



上市公司调研简报

证券研究报告
批发和零售贸易

买入 维持

中兴商业 (000715)

2011 年 11 月 16 日

关注 10 年三季度主力门店三期开业后带给 12 年的业绩弹性

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850511010009
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850511040005
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850511010038
panh@htsec.com
021-23219423

2011 年 11 月 15 日收盘于: 10.12 元
6 个月目标价: 15.00 元

联系人: 李宏科
lhk6064@htsec.com
021-23219671

我们于近期跟踪了中兴商业, 了解了沈阳商业竞争环境、新中兴经营现状及未来预期、以及未来外延扩张和发展战略等。

(1) **沈阳市竞争环境激烈, 中兴实力较强。**沈阳商业竞争环境激烈, 几乎集聚了国内外各类主要的购物中心和百货经营商, 但中兴商业大厦以 23.7 万平米建面 (12.5 万平米经营面积) 占据沈阳最核心的太原街商圈优势地段, 定位于经营中高档和时尚青春的全覆盖业态, 具有最强的竞争实力。

(2) **2011 年三期销售低于预期, 但我们预计 12、13 年销售收入将有较大提升潜力。**虽然由于公司物业面积增加和装修、品牌丰富和结构变化以及经营调整等原因, 公司 2011 年三期销售低于预期, 但新中兴已开业一年左右时间, 消费客流和客单价均有提升, 预期 12、13 年销售收入将有较大提升潜力。当然从短期看, 大厦 10 月份的销售增长我们估计在 10% 以内 (可比口径, 其他沈阳地区竞争对手门店多有负增长), 预计主要影响因素有: (A) 暖冬天气影响了秋冬装销售; (B) 通胀情况下, 居民短期消费意愿降低。

(3) **中兴四期仍值得期待。**之前市场存在一定预期的中兴四期我们也进行了一定跟踪了解。公司旗舰店中兴商业大厦旁边有约 8000 平米的地块, 目前该地块正由政府围场进行地上建筑物拆迁。如果公司能够获得该地块, 将可能在原有一二三期基础上进行新的外延扩张, 做一个更大的城市综合体, 这将成为中兴值得期待的新外延扩张, 如果我们乐观估计, 不排除公司在 2012 年拍得地块、完成规划并开工建设的可能, 预计建设周期在 2 年左右。此外, 我们预计不排除公司有围绕沈阳在本溪、鞍山等附近城市实施外延扩张的可能。

调整盈利预测。根据公司前三季度财务表现及此次分析判断, 我们调整公司 2011-2012 年 EPS 至 0.40 元和 0.60 元 (分别较此前下调 17% 和 20%, 主要基于公司三期收入低于预期), 分别同比增长 69.4% 和 48.1%。公司目前 28.3 亿市值对应 2012 年约 41 亿的营业收入 (主要来自于百货) PS 仅为 0.69 倍, 而公司旗舰店的自有物业建筑面积即已达到 24 万平米, 从产业资本角度, 企业价值低估。我们维持公司“买入”评级, 目标价为 15.00 元 (对应 2012 年约 25 倍 PE)。

风险提示: 三期培育期较长, 导致利润未能在 2011 年有效释放。

以下是我们更为详细的跟踪信息和分析观点。

1. 沈阳商业竞争环境激烈, 中兴商业大厦具有最强的竞争力

沈阳目前 700-800 万人口, 商圈以太原街和中街为主 (另有铁西商圈、青年大街、北站商圈等)。百货竞争主要参与者为 中兴商业大厦、卓展购物中心和兴隆大家庭: 其中位于北站商圈的卓展定位高端, 位于中街的兴隆大家庭 (并以超市大卖

场为主要业态覆盖全沈阳）定位中低端，而位于太原街商圈的中兴商业大厦以 12.5 万平米（经营面积）自有物业实现中高端和青春时尚全覆盖，是沈阳经营最好的三家门店。

近两年，国内外主要的购物中心和百货经营者迅速进入沈阳市场，商业供给大幅增加，竞争环境激烈。其中主要的增量包括：恒隆广场（13.5 万平米，中街西端）、中粮大悦城（35 万平米，中街东端）、华润万象城（近 25 万平米，金廊工程现代服务区）、龙之梦（购物中心+红星美凯龙+家乐福共约 60 万平米）、茂业百货（8.2 万平米，青年大街）等大型城市综合体项目或购物中心，但目前基本处于培育期之中。从竞争角度，我们认为，中兴商业大厦具有最强的竞争力。

以下对沈阳主要的商圈做一分析：

中街是沈阳百年老街，此前商业主要以定位中档的商业城（闭店改造，2011 年春节开业）、大商新玛特，及中低档大众消费的兴隆大家庭等为主。而随着 2009 年中粮大悦城（中街东端，34 万平米）和 2010 年 7 月初恒隆广场（中街西端，13.5 万平米）先后开业，提升了商圈档次和时尚度，也汇聚了商圈的客流量，吸引力在增强，在客流量方面超过太原街商圈。

太原街商圈主要有中兴商业大厦（经营最好），欧亚联营、百盛、万达广场、伊势丹、新玛特（经营较好），新世界百货（共 3 店，其中 1 店虽然物业条件一般，但拥有一定量的高档品牌，经营较好，新世界百货 2 店已经转给美特斯邦威，3 店经营较差）、东舜百货（经营一般）。

公司新中兴商业大厦作为太原街的主力店，于 2010 年 10 月重新开业，建筑面积由 14.5 万平米增加至 23.7 万平米，经营面积由 6.6 万平米增加至 12.5 万平米左右，且实地调研感觉物业环境较好，设计合理，人气较旺，经营面积的扩大使公司可以增加商品经营品类和丰富度，实现客户群全覆盖（由中高档扩展至时尚青春定位），并通过停车场、餐饮、影院等综合配套的完善，实现经营互补与协同效应。整体商圈依然拥有较高的集客能力。

并且太原街商圈内中华街和南京街交叉处将是沈阳未来将开通的地铁枢纽（目前地铁仍在修建），其中欧亚联营门口和中兴大厦步行 5 分钟位置各有 1 站，将进一步增强处于优势地位的中兴大厦的人气和客流量。

北站商圈的卓展购物中心定位高端，经营已有 5 年左右，经营效果较好，华府天地购物中心招商不足，经营较差；位于铁西商圈的铁西百货、万达广场、兴隆大家庭等主要服务本区域消费者，具有一定经营提升潜力，随着区域经济较快的发展，门店也有较快的增长。

青年大街上现有西武和百联，茂业百货于 2010 年底开业，建面 8.2 万平米；华润万象城于 2011 年 5 月开业，总体量超过 60 万平米，其中购物中心近 25 万平米。

2. 中兴商业大厦经营现状及未来展望

新中兴商业大厦（建面 23.7 万平米，经营面积约 12.5 万平米）于 2010 年 9 月底重新开业，其中主楼定位于销售高客单价（一线名品、黄金珠宝、化妆品）和高毛利（穿着类）的品类，三期定位于销售青春时尚商品，并加入餐饮、影院和停车场配套等。

（1）公司品牌招商能力较强。新引入了 cerruti 1881 等高附加值品牌及 ZARA 等时尚品牌，其中 Boss 等很多男装品牌将中兴作为旗舰店。

（2）大厦 2011 年销售一般，但预期会有较好成长性。截至 2011 年三季报，从母公司报表反映的大厦销售收入合计为 23.44 亿元，较 2009 年同期的 17.5 亿元，净增加 5.94 亿元，较我们模拟测算的 2010 年前三季度约 19.03 亿元的收入，净增加 4.4 亿元。假设增量收入全部为新增三期贡献，也低于我们预期（我们此前预期三期 5 万平米经营面积，能够做到 7.5 亿-8 亿收入，但全年估计做到 6.5 亿左右收入）。

新中兴 2011 年收入低于预期，主要由于：（A）新中兴开业后，公司在经营上实施进销分离制度，成立了服装、钟表、奢侈品等 5 个品牌招商部，以及大厦内 17 个卖场，经营调整对短期销售收入提升产生一定影响；（B）新中兴经过面积增加和装修改造，门店结构、动线、品牌专柜位置等都有调整，消费者尚需一个熟悉适应过程；（C）新中兴开业后，引入了较多的新品牌，消费者也需要认知时间。因此三期开业后仍需一定的培育期等待收入提升至期望水平，但截至目前，新中兴已开业一年左右时间，消费客流和客单价均有提升，预期 2012、2013 年销售收入将有较大提升潜力。

从短期经营看，我们估算大厦 10 月份的销售增长（可比口径）在 10%以内（其他公司门店多有负增长），预计主要影响因素有：（A）暖冬天气影响了秋冬装销售；（B）通胀情况下，居民消费意愿降低。

3. 抚顺店、超市及其他业务

（1）抚顺店 2011 年前三季度销售增长 30%，但未来经营具有不确定性。抚顺店作为公司唯一一家省内外延门店，在过去几年销售较好，2010 年销售收入增长 9.5%至 3.01 亿元左右；2011 年前三季度收入增长 30%左右，门店经营培育良好。

但该店当前经营可能因物业原因面临不确定性，但该门店对公司净利润影响不大。

（2）超市及其他业务。公司旗下有 6 家超市，贡献收入约 3.8 亿左右。三期 5000 平米左右的超市也已经开业，可贡献增量收入。此外，三期一楼主要是食品零售。

公司其他业务收入主要包括写字间租金（我们估算目前 9、10 楼出租率为 70-80%）、停车费、堆头费、广告促销费等，2009 和 2010 年收入分别为 4777 万元和 4900 万元。新中兴 2010 年 9 月开业后，停车位由原来的 280 个增加到 700 个车位，并且开始收费，因此 2011 年其他业务收入将有所增加，从 2011 年中报看，其他业务收入为 3572 万元，同比增加 1181 万元，增幅为 49.37%，我们预计全年其他业务收入约 7000 万元。

4. 中兴四期值得期待，省内外延仍有空间

在中兴商业大厦旁目前仍有一块 8000 多平米的地块，根据我们了解该地块此前是由新加坡投资方持有，起初成本为 6000 万元，政府已经从该投资方手中收回，目前正在围场进行地上建筑物拆迁。我们从经营层面分析，不排除公司拍得该地块继续扩建旗舰店的可能。此外，根据公司目前的资产质量和现金流充沛的状况，我们预计也不排除公司围绕沈阳在本溪、鞍山等附近城市实施新的外延扩张的可能。

表 1 是我们更新后的公司盈利预测。

表 1 中兴商业合并损益表及预测（20111116 调整）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入（万元）	264171	244374	361708	412504	467805
同比增长（%）	8.69	-7.49	48.01	14.04	13.41
营业总成本（万元）	251010	236506	346702	390292	439909
营业成本（万元）	216420	199171	295767	336534	380706
营业成本/营业收入（%）	81.92	81.50	81.77	81.58	81.38
营业税金及附加（万元）	1218	1363	3187	3506	3976
营业税金及附加/营业收入（%）	0.46	0.56	0.88	0.85	0.85
销售费用（万元）	5899	6560	8712	9308	10088
销售费用/营业收入（%）	2.23	2.68	2.41	2.26	2.16
管理费用（万元）	26656	28495	36977	39132	43442
管理费用/营业收入（%）	10.09	11.66	10.22	9.49	9.29
财务费用（万元）	851	897	1979	1812	1697
资产减值损失（万元）	-33	19	80	0	0
非经营性净收益（万元）	0	0	0	0	0
营业利润（万元）	13161	7868	15006	22212	27896
同比增长（%）	89.37	-40.21	90.71	48.03	25.59
营业外收入（万元）	95	1202	48	0	0
营业外支出（万元）	845	353	52	0	0
利润总额（万元）	12410	8718	15002	22212	27896
同比增长（%）	46.34	-29.75	72.09	48.07	25.59
所得税费用（万元）	3233	2077	3750	5553	6974
有效所得税率（%）	26.06	23.82	25.00	25.00	25.00
净利润（万元）	9176	6641	11251	16659	20922
同比增长（%）	46.35	-27.63	69.43	48.07	25.59
净利率（%）	3.47	2.72	3.11	4.04	4.47
归属于母公司所有者的净利润（万元）	9176	6641	11251	16659	20922
同比增长（%）	46.35	-27.63	69.43	48.07	25.59
少数股东损益（万元）	0	0	0	0	0
摊薄每股收益（元）	0.329	0.238	0.403	0.597	0.750

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

中兴商业 2011 三季报点评：前三季收入增 57%净利润增速超 300%，投资看点是 12 年收入利润能否有效提升，维持买入 20111024

中兴商业 2011 年中报点评：业绩低于预期，新中兴利润高成长或将延后，维持买入 20110812

中兴商业 2011 一季报点评：业绩低于预期，新中兴短期内仍需培育，维持买入 20110425

中兴商业 2010 年报点评：2010 年净利润同比下降 27.63%，2011 年业绩增长和外延扩张是后续投资关注点，维持买入 20110322

中兴商业 2010 三季报点评：新中兴已启航，期待 2011 年开始的业绩高增长，维持买入 20101022

中兴商业调研简报：预计新中兴 9 月底开业，外延面积翻倍与内生费用节约驱动 2011 年业绩高增长，维持买入 20100920

中兴商业 2010 年中报点评：三季度停业虽将压低 10 年业绩，但会为 10 年四季度和 11 年业绩大幅增长奠定基础，维持买入 20100802

中兴商业 2010 一季报点评：10 年一季度增长 23.97%基本依赖内生，外延扩张将推动 11 年业绩大增长，维持买入 20100426

中兴商业深度报告：三期年内开业，奠定业绩大幅增长基础（买入，目标价 17.15 元）20100301

中兴商业 09 年报点评：09 年业绩大幅增长 46.35%，三期项目将成公司 2011 年后重大外延增长点（增持，维持）20100210

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明