

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

中兴商业(000715)

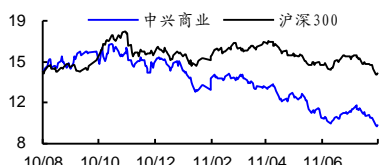
谨慎推荐

2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	279.0/278.1
总市值 (百万元)	2,689.6/2,680.9
沪深 300/深圳成指	2,549.18/11,449.58
12 个月最高/最低 (元)	16.70/9.47

相关研究报告:

《中兴商业-000715-拐点如期到来》——2011-3-24

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120031

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

半年报点评

三期开业仍在培育

●收入增长 29%, 实现 EPS0.19 元/股, 同比增长 17.8%

2011 年上半年, 公司实现销售收入 18 亿元, 同比增长 29%; 实现归属于母公司的净利润 0.5 亿元, 同比增长 18%; EPS0.19, 同比上涨 17.8%。公司上半年的毛利率 18%, 比去年全年下降 0.6 个百分点, 净利率 2.9%, 比上年全年上升 0.2 个百分点 (去年一二期曾经停业装修), 主要原因是新增中兴商业大厦三期 6 万平米营业面积后, 部分新增商品的扣点率偏低, 且由于部分新增品牌尚未完全调整到位, 营业成本较高导致净利润增速低于收入增速。

●中兴主楼面积扩大 6 万平方, 三期仍在培育

中兴商业三期开业后, 中兴一、二、三期将连为一体, 整体营业面积扩大 6 万平米, 达到 12.4 万平米, 商品结构上基本上涵盖了国际国内一线中高端品牌, 品类更加丰富。预计中兴商业三期 2011/12/13 年销售收入增速分别为 200%/60%/30%, 11 年可以实现销售收入 4.5 亿元。

●外部投资者撤离后, 公司的业务存在变化可能

2011 年 3 月公司公告美国华平投资集团董事及监事辞职, 标志着作为财务投资者的华平投资正式撤离。我们认为公司未来: 一方面可能寻求在省内战略扩张机会, 并在扩张过程中产生对资金的需求, 另一方面可能推进股权激励等激励措施, 如果发生上述变化, 对公司将产生积极的影响。

●区域竞争环境趋于激烈, 维持“谨慎推荐”评级

目前沈阳市的零售竞争日趋激烈, 公司所在的太原街商圈已经聚集了新世界、百盛、新玛特等商场, 而万象城、恒隆广场、大悦城进入沈阳, 也加大了中高端的品类竞争。而且公司这几年除了三期外, 基本没有扩张动作, 在沈阳的优势变小, 考虑到中兴商业三期仍能维持增长, 且伴随着外部投资者撤离, 未来的外部扩张、股权激励、再融资均在条件成熟上具备一定的可能性。给予 2011/12/13 年每股 EPS0.39/0.45/0.51, 对应的 PE 为 26/22/20 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

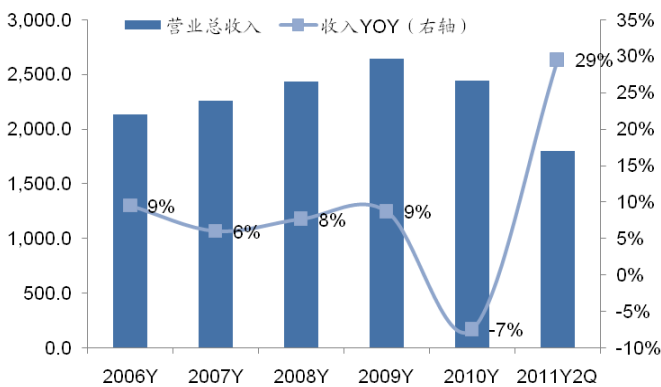
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,641.71	2,443.74	3,009	3,564	4,077
(+/-%)	8.69%	-7.49%	23.1%	18.4%	14.4%
净利润(百万元)	91.76	66.41	108	127	142
(+/-%)	46.35%	-27.63%	62.1%	17.9%	12.3%
每股收益 (元)	0.33	0.24	0.39	0.45	0.51
EBIT Margin	4.72%	3.60%	4.4%	4.4%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	9.55%	6.59%	9.9%	10.8%	11.2%
市盈率 (PE)	29.31	40.50	26.1	22.2	19.7
EV/EBITDA	16.61	20.86	17.3	15.3	13.9
市净率 (PB)	2.80	2.67	2.60	2.40	2.21

## 实现 EPS0.19 元/股，同比增长 17.8%

2011 年上半年，公司实现销售收入 18 亿元，同比增长 29%；实现归属于母公司的净利润 0.5 亿元，同比增长 18%；EPS0.19 元，同比上涨 17.8%。

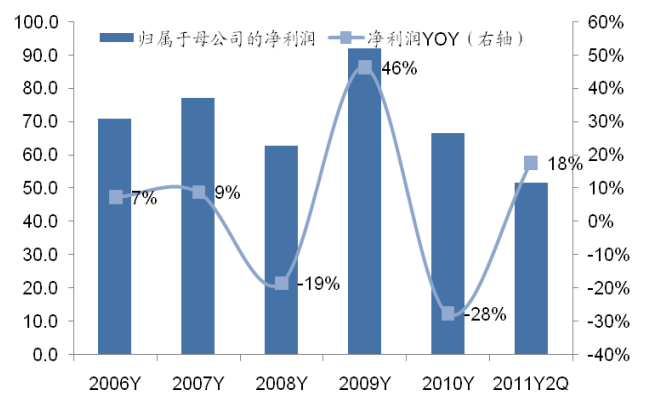
公司上半年的毛利率 18%，比去年全年下降 0.6 个百分点，净利率 2.9%，比上年全年上升 0.2 个百分点（去年一二期曾经停业装修）。主要原因是新增中兴商业大厦三期 6 万平米营业面积后，部分新增商品的扣点率偏低，且由于部分新增品牌尚未完全调整到位，营业成本较高导致净利润增速低于收入增速。

图 1：06-11 年上半年公司营业收入及增速



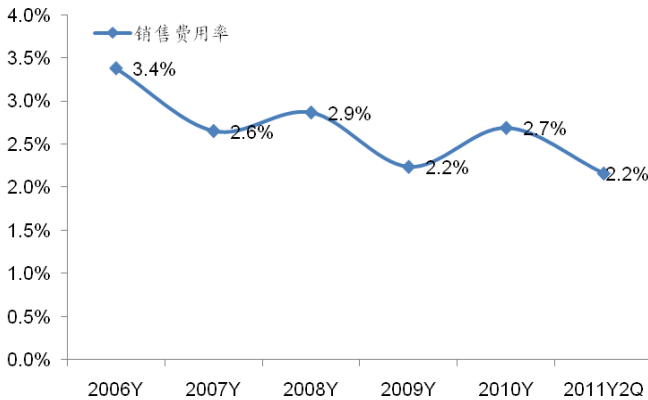
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 2：06-11 年上半年公司净利润及增速



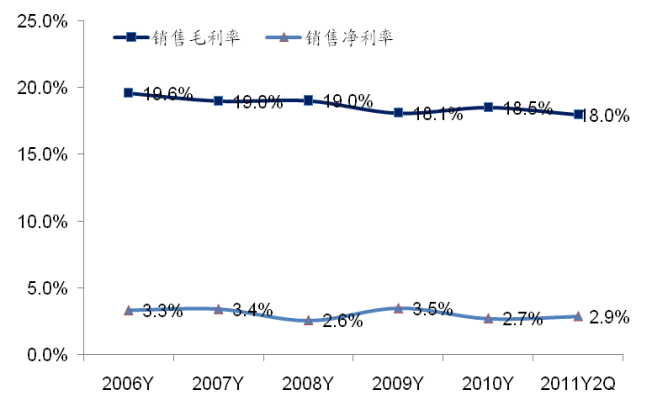
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 3：06-11 年上半年公司销售费用率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 4：06-11 年上半年公司毛利率及净利率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

## 中兴主楼整体开业，百货业务开启新征程

2010 年三季度，为配合中兴商业大厦三期开业，中兴主楼进行了整体装修改造。中兴商业三期开业后，中兴一、二、三期将连为一体，整体营业面积扩大了 6 万平米，达到 12.4 万平米，在定位上更加丰富，商品结构上基本上涵盖了国际国内一线中高端品牌。我们预计中兴商业三期 2011/12/13 年销售收入增速分别为

200%/60%/30%，11年可以实现销售收入4.5亿元。

**表 1: 公司主要门店详细情况列表**

	开业时间	股权比例	建筑面积(万平方米)	营业面积(万平方米)	2010 年收入 (百万元)	坪效(万/平米)
<b>百货业务</b>						
中兴商业一期	1998 年	100%	14.5	6.4	1,974	3.08
中兴商业二期	2000 年	100%				
中兴商业三期	2010 年 9 月	100%	13.5	6		
<b>超市业务</b>						
超市 (6 家)		-	9.5	4.2	426	1.01
		<b>合计</b>	<b>37.5</b>	<b>16.6</b>	<b>2,400</b>	

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

## 外部投资者撤离, 未来或有积极变化

2011 年 3 月公司公告美国华平投资集团董事及监事辞职, 标志着作为财务投资者的华平投资正式撤离。我们对公司的未来有两个判断: 一方面会有可能寻求战略扩张的机会, 公司这几年鲜有扩张, 与竞争对手的差距缩小, 未来可能在省内主动扩张, 并在扩张过程中可能带来资金的需求; 另一方面在公司治理上, 可能推进股权激励方案、并有可能引入其他的战略投资者, 如果发生上述变化, 我们认为对公司未来将产生正面的影响。

## 自有物业占比高, 物业重估价值合 8.6 元/股

加上中兴商业三期, 百货方面公司目前共有自有物业面积 28 万平方米, 超市部分物业性质不明, 假设按 50% 自有物业比例, 则超市方面自有物业面积达 4.7 万平方米, 合计 33 万平方米。按照每平米 1 万元单价计算, 物业重估价值高达 3 亿元, RNAV 为 24 亿元, 折合每股 8.6 元; 如果按 1.5 万元的单价算, 物业重估价格达 14 元/股。

**表 2: 物业价值重估明细**

建筑面积合计(万平方米)	37.5
营业面积合计(万平方米)	16.6
<b>单价(万/平米)</b>	<b>1.5</b>
自有比例	86%
合计(百万)	3,225
负债合计(百万)	818
RNAV	2,407
总股本(百万)	279
<b>摊薄到每股</b>	<b>8.63</b>

[注]自有物业比例按百货 100%、超市 50%核算

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

## 区域竞争环境日趋激烈, 维持“谨慎推荐”评级

目前沈阳市的零售竞争日趋激烈, 太原街商圈已经聚集了新世界、百盛、新玛特、

兴隆大家庭、恒隆广场，大悦城等多家百货商场。万象城、恒隆广场等进入沈阳，高端百货的竞争程度进一步趋于激烈。公司近几年除了三期外基本没有扩张，在沈阳的优势有所下降。

考虑到中兴商业三期开业，新增营业面积接近一倍，中兴商业大厦店未来仍给持续增长，另外，随着外部投资者撤离，未来推进股权激励成为可能。给予 2011/12/13 年每股 EPS0.39/0.45/0.51，对应的 PE 为 26/22/20 倍，估值没有明显低估，维持“谨慎推荐”评级。

**表 3: 公司盈利预测表明细**

	2008Y	2009Y	2010Y	2011E	2012E	2013E
<b>中兴商业大厦一期、二期</b>						
营业收入	1,877	1,828.0	1,683.6	1,902.5	2,130.7	2,343.8
YOY		-2.6%	-7.9%	13%	12%	10%
营业面积 (万)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
坪效	2.93	2.86	2.63	2.97	3.33	3.66
<b>中兴商业大厦三期</b>						
营业收入	-	-	150	450.0	720.0	936.0
YOY				200%	60%	30%
营业面积 (万)			6	6	6	6
坪效			0.25	0.75	1.20	1.56
<b>超市 6 家</b>						
营业收入	368	380	425.6	468.2	519.7	592.4
YOY		3.3%	12.0%	10%	11%	14%
营业面积 (万)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
坪效	0.88	0.90	1.01	1.11	1.24	1.41
<b>抚顺中兴时代店</b>						
营业收入	278	289.12	317.2	352.1	387.3	426.0
YOY		4.0%	9.7%	11%	10%	10%
营业面积 (万)	4	4	4	4	4	4
坪效	0.70	0.72	0.79	0.88	0.97	1.06
<b>长江街店 (已关)</b>						
营业收入	142	-	0			
YOY		-100.0%	10.0%			
<b>合计</b>	<b>2,665</b>	<b>2,497</b>	<b>2,576</b>	<b>3,173</b>	<b>3,758</b>	<b>4,298</b>
<b>YOY</b>		<b>-6.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>23.1%</b>	<b>18.4%</b>	<b>14.4%</b>

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	343	381	456	547
应收款项	10	12	14	16
存货净额	62	76	90	103
其他流动资产	10	12	14	16
<b>流动资产合计</b>	<b>425</b>	<b>481</b>	<b>574</b>	<b>682</b>
固定资产	1083	1276	1454	1614
无形资产及其他	265	256	247	239
投资性房地产	53	53	53	53
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1826</b>	<b>2066</b>	<b>2328</b>	<b>2587</b>
短期借款及交易性金融负债	60	60	60	60
应付款项	421	514	609	696
其他流动负债	322	389	460	527
<b>流动负债合计</b>	<b>803</b>	<b>963</b>	<b>1129</b>	<b>1283</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	14	21	27	34
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>27</b>	<b>34</b>
<b>负债合计</b>	<b>818</b>	<b>983</b>	<b>1156</b>	<b>1316</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1008	1083	1172	1271
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1826</b>	<b>2066</b>	<b>2328</b>	<b>2587</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.24	0.39	0.45	0.51
每股红利	0.09	0.12	0.14	0.15
每股净资产	3.61	3.88	4.20	4.56
ROIC	7%	10%	11%	12%
ROE	7%	10%	11%	11%
毛利率	18%	18%	18%	18%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	7%	7%	7%
收入增长	-7%	23%	18%	14%
净利润增长率	-28%	62%	18%	12%
资产负债率	45%	48%	50%	51%
息率	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%
P/E	42.4	26.1	22.2	19.7
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	28.0	17.3	15.3	13.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>2444</b>	<b>3009</b>	<b>3564</b>	<b>4077</b>
营业成本	1992	2472	2928	3353
营业税金及附加	14	15	18	20
销售费用	66	70	82	94
管理费用	285	322	380	433
财务费用	9	(4)	(5)	(6)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收入	0	0	0	(0)
营业利润	79	136	161	182
营业外净收支	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>87</b>	<b>144</b>	<b>170</b>	<b>191</b>
所得税费用	21	36	43	48
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>66</b>	<b>108</b>	<b>127</b>	<b>142</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>108</b>	<b>127</b>	<b>142</b>
资产减值准备	1	(0)	0	0
折旧摊销	42	88	103	121
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	(4)	(5)	(6)
营运资本变动	274	147	154	143
其它	(1)	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>382</b>	<b>343</b>	<b>385</b>	<b>407</b>
资本开支	(383)	(272)	(272)	(272)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(383)</b>	<b>(272)</b>	<b>(272)</b>	<b>(272)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(25)	(33)	(38)	(43)
其它融资现金流	87	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>37</b>	<b>(33)</b>	<b>(38)</b>	<b>(43)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>74</b>	<b>91</b>
货币资金的期初余额	307	343	381	456
货币资金的期末余额	343	381	456	547
企业自由现金流	20	61	102	124
权益自由现金流	107	64	106	128

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏 宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦 戢</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑 毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林 莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘 塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘 墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原 祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐 冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑 灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn