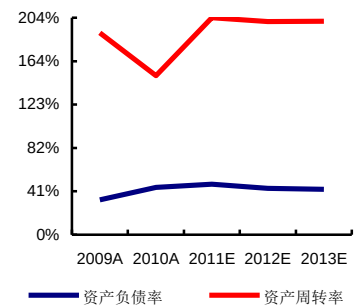
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	377	425	136	439	944
货币资金	307	343	0	285	767
应收及预付	13	19	31	36	41
存货	57	62	104	119	137
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,057	1,401	2,124	2,065	2,005
长期股权投资	0	0	793	793	793
固定资产	562	1,083	1,036	990	944
在建工程	172	0	0	0	0
无形资产	273	266	252	238	225
其他长期资产	49	52	44	44	44
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

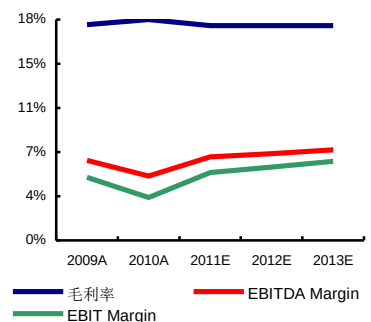
单位：百万元

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

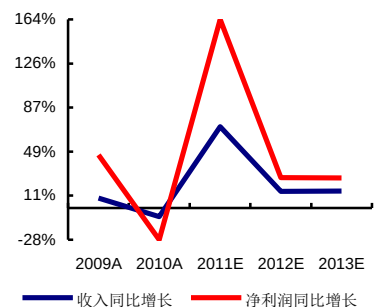
资产负债率趋势



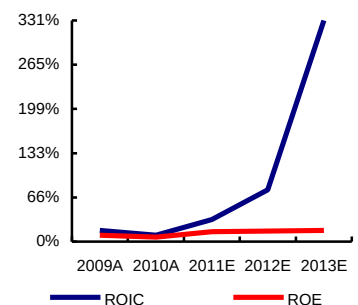
经营利润率趋势



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

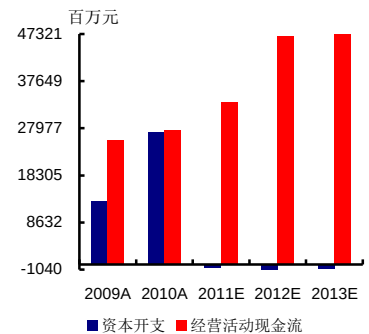
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	256	276	333	469	473
净利润	92	66	175	222	280
折旧摊销	37	44	55	53	54
营运资金变动	120	156	89	194	142
其它	7	10	14	0	-2
投资活动现金流	-125	-253	-786	10	9
资本支出	-131	-272	7	10	9
投资变动	0	0	-793	0	0
其他	6	19	0	0	0
筹资活动现金流	-150	23	109	-194	0
银行借款	0	60	129	-189	0
债券融资	-125	0	-14	0	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

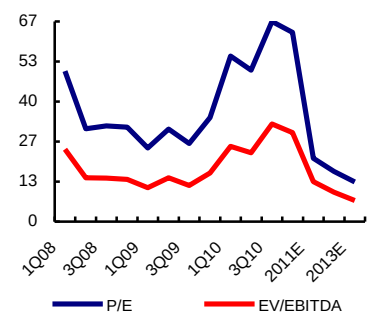
单位：%

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

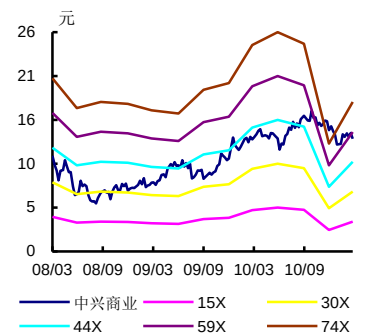
资本支出与经营活动现金流



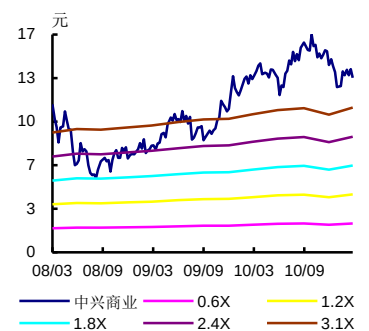
相对估值



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。

岑猛，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。