



**持有**

**10% ↓**

目标价格: 人民币 10.80  
原目标价格: 人民币 12.60

000715.CH

价格: 人民币 12.05

目标价格基础: 30倍14年市盈率

板块评级: 中立

## 中兴商业

### 业绩略低于符合预期, 收入端未见改善趋势

中兴商业发布年报: 2013年公司实现营业收入34.80亿元, 同比增长3.41%; 归属母公司净利润10,664万元, 折合每股收益0.38元, 同比增长6.32%。公司业绩略低于我们之前对每股收益0.41元的预期。公司扣非后净利润为10,283万元, 同比增长4.69%。我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.36、0.39、0.43元, 以2013年为基期三年复合增长率3.6%, 将目标价下调至10.80元, 对应2014年30倍市盈率。公司目前公司估值压力较大, 但公司自有物业重估价值较高, 若产业资本未来继续增持, 则将带来交易性机会, 维持持有评级。

#### 支撑评级的要点

- **全年收入增速疲软, 电子商务业务对公司利润有所拖累:** 公司全年收入增长3.41%, 增速较为疲软, 我们认为主要是由于: 1) 目前国内实体经济复苏缓慢、社会消费增长乏力、高档商品和奢侈品消费大幅下滑, 消费低迷持续; 2) 公司面临的竞争十分激烈, 诸多全国知名的购物中心和百货入驻将对公司客源造成分流影响; 3) 3季度公司门店周边中华路仍处于改造中, 对商圈环境、客流以及自身经营都将带来较大影响。报告期内, 公司成立中兴云购科技发展有限公司, 大力发展电子商务, 全年共亏损1,239万元, 短期对公司利润端有较大影响, 但长期来看符合O2O发展趋势。公司3月28日“中兴云购”正式上线, 这是东北第一家大型国有控股商业企业自创的网络商城, 短期或存在主题投资机会, 但我们预计短期该业务贡献利润的可能性较小。
- **4季度经营数据低于3季度:** 从单季度拆分看, 2013年4季度公司营业收入8.57亿元, 同比降低0.55%, 增速低于3季度的6.72%; 归属于母公司的净利润4,130万元, 同比降低4.31%, 增速低于3季度的34.21%。扣非后净利润3,691万元, 同比降低10.09%, 增速低于3季度的33.46%。
- **毛利率同比下降0.55个百分点, 期间费用率同比降低0.57个百分点:** 毛利率方面, 2013年公司综合毛利率为17.79%, 较去年同期同比下降0.55个百分点。期间费用率方面, 2013年公司期间费用率同比降低0.57个百分点至12.94%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别下降0.04、0.23、0.29个百分点至2.05%、10.72%和0.17%, 各项费用控制较好。

#### 评级面临的主要风险

- 公司三期培育期过长拖累业绩、沈阳百货竞争过度激烈。

#### 估值

- 我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.36、0.39、0.43元, 以2013年为基期三年复合增长率3.6%, 将目标价由12.60元下调至10.80元, 对应2014年30倍市盈率, 维持持有评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,365	3,480	3,646	3,802	3,962
变动(%)	(4.5)	3.4	4.8	4.3	4.2
净利润(人民币 百万)	100	107	101	109	119
全面摊薄每股收益(人民币)	0.192	0.382	0.362	0.390	0.425
变动(%)	(19.2)	6.3	(5.4)	7.8	8.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.404	0.452	0.482
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.446	0.476	-
调整幅度(%)	-	-	(18.9)	(18.0)	-
核心每股收益(人民币)	0.192	0.382	0.362	0.390	0.425
变动(%)	(19.2)	6.3	(5.4)	7.8	8.9
全面摊薄市盈率(倍)	62.8	31.5	33.3	30.9	28.4
核心市盈率(倍)	62.8	31.5	33.3	30.9	28.4
每股现金流量(人民币)	1.00	0.57	0.15	0.57	0.62
价格/每股现金流量(倍)	12.1	21.3	77.9	21.2	19.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	6.9	22.6	20.5	18.6
每股股息(人民币)	0.070	0.070	0.072	0.078	0.085
股息率(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

**图表 1.2013 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	<b>3,364.76</b>	<b>3,479.51</b>	<b>3.41</b>
-营业税及附加	27.72	25.31	(8.70)
净营业收入	3,337.04	3,454.20	3.51
营业成本	2,747.53	2,860.38	4.11
销售费用	70.41	71.27	1.23
管理费用	368.68	373.07	1.19
营业利润	134.88	143.29	6.24
非经常性项目	2.08	3.81	82.95
经常性投资收益	0.00	0.00	
净财务费用	15.39	5.87	(61.88)
利润总额	137.66	148.38	7.79
所得税	37.35	41.73	11.74
少数股东损益	0.00	0.00	
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>100.31</b>	<b>106.64</b>	<b>6.32</b>
扣除非经常性损益的净利润	98.22	102.83	4.69
每股收益(元)	0.360	0.382	6.32
扣非后每股收益(元)	0.352	0.369	4.69
<b>盈利能力(%)</b>			
综合业务毛利率	18.34	17.79	
经营利润率	4.01	4.12	
净利润率	2.98	3.06	
扣非后净利率	2.92	2.96	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,365	3,480	3,646	3,802	3,962
销售成本	(2,748)	(2,860)	(3,002)	(3,139)	(3,273)
经营费用	(467)	(470)	(507)	(515)	(529)
息税折旧前利润	200	209	137	151	167
折旧及摊销	65	65	8	10	13
经营利润(息税前利润)	135	143	130	140	153
净利息收入/(费用)	6	14	(16)	(18)	(17)
税前利润	138	148	135	145	158
所得税	(37)	(42)	(34)	(36)	(40)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	100	107	101	109	119
核心净利润	100	107	101	109	119
每股收益(人民币)	0.192	0.382	0.362	0.390	0.425
核心每股收益(人民币)	0.192	0.382	0.362	0.390	0.425
每股股息(人民币)	0.070	0.070	0.072	0.078	0.085
收入增长(%)	(4.5)	3.4	4.8	4.3	4.2
息税前利润增长(%)	n.a.	4.3	(34.2)	9.8	10.6
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	6.2	(9.6)	8.1	9.3
每股收益增长(%)	n.a.	99.3	(5.4)	7.8	8.9
核心每股收益增长(%)	n.a.	99.3	(5.4)	7.8	8.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	138	148	135	145	158
折旧与摊销	65	65	8	10	13
净利息费用	(15)	(6)	(7)	(8)	(7)
运营资本变动	78	(55)	(29)	(29)	(39)
税金	(37)	(42)	(34)	(36)	(40)
其他经营现金流	(55)	(49)	(110)	(12)	(6)
经营活动产生的现金流	279	158	43	159	173
购买固定资产净值	0	0	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(34)	(32)	(14)	0	0
投资活动产生的现金流	(34)	(32)	(114)	(100)	(100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(20)	(20)	(20)	(20)	(22)
其他融资现金流	(28)	(29)	10	10	10
融资活动产生的现金流	(41)	(34)	(26)	(28)	(29)
现金变动	203	92	(97)	31	45
期初现金	769	860	763	794	838
公司自由现金流	251	140	(68)	60	75
权益自由现金流	251	140	(87)	41	57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	769	860	763	794	838
应收帐款	0	0	0	0	0
库存	87	66	87	91	95
其他流动资产	808	904	788	820	866
流动资产总计	895	969	875	911	961
固定资产	946	915	997	1,081	1,165
无形资产	251	243	237	231	226
其他长期资产	80	74	105	116	124
长期资产总计	1,276	1,232	1,339	1,428	1,515
总资产	2,172	2,202	2,214	2,340	2,476
应付帐款	350	325	390	408	425
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	623	590	456	475	496
流动负债总计	973	915	846	883	922
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	15	15	15	15
股本	279	279	279	279	279
储备	906	993	1,075	1,163	1,260
股东权益	1,185	1,272	1,354	1,442	1,539
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,172	2,202	2,214	2,340	2,476
每股帐面价值(人民币)	4.25	4.56	4.85	5.17	5.52
每股有形资产(人民币)	3.35	3.69	4.00	4.34	4.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.4	6.2	4.0	4.2	4.4
息税前利润率(%)	4.5	4.3	3.8	3.9	4.1
税前利润率(%)	4.1	4.3	3.7	3.8	4.0
净利率(%)	3.0	3.1	2.8	2.9	3.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	(23.1)	(10.8)	8.3	8.5	9.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	62.8	31.5	33.3	30.9	28.4
核心业务市盈率(倍)	62.8	31.5	33.3	30.9	28.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	46.9	23.5	24.9	23.1	21.2
市净率(倍)	2.8	2.6	2.5	2.3	2.2
价格/现金流(倍)	12.1	21.3	77.9	21.2	19.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	6.9	22.6	20.5	18.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	9.5	6.9	8.7	8.8	8.8
应收帐款周转天数	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	46.5	41.4	47.5	47.5	47.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	19.5	18.3	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	8.5	8.4	7.5	7.5	7.7
资产收益率(%)	4.6	4.8	4.6	4.7	4.8
已运用资本收益率(%)	9.5	8.8	7.6	7.7	7.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371