

中兴商业 (000715.SZ) 批发和零售贸易
业绩超预期，渐入佳境
公司研究简报
◆业绩超预期，1-3Q 净利润同比增长 318.82%:

1-3Q2011 公司实现营业收入 26.01 亿元，同比增长 56.67%，略超我们全年 46% 左右的预期，主要原因是 2010 年同期公司主楼 3-7 层歇业，同比收入基数较低，而今年以来三期的坪效提升明显所致。报告期内归属于母公司净利润为 0.73 亿元（全面摊薄后 EPS=0.262 元）同比增长 318.82%。超出我们三季报 EPS0.230 元的预测，主要原因是收入超预期的同时，公司刚性成本固定下，期间费用率下降后展现出一定业绩弹性所致。

◆毛利率同比略有下滑，期间费用率下降趋势明显:

1-3Q2011 期间公司毛利率同比降低 0.17% 至 17.91%，主要原因是公司黄金珠宝销售持续向好，较低毛利率的纯金饰品销售拖累毛利率小幅下滑。而 1-9 月份期间费用率为 13.24%，同比下降 3.01 个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化为 -0.63/-2.67/0.29 个百分点至 2.05%/10.62%/0.57%，其中销售费用率下滑主要是营业收入增速较快所致，管理费用通过三期人员分流，一定程度上解决了公司之前的冗员问题，因此管理费用率下降更为明显，而财务费用率同比上升 218.21%，主要是因为公司增加了较多金融机构手续费以及利息支出增加所致。

◆净利率偏低，未来具有爆发性的标的物:

公司在百货行业中净利率较低（1H2011 百货类公司平均净利率为 5.21%，中兴商业仅为 2.81%），未来员工分流后期间费用率的下降，将直接转化为净利率的提升。而由于三期和一、二期打通，培育期将较一般新门店更短，此外较好的物业条件更有利于公司坪效的整体提升。我们调整三期 2011-2013 年的 EPS 分别至 0.05/0.15/0.26 元（之前分别为 0.00/0.10/0.19 元），认为三期经营销售情况转好是未来业绩爆发增长的前提条件。

◆上调目标价和评级，新中兴渐入佳境:

我们略上调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.45/0.56/0.69 元（之前为 0.43/0.53/0.64 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR42.6%，给予公司 6 个月目标价 14.00 元，对应 2012 年 25 倍市盈率。估值角度来看，即使假设明年净利润增速仅仅 25% 的增长，2012 年 PE 亦只有 16 倍，考虑到明年的估值切换和业绩增速，认为目前的价格有一定低估。从 PS 和市值角度来看，目前 2011 年 0.7 的 PS 以及 25 亿市值的规模，也存在一定提升空间，上调至买入评级，建议投资者积极参与。

◆风险提示: 公司三期培育期过长拖累业绩、沈阳百货竞争过度激烈
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	3,564	4,131	4,679
营业收入增长率	8.69%	-7.49%	45.84%	15.92%	13.27%
净利润（百万元）	92	66	125	157	193
净利润增长率	46.35%	-27.63%	88.54%	25.37%	22.74%
EPS（元）	0.33	0.24	0.45	0.56	0.69
ROE（归属母公司）	9.55%	6.59%	11.33%	12.69%	13.78%
P/E	28	39	20	16	13

买入（调升）

当前价/目标价：9.19/14.00 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

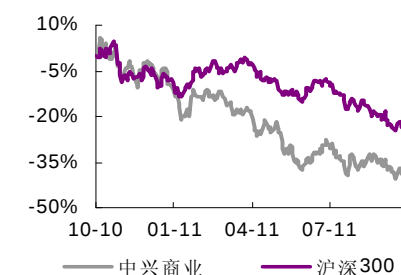
市场数据

总股本(亿股)：2.79

总市值(亿元)：25.64

一年最低/最高(元)：9.00/17.05

近 3 月换手率：58.82%

股价表现(一年)

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.14	2.12	-15.17
绝对	-7.90	-16.76	-41.34

相关研报

中兴商业：业绩基本符合预期，估值步入合理区间---1H2011 中报点评

..... 2011-08-12

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

图表 1: 3Q2011 单季营业收入大幅增长

2010-3Q2011 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 (%)
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%
3Q2011	80554.81	194.51%	66215.16	17.80%	2147.28	N.A

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 2: 3Q2011 单季期间费用显著下降

2010-3Q2011 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 (%)
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%
3Q2011	10688.55	13.27%	1469.64	1.82%	8819.67	10.95%	399.23	0.50%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 3: 2011-2013 年中兴商业 EPS 拆分

2011-2013 年中兴商业 EPS 拆分 (2011 年 10 月 22 日更新)

EPS 拆分	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
中兴 I-II 期	0.31	0.22	0.37	0.38	0.39
中兴 III 期	0.00	0.00	0.05	0.15	0.26
超市业务	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
合计	0.33	0.24	0.45	0.56	0.69

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

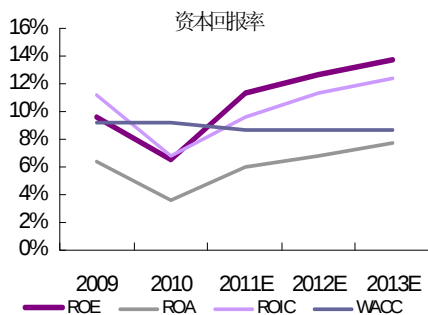
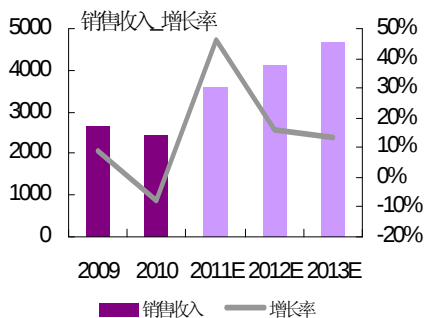
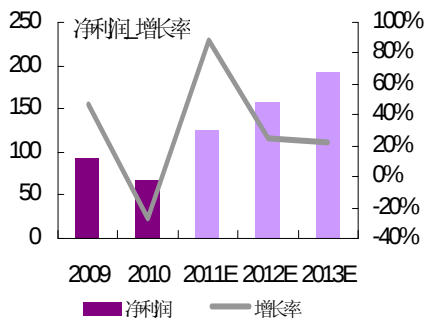
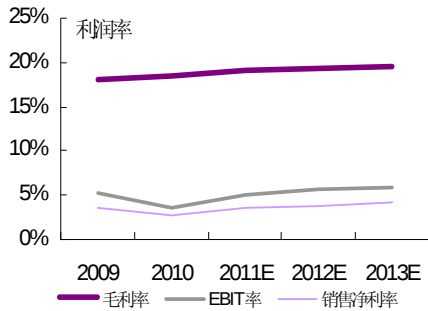
20101117 靴子即将落地, 前景再现曙光---中兴商业二股东减持公告点评

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

20110812 中兴商业：业绩基本符合预期，估值步入合理区间----1H2011 中报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,642	2,444	3,564	4,131	4,679
营业成本	2,164	1,992	2,886	3,333	3,762
折旧和摊销	32	39	57	63	69
营业税费	12	14	20	23	26
销售费用	59	66	82	91	103
管理费用	37	44	392	450	510
财务费用	9	9	18	27	25
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	165	207	254
利润总额	124	87	165	207	254
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91.76	66.41	125.21	156.97	192.67

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,433	1,826	2,070	2,292	2,505
流动资产	377	425	532	617	699
货币资金	307	343	428	496	562
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	16
存货	57	62	84	97	110
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	965	1,055	1,106
无息负债	472	758	589	675	756
有息负债	0	60	376	379	350
股东权益	961	1,008	1,106	1,237	1,399
股本	279	279	279	279	279
公积金	406	412	424	440	456
未分配利润	277	318	402	519	663
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	16	317	351
净利润	92	66	125	157	193
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	-493	99	89
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	270	-49	-85
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-125	60	316	3	-29
无息负债变化	138	285	-169	87	81
净现金流	-20	46	85	68	66

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%	45.84%	15.92%	13.27%
净利润增长率	46.35%	-27.63%	88.54%	25.37%	22.74%
EBITDA 增长率	40.40%	-25.88%	-34.88%	23.70%	17.20%
EBIT 增长率	55.60%	-37.44%	-44.46%	27.85%	19.20%
估值指标					
PE	28	39	20	16	13
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	6	7	12	10	8
EV/EBIT	7	8	16	12	10
EV/NOPLAT	24	38	21	16	14
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%	6.72%	7.17%	7.42%
EBIT 率	5.30%	3.59%	5.12%	5.65%	5.95%
税前净利润率	4.70%	3.57%	4.62%	5.00%	5.42%
税后净利润率 (归属母公	3.47%	2.72%	3.51%	3.80%	4.12%
ROA	6.40%	3.64%	6.05%	6.85%	7.69%
ROE (归属母公司) (摊	9.55%	6.59%	11.33%	12.69%	13.78%
经营性 ROIC	11.13%	6.85%	9.66%	11.29%	12.41%
偿债能力					
流动比率	0.81	0.53	0.56	0.59	0.64
速动比率	0.69	0.45	0.47	0.50	0.54
归属母公司权益/有息债务	-	16.80	2.94	3.26	4.00
有形资产/有息债务	-	25.85	4.82	5.37	6.45
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.33	0.24	0.45	0.56	0.69
每股红利	0.07	0.10	0.09	0.11	0.14
每股经营现金流	0.92	0.99	0.06	1.13	1.26
每股自由现金流(FCFF)	0.53	0.47	-1.18	0.15	0.29
每股净资产	3.45	3.61	3.96	4.44	5.01
每股销售收入	9.47	8.76	12.77	14.81	16.77

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

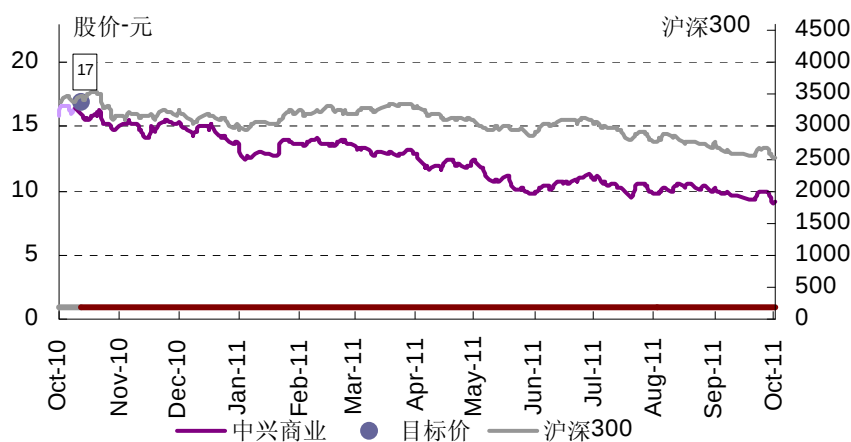
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。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
2010-10-31	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
2011-08-12	10.07	13.25	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