

业绩基本符合预期，估值步入合理区间

公司研究简报

◆业绩基本符合预期，1H2011 净利润同比增长 17.61%:

1H2011 期间公司实现营业收入 17.95 亿元，同比增长 29.48%，符合预期。归属母公司净利润 6891 万元 (EPS=0.185 元)，同比增长 17.61%，基本符合我们之前中报 27%净利润增速以及 EPS 0.20 元的预期。我们认为上半年除了三期开业需要一定培育期外，二季度本店周边道路封闭施工对于公司整体业绩也有一定影响。

◆毛利率同比下降 0.53 个百分点，三期促销打折是主因:

1H2011 期间公司毛利率同比下降 0.53 个百分点至 17.96%(环比上升 0.07 个百分点)，主要原因是公司新开 III 期时期，打折和促销力度增加以及引进新品牌初期给予一定的让利，我们维持全年综合毛利率 19.0%的估计，主要是后台返点结算一般体现在第四季度，对公司毛利率或有一定的提升。

◆期间费用率控制的当，同比下降 0.63 个百分点:

1H2011 期间公司期间费用率控制的当，同比下降 0.63 个百分点至 13.22%，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化 0.01/-0.95/0.31 个百分点至 2.16%/10.47%/0.60%，公司的销售费用率略超我们的预期，主要原因是销售费用中的业务宣传费同比大幅提高 251%，拉高销售费用率水平。而管理费用的下降符合我们之前的预判，虽然因为三期工程折旧摊销导致管理费用绝对额有所上升，但通过三期人员分流，一定程度上解决了公司之前的冗员问题，因此占管理费用 55%的人员费用增速低于营业收入增速，拉低了管理费用率的整体水平。

◆维持增持评级，估值步入合理区间:

我们下调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.43/0.53/0.64 元 (之前为 0.45/0.56/0.69 元)，以 2010 年为基期未来三年 CAGR39.4%，给予公司 6 个月目标价 13.25 元，对应 2012 年 25 倍市盈率。虽然公司的短期业绩仍低于预期，但今年以来公司股价调整较为充分，目前 2011 年市盈率仅 23X，而市销率仅 0.82，估值方面来看，已经步入合理投资区间。我们无法判断公司业绩大幅反弹的拐点，从目前复苏状况来看，预计 2012 年后复苏较为现实，但目前股价已经具备一定投资价值，建议中长期投资者可逐步买入，暂维持增持评级，中长期来看仍然是我们较为看好的业绩爆发性百货品种。

◆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	3,428	3,933	4,412
营业收入增长率	8.69%	-7.49%	40.27%	14.73%	12.19%
净利润 (百万元)	92	66	120	148	180
净利润增长率	46.35%	-27.63%	80.43%	23.54%	21.41%
EPS (元)	0.33	0.24	0.43	0.53	0.64
ROE (归属母公司)	9.55%	6.59%	10.89%	12.09%	13.08%

增持 (维持)

当前价/目标价: 10.07/13.25 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

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 2.79

总市值(亿元): 28.10

一年最低/最高(元): 9.20/17.05

近 3 月换手率: 54.89%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.04	-8.04	-29.65
绝对	-4.75	-17.12	-28.44

相关研报

中兴商业: 业绩低于预期，收入增速不达预期是主因---1Q2011 季报点评

..... 2011-04-25
中兴商业: 业绩符合预期，四季度净利润力挽狂澜---2010 年报点评

..... 2011-03-22
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

P/E	31	42	23	19	16
-----	----	----	----	----	----

图表 1: 2Q2011 单季中兴商业净利润增速反转

2008-1H2011 中兴商业单季经营情况拆分明细

时间	营业总收入 (万)	营业总收入 增速 (%)	营业成本 (万)	销售毛利率 (%)	归属母公司 净利润 (万)	归属母公司 净利率增速 (%)
1Q2008	70669.90	N/A	56787.90	19.64%	2510.79	N/A
2Q2008	56180.71	N/A	45414.91	19.16%	906.49	N/A
3Q2008	55710.78	N/A	45762.48	17.86%	1500.39	N/A
4Q2008	60493.23	N/A	48925.64	19.12%	1352.67	N/A
1Q2009	69610.29	-1.50%	56781.03	18.43%	2378.33	-5.28%
2Q2009	62096.57	10.53%	50566.35	18.57%	1955.32	115.70%
3Q2009	63110.48	13.28%	51915.11	17.74%	1796.35	19.73%
4Q2009	69353.44	14.65%	57157.43	17.59%	3046.39	125.21%
1Q2010	80588.45	15.77%	65742.97	18.42%	2948.44	23.97%
2Q2010	58053.04	-6.51%	47264.99	18.58%	1445.73	-26.06%
3Q2010	27351.81	-56.66%	22979.99	15.98%	-2647.54	-247.38%
4Q2010	78380.83	13.02%	63183.20	19.39%	4894.04	60.65%
1Q2011	99819.25	23.86%	81962.23	17.89%	3250.57	10.25%
2Q2011	79693.30	37.28%	65306.09	18.05%	1917.47	32.63%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 2: 2Q2011 单季中兴商业期间费用率同比略有降低

2008-1H2011 中兴商业单季期间费用拆分明细

时间	期间费用 (万)	期间费用 率 (%)	销售费用 (万)	销售费用 率 (%)	管理费用 (万)	管理费用 率 (%)	财务费用 (万)	财务费用 率 (%)
1Q2008	10438.48	14.77%	1589.87	2.25%	8428.46	11.93%	420.14	0.59%
2Q2008	9046.90	16.10%	1921.17	3.42%	6520.73	11.61%	604.99	1.08%
3Q2008	7962.82	14.29%	1446.75	2.60%	6094.61	10.94%	421.46	0.76%
4Q2008	10625.46	17.56%	2001.44	3.31%	8015.95	13.25%	608.07	1.01%
1Q2009	9374.88	13.47%	1480.03	2.13%	7865.34	11.30%	29.51	0.04%
2Q2009	8636.85	13.91%	1568.47	2.53%	6851.78	11.03%	216.61	0.35%
3Q2009	8485.95	13.45%	1321.98	2.09%	6887.56	10.91%	276.41	0.44%
4Q2009	6907.96	9.96%	1528.80	2.20%	5051.16	7.28%	328.00	0.47%
1Q2010	10673.06	13.24%	1459.48	1.81%	8942.60	11.10%	270.97	0.34%
2Q2010	8533.95	14.70%	1521.87	2.62%	6887.71	11.86%	124.37	0.21%
3Q2010	7766.28	28.39%	1480.14	5.41%	6219.27	22.74%	66.88	0.24%
4Q2010	8979.12	11.46%	2098.59	2.68%	6445.73	8.22%	434.80	0.55%
1Q2011	12527.40	12.55%	1922.27	1.93%	9999.18	10.02%	605.94	0.61%
2Q2011	11209.79	14.07%	1948.82	2.45%	8795.32	11.04%	465.66	0.58%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 3: 中兴商业业务宣传费大幅提高, 拉高销售费用率水平

1H2011 中兴商业销售费用拆分明细

项目	1H2011 (万)	1H2010 (万)	同比变化 (%)	占销售费用 比重 (%)
----	------------	------------	----------	-----------------

人工成本	1409.67	1735.06	-18.75%	36.42%
业务宣传费	1138.45	324.22	251.14%	29.41%
广告费	309.76	179.81	72.27%	8.00%
其他日常费用	1013.21	742.27	36.50%	26.17%
合计:	3871.09	2981.36	29.84%	100.00%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 4: 中兴商业折旧费用上升较多, 拉高管理费用率水平

1H2011 中兴商业管理费用拆分明细

项目	1H2011 (万)	1H2010 (万)	同比变化 (%)	占管理费用比重 (%)
人工成本	10371.43	9439.47	9.87%	55.18%
折旧费与摊销	3212.40	1673.03	92.01%	17.09%
其他日常费用	5210.66	4717.81	10.45%	27.72%
合计:	18794.50	15830.31	18.72%	100.00%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 5: 中兴商业 III 期 2011-2013 年将贡献 EPS 0.00/0.10/0.19 元 (之前为 0.02/0.10/0.17 元)

中兴商业三期 2011-2013 年盈利拆分 (2011 年 8 月 11 日更新)

	2011	2012	2013
III 期营业收入 (万元)	80468.14	100585.18	120702.21
毛利率%	18%	18%	18%
成本	65983.88	82479.85	98975.81
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%	402.34	502.93	603.51
人工费用 (万元)	7000.00	7000.00	7000.00
利润总额 (万元)	152.62	3673.10	7193.58
所得税	38.15	918.27	1798.39
净利润 (万元)	114.46	2754.82	5395.18
EPS	0.00	0.10	0.19

资料来源: 光大证券研究所

图表 6：2011-2013 年中兴商业 EPS 拆分

2011-2013 年中兴商业 EPS 拆分（2011 年 08 月 11 日更新）

EPS 拆分	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
中兴 I-II 期	0.31	0.22	0.40	0.40	0.41
中兴 III 期	0.00	0.00	0.00	0.10	0.19
超市业务	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
合计	0.33	0.24	0.43	0.53	0.64

资料来源：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

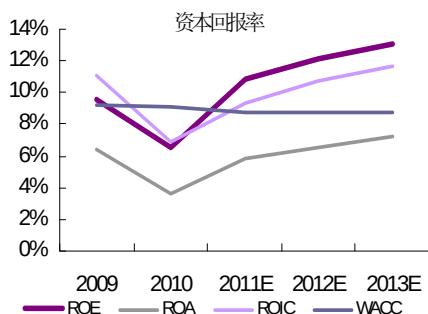
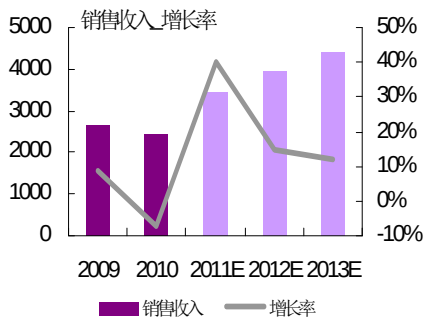
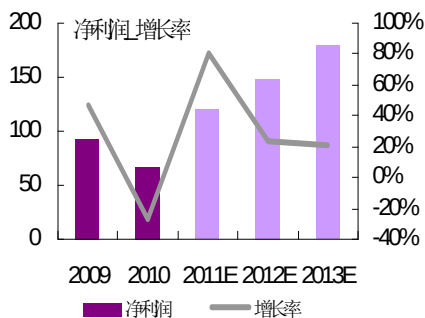
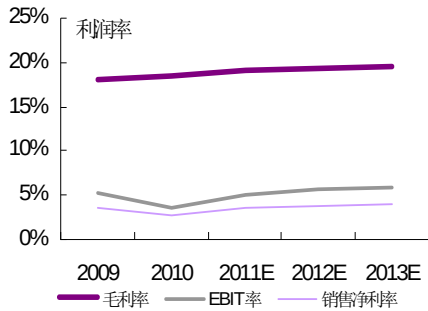
20101115 获政府补贴 1534.6 万，为外延扩张埋下伏笔---中兴商业获政府补贴公告点评

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

20110322 中兴商业：业绩符合预期，四季度净利润力挽狂澜---2010 年报点评

20110425 中兴商业：业绩低于预期，收入增速不达预期是主因---1Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,642	2,444	3,428	3,933	4,412
营业成本	2,164	1,992	2,776	3,173	3,547
折旧和摊销	32	39	57	63	69
营业税费	12	14	19	22	24
销售费用	59	66	79	87	97
管理费用	37	44	377	429	481
财务费用	9	9	18	28	26
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	158	195	236
利润总额	124	87	158	195	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91.76	66.41	119.82	148.02	179.71

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,433	1,826	2,050	2,262	2,465
流动资产	377	425	512	587	659
货币资金	307	343	411	472	529
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	7	10	12	14	15
存货	57	62	80	92	103
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	1,203	1,324	1,444
无形资产	270	265	258	252	246
总负债	472	818	949	1,038	1,091
无息负债	472	758	568	645	716
有息负债	0	60	382	393	375
股东权益	961	1,008	1,100	1,224	1,374
股本	279	279	279	279	279
公积金	406	412	424	438	456
未分配利润	277	318	398	507	639
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	-6	301	331
净利润	92	66	120	148	180
折旧摊销	32	39	57	63	69
净营运资金增加	-137	-292	327	-2	1
其他	269	462	-510	92	81
投资活动产生现金流	-125	-253	-201	-200	-200
净资本支出	131	272	200	200	200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-256	-525	-401	-400	-400
融资活动现金流	-150	23	276	-40	-74
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-125	60	322	11	-18
无息负债变化	138	285	-190	77	71
净现金流	-20	46	68	61	58

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%	40.27%	14.73%	12.19%
净利润增长率	46.35%	-27.63%	80.43%	23.54%	21.41%
EBITDA 增长率	40.40%	-25.88%	-36.76%	22.57%	16.24%
EBIT 增长率	55.60%	-37.44%	-46.56%	26.51%	18.06%
估值指标					
PE	31	42	23	19	16
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	8	14	11	9
EV/EBIT	8	8	18	14	12
EV/NOPLAT	27	42	24	19	16
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.08%	18.50%	19.02%	19.31%	19.61%
EBITDA 率	6.71%	5.38%	6.79%	7.25%	7.51%
EBIT 率	5.30%	3.59%	5.13%	5.65%	5.95%
税前净利润率	4.70%	3.57%	4.60%	4.95%	5.36%
税后净利润率 (归属母公	3.47%	2.72%	3.50%	3.76%	4.07%
ROA	6.40%	3.64%	5.85%	6.54%	7.29%
ROE (归属母公司) (摊	9.55%	6.59%	10.89%	12.09%	13.08%
经营性 ROIC	11.13%	6.85%	9.30%	10.75%	11.70%
偿债能力					
流动比率	0.81	0.53	0.55	0.57	0.61
速动比率	0.69	0.45	0.46	0.48	0.52
归属母公司权益/有息债务	-	16.80	2.88	3.12	3.67
有形资产/有息债务	-	25.85	4.69	5.11	5.92
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.33	0.24	0.43	0.53	0.64
每股红利	0.07	0.10	0.09	0.11	0.13
每股经营现金流	0.92	0.99	-0.02	1.08	1.19
每股自由现金流(FCFF)	0.53	0.47	-1.20	0.12	0.24
每股净资产	3.45	3.61	3.94	4.39	4.93
每股销售收入	9.47	8.76	12.29	14.10	15.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

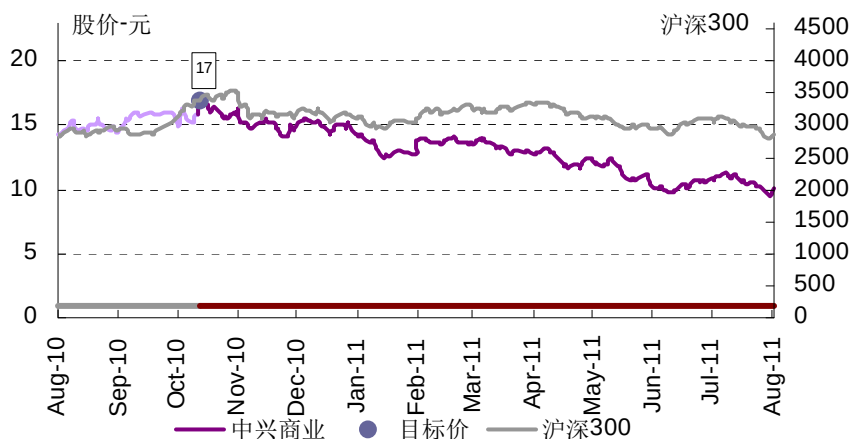
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

投资建议历史表现图

中兴商业（000715）



日期	股价	目标	评级
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
2011-03-22	13.54	18.30	买入
2011-04-24	12.58	15.00	增持

资料来源：光大证券研究所

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com