



长城证券
GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

业绩和资产价值双轮驱动 投资价值凸显 ——中兴商业（000715）动态点评

分析师

姚雯琦 0755-83515144

执业证书编号 S1070208080274

投资评级：强烈推荐

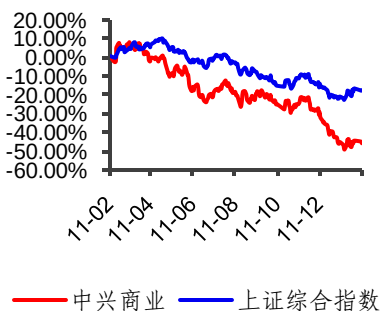
市场数据

总市值（百万元）	1,942
流通市值（百万元）	1,936
总股本（百万股）	279.01
流通股本（百万股）	278.10
12 个月最高/最低	14.37/6.38
十大流通股（%）	50.72%
股东户数	19,303

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	315956	398104	465782
(+/-%)	29.3%	26.0%	17.0%
净利润（万元）	11491	15914	22891
(+/-%)	73.0%	38.5%	43.8%
摊薄 EPS	0.412	0.570	0.820
PE	16.9	12.2	8.5

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

要点：

- **投资建议：** 预计公司 2011 年-2013 年业绩分别为 0.41 元、0.57 元、0.82 元，PE 分别为 16.9X、12.2X 和 8.5X，估值显著低于 2012 年 15X 的行业平均水平。另一方面，公司拥有 22 万平米沈阳核心商圈的自有物业，重估净资产值 55 亿，目前市值 19 亿，物业价值为投资者左侧投资提供了更好地安全保证。基于估值和资产价值的考虑，给予公司“强烈推荐”评级，建议中长期投资者积极关注。
- **事件：** 中兴商业发布业绩预告，预计 2011 年全年盈利 1.13 亿元-1.25 亿元，同比增长 70-88%，每股收益 0.41 元-0.45 元。4 季度，公司盈利 4000 万-5200 万，每股收益 0.143 元-0.186 元。此业绩基本符合市场预期。
- **业绩分析：** 4 季度的单季利润占到全年利润 35%-41%，成为全年业绩最主要贡献时段。究其原因，一是三期开业后逐步走出培育期，二是中兴诚信卡的接受程度不断提高，三是公司在沈阳地区已有品牌溢价，在激烈的竞争中仍能保持稳定的毛利率。全年业绩高增长也和 2010 年低基数有关。
- **展望：** 2012 年是中兴三期开业的第二个完整年度，由于次新店（三期）开始贡献利润，以及品牌溢价能力对团购业务的促进，公司应会表现出比行业更好的抗周期性，这点在公司四季度和 1 月份的销售中已有所体现。预计公司 2011 年-2013 年业绩分别为 0.41 元、0.57 元、0.82 元，PE 分别为 16.9X、12.2X 和 8.5X，估值显著低于 2012 年 15X 的行业平均水平。另一方面，中兴目前市值 19 亿，但有 22 万平米沈阳核心商圈的自有物业，重估净资产值 55 亿，市值仅为公司实物价值的 34%，物业价值为投资者左侧投资提供了更好的安全保证。基于估值和资产价值的考虑，给予公司“强烈推荐”评级，建议中长期投资者积极关注。

表 1: 商业零售企业资产折价率（市值/重估净资产）排序

(亿元, 万元, %)		市值	自有物业面积	物业市价	物业市值	净资产	固定资产	在建工程	重估净资产	折(溢)价率
		H	A	B	C=A*B	D	F	G	E=C+D-F-G	H/E
1	武汉中商	17.4	28.0	2.0	56.0	7.9	6.0	0.1	57.8	31%
2	汉商集团	9.4	17.0	2.0	34.0	6.3	10.8	1.2	28.3	33%
3	中兴商业	19.7	22.0	2.5	55.0	10.5	10.4	0.0	55.1	35%
4	杭州解百	18.7	13.0	2.5	32.5	7.1	7.9	0.0	31.7	58%
5	西安民生	16.4	15.5	1.5	23.3	8.4	4.3	0.6	26.8	60%
6	银座股份	52.7	76.3	1.2	91.6	25.6	23.5	8.6	85.0	62%
7	鄂武商 A	69.6	44.7	2.5	111.8	22.2	32.3	2.2	99.4	72%
8	欧亚集团	33.5	110.0	0.6	66.0	12.6	23.5	7.6	47.4	73%
9	成商集团	36.4	32.0	2.0	64.0	7.7	4.7	3.6	51.4	71%
10	南京中商	33.6	35.4	1.5	53.1	6.5	15.3	0.5	43.8	74%
11	商业城	20.9	15.0	2.0	30.0	5.9	8.3	1.4	26.2	84%
12	开元投资	35.8	30.0	1.5	45.0	11.8	13.9	0.1	42.7	81%

数据来源: wind, 长城证券研究所

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	244374	315956	398104	465782	成长性				
营业成本	199171	257504	326446	381010	营业收入增长	-7.5%	29.3%	26.0%	17.0%
销售费用	6560	6825	8599	10061	营业成本增长	-8.0%	29.3%	26.8%	16.7%
管理费用	28495	32543	37621	39591	营业利润增长	-40.2%	94.7%	38.5%	43.8%
财务费用	897	2000	2000	2000	利润总额增长	-29.8%	75.8%	38.5%	43.8%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	-27.6%	73.0%	38.5%	43.8%
营业利润	7868	15321	21218	30522	盈利能力				
营业外收支	849	0	0	0	毛利率	18.5%	18.5%	18.0%	18.2%
利润总额	8718	15321	21218	30522	销售净利率	2.7%	3.6%	4.0%	4.9%
所得税	2077	3830	5305	7630	ROE	6.6%	10.2%	12.4%	15.1%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	7.2%	12.3%	16.6%	28.2%
净利润	6641	11491	15914	22891	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%
流动资产	42451	40438	86467	133759	管理费用/营业收入	11.7%	10.3%	9.5%	8.5%
货币资金	34312	30397	73747	118909	财务费用/营业收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%
应收账款	0	0	0	0	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	23.8%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	6211	8030	10180	11882	应收账款周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
非流动资产	140125	172400	167775	163809	存货周转率	27.97	28.28	29.59	28.86
固定资产	108319	141611	138002	135052	流动资产周转率	5.90	4.98	3.62	#VALUE!
资产总计	182576	212838	254241	297568	总资产周转率	1.24	1.35	1.44	#VALUE!
流动负债	80332	99103	124593	145028	偿债能力				
短期借款	6000	3000	3000	3000	资产负债率	44.8%	47.2%	49.6%	49.2%
应付款项	42085	54411	68979	80508	流动比率	0.53	0.41	0.69	0.92
非流动负债	1424	1424	1424	1424	速动比率	0.45	0.33	0.61	0.84
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	81756	100528	126017	146453	EPS	0.238	0.412	0.570	0.820
股东权益	100820	112311	128224	151115	每股净资产	3.61	4.03	4.60	5.42
股本	27901	27901	27901	27901	每股经营现金流	0.99	1.37	1.67	1.76
留存收益	72919	84410	100323	123215	每股经营现金/EPS	4.2	3.3	2.9	2.1
少数股东权益	0	0	0	0	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	182576	212838	254241	297568	PE	29.2	16.9	12.2	8.5
现金流量表（万元）					PEG	0.57	0.41	0.28	-
经营活动现金流	27613	38185	46509	49143	PB	1.9	1.7	1.5	1.3
其中营运资本减少	26776	19869	22811	18305	EV/EBITDA	15.32	8.23	6.41	4.91
投资活动现金流	-25289	-39100	-3160	-3981	EV/SALES	0.83	0.63	0.50	0.43
其中资本支出	-27223	-39100	-3160	-3981	EV/IC	2.10	1.73	2.10	2.53
融资活动现金流	2312	-3000	0	0	ROIC/WACC	0.64	1.10	1.48	2.51
净现金总变化	4637	-3915	43350	45162	REP	3.27	1.57	1.41	1.01

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgs.com
马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgs.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgs.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgs.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgs.com

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034
传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366686
网址: <http://www.cgws.com>

