三期开业是业绩增长的新动力

买入首次评级

目标价格：19.0 元

投资要点:

- 商业主体质地优异、招商能力和品牌管控能力强
- 三期开业，百货体量增加一倍，未来业绩将大幅度提升

报告摘要:

- **沈阳在东三省里有较好的商业基础。**沈阳市民消费结构的升级已开始启动，处于由传统的基本生活消费向发展型和享受型消费过渡阶段，人们喜欢消费和敢于消费。
- **中兴商业位于沈阳商圈的黄金地段，有较强的招商能力和品牌管控能力。**门店定位高端消费，涵盖了国际一二线高端品牌，与太原街的其他百货商场形成的产品错位；经过 20 多年持续经营，已在沈阳市以及辽宁省建立极高的品牌认知度，在强势品牌可以获得较高的扣点。
- **三期扩建，百货体量扩大一倍。**三期项目总建筑面积约 9.2 万平米，商业经营面积 5.9 万平米相比一、二期项目 6.6 万平米的经营面积，等同于再造一个百货店。
- **华平推出，股权梳理明细，管理费用将有所下降。**华平将原先持有的 26.30%股权悉数减持完毕。现阶段第一大股东沈阳国资对公司的控制力加强，将主导公司未来发展，有助于投资项目的决策速度，降低管理费用。
- **盈利预测。**（1）收入。2010 年由于一二期部分停业装修，预计收入 17.8 亿元低于 2009 年（19.3 亿元）；三期 2010 年 9 月开始正式营业，预计 4 季度传统旺季贡献收入 3 亿元左右，2011 年和 2012 年 3 期业绩逐步释放，年收入 10 亿元左右。（2）费用。三期的资本支出包括：7.6 亿建筑成本、2 亿土地成本，这两项分 45 年摊销；1.5 亿元内装，分 5 年摊销；机械设备分 10 年摊销，折合每年将增加 2000 万左右摊销费；（3）预计 2010 年、2011 年 EPS 分别 0.28 元，0.65 元。
- **风险提示。**（1）单体百货扩建后未来继续高增长潜力有限，（2）未来 2-3 年内，沈阳以及太原街商圈将有多家百货店和购物中心开出。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2430.55	2641.71	2600.33	3872.24	4249.02
YoY	7.64%	8.69%	-1.57%	48.91%	9.73%
净利润	62.70	91.76	77.39	181.45	215.67
YoY	-18.51%	46.35%	-15.67%	134.46%	18.86%
EPS	0.225	0.329	0.277	0.650	0.773
ROE	7.10%	9.55%	7.57%	15.59%	16.19%

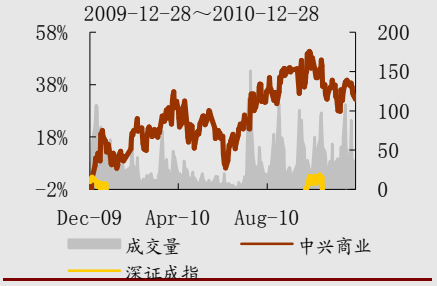
分析师

陈旭

电话： 010-8808 5691

Email： chenxu@hysec.com

市场表现



基本数据

总股份（百万股）	279.06
流通 A 股（百万股）	278.05
每股净资产（元）	3.44
12 个月最低价格	10.26
12 个月最高价格	17.05

数据来源：宏源证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

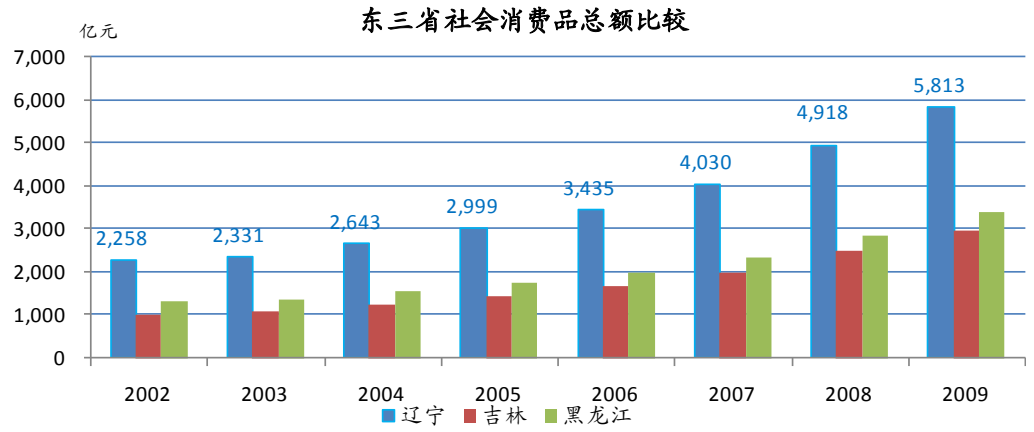
一、商业主体质地优异、招商能力和品牌管控能力强

（一）占据沈阳核心商圈的黄金地段

辽宁位于中国东北地区的南部，是中国东北经济区和环渤海经济区的重要结合部，是东北地区通往关内的交通要道，也是东北地区和内蒙古通向世界、连接欧亚大陆桥的重要门户和前沿地带。东三省中辽宁省的商业氛围最浓，其社会消费品总额显著高于吉林省和黑龙江。

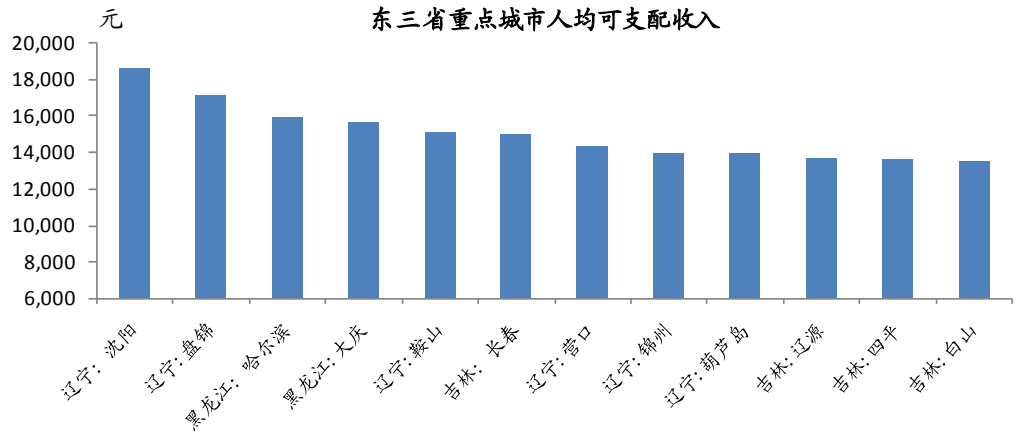
沈阳作为辽宁的省会，东北地区最大的国际大都市，是东北地区政治、金融、文化、交通、信息和旅游中心。沈阳也是我国最重要重工业基地之一，素有“东方鲁尔”的美誉。沈阳有较好的商业基础，沈阳市民消费结构的升级已开始启动，处于由传统的基本生活消费向发展型和享受型消费过渡阶段，人们喜欢消费和敢于消费。2008 年沈阳市人均可支配收入为 18,560 元，位列东三省之首。

图 1：辽宁省社销总额显著大于吉林和黑龙江



资料来源：宏源证券、国家统计局

图 2：沈阳人均可支配收入位列东三省之首（2008 年）



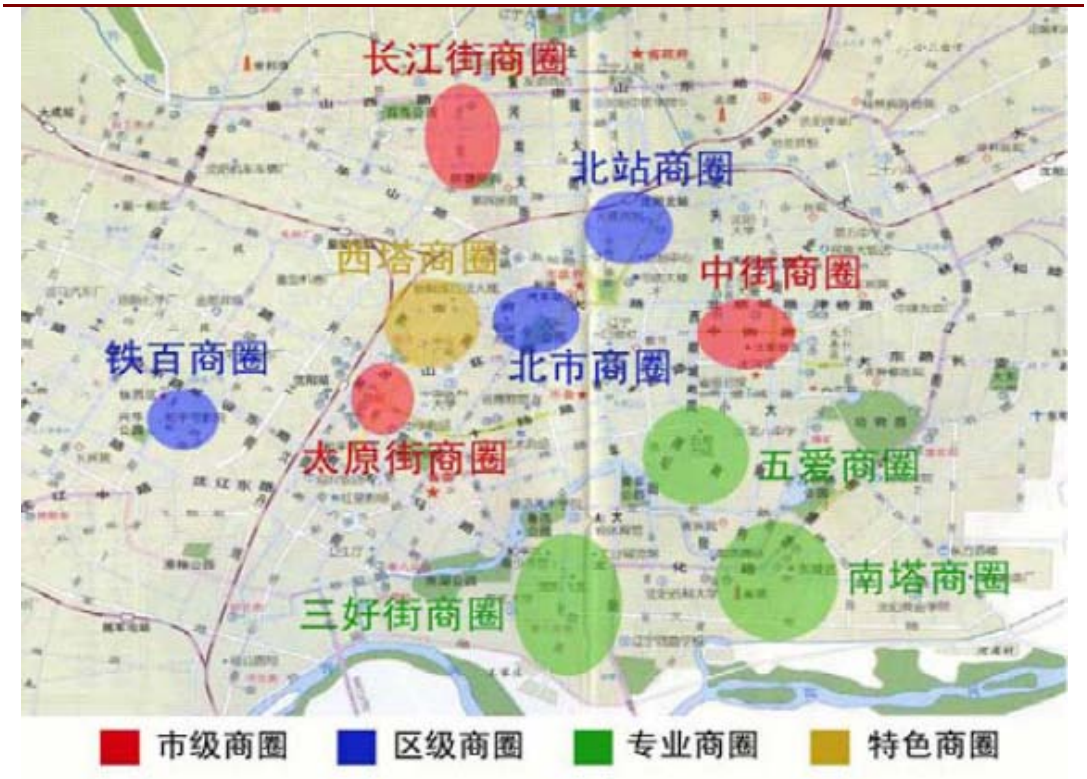
资料来源：宏源证券、国家统计局

注：大庆和营口数据为 2007 年数据

中兴商业百货资产有 3 家，分别是位于沈阳太原街的中兴商业大厦（收入及利润贡献 70%多）、抚顺中兴时代广场（收入及利润贡献 10%多），中兴长江精品商厦（输出管理门店，收入和利润有限，已退出）。其余的收入和利润为超市业务贡献，目前有 6 家超市。

公司的主要利润中心，中兴商业大厦，位于沈阳市最繁华的太原街商圈黄金地段，属于地标性建筑。太原街上，除中兴商业大厦外，还聚集了百盛、新世界百货（南京街店、中华街店）、欧亚联营、美美、伊势丹、商业城等众多国内外知名百货，在构成商圈集群效应的同时，也带来了商圈内的激烈竞争。

图 3：沈阳主力商圈分布



资料来源：宏源证券

（二）招商和品牌管理优势明显

在激烈的商业竞争中，中兴商业一方面凭借产品差异化定位，门店定位高端消费，涵盖了国际一二线高端品牌，如 CARTIER 、BURBERRY、COACH、MAXMARA、HUGO BOSS、DUNHILL，与太原街的其他百货商场形成的产品错位；另一方面，公司在核心商圈黄金地段经过 20 多年持续经营，已在沈阳市以及整个辽宁省建立了极高的品牌认知度，和强大的品牌号召力和管控力，很多品牌都是全省独家、全市独家或是全区域独家，并且在强势品牌可以获得较高的扣点。

在品牌引进和销售目标管理上实行“三大战役”考核。2009 年各项指标均完成了增长 10%的目标。销售大户 348 家，比上年增加 35 家，占供应商总数的 44.3%，实现零售 18.9 亿元，占零售总额的 81%；新引进强效品牌 33 个，总数达到 376 个，占品牌总数 40.9%，实现零售 17.8 亿元，占零售总额的 76.3%；新引进独家经营品牌 16 个，总数达到 166 个，实现零售 6.5 亿元，占零售总额的 27.6%。

（三）有较强顾客忠诚度

公司强化对高端会员及忠诚顾客的服务与管理。为高端会员提供尊享服务，提升其满意度和忠诚度。2009 年全年 VIP 卡和金卡会员累计消费 5.54 亿元，同比增加 6,400 万元，上升 13%，占销售总额的 23.7%。

二、新中兴三期开业业绩将带来爆发性增长

中兴商业绝大部分收入和利润来自于中兴商业大厦，属于单体类百货上市公司。中兴商业 1、2 建筑面积 14.5 万平方米（2 期于 2000 年 9 月投入运营），其中百货经营面积 6.6 万平方米，门店定位金领消费阶层。三期项目总建筑面积约 9.2 万平米，商业经营面积 5.9 万平米（扣除设备占用场地和对外租赁面积，实际经营面积约 5 万平米），相比一、二期项目 6.6 万平米的经营面积，等同于再造一个百货店。

表 1：中兴商业主要资产

门店	营业面积	定位	备注
中兴商业大厦 1、2 期	14.5 万平方米，其中百货经营面积 6.6 万平方米	金领，高端消费	主力门店
中兴商业大厦 3 期	9.2 万平方米，其中商业经营面积 5.9 万平方米	时尚人群，中高端消费	增加了电影院等娱乐设施和美食城，同时增加了
抚顺中兴时代广场			直营店，2009 年贡献收入 11%，贡献利润 9%
中兴长江精品商厦			输出管理门店，退出
6 家超市			2009 年贡献收入 14%，贡献利润 9%

资料来源：宏源证券

三、产业资本退出，控股股东增持

出于实现财务投资的目的，第二大股东华平控股的 CENTRAL PROSPERITY SHOPWELL CAPITAL LIMITED 通过大宗交易平台，在将原先持有的 26.30%中兴商业股权（73,377,411 股）悉数减持完毕，完全退出中兴商业股权结构。同时，第三大股东中国新纪元有限公司已经在 2009 年-2010 年全部减持。

现阶段第一大股东沈阳国资对公司的控制力加强。直接控股股东中兴集团在 2008 年 9 月 25 日至 2009 年 5 月 18 日期间通过深交所累计增持上市公司股份 4,000,903 股，交易比例 1.434%，交易后总持股比例达 33.86%。我们认为大股东增持表明集团对股份公司未来发展的信心，有助于投资项目的决策速度，有利于未来公司的项目发展。

四、连续分红，注重股东回报

公司十分注重对股东的回报，2005-2009 年累计金额 8,392 万元，反映了公司良好的经营业绩以及健康的现金流状况（参见下表）。

表 2：公司历年分红情况

日期	利润分配情况（含税）	分红金额（含税）（元）	占合并报表归属上市股东的净利润比例
2005	每 10 股派发现金红利 0.7 元	15,023,400	22.79%
2006	每 10 股派送红股 3 股并派发现金红利 1 元	21,462,000	30.87%
2007	每 10 股派发现金红利 0.5 元	13,950,300	18.13%
2008	每 10 股派发现金红利 0.5 元	13,950,300	22.25%
2009	每 10 股派发现金红利 0.7 元	19,534,200	21.29%

资料来源：公司公告、宏源证券

五、盈利预测

按照中兴商业大厦 1、2、3 期建筑面积 23.7 万平方米，2 万元/平米的价格测算，公司 RNAV 值也在 17 元/股左右，对应现在的股价有较高的安全边际。

盈利预测假设条件：

1、收入

母公司收入主要包括中兴商业大厦百货业务，超市业务及写字楼出租业务。2010 年由于一二期部分停业装修，预计收入 17.8 亿元低于 2009 年（19.3 亿元）。三期新增营业面积 6 万平方米，中兴三期实际上是原来主楼经营面积的扩大，市场培育期会快于完全新开一个门店，因此能较快贡献收入和利润。三期于 2010 年 9 月开始正式营业，预计 4 季度传统旺季贡献收入 3 亿元左右，2011 年和 2012 年 3 期业绩逐步释放，保守估计仍略低

于沈阳市消费支出增速（2009 年沈阳市消费支出增速为 12%）。

超市业务和写字楼出租业务2009年收入分别为3.8亿元和1361万元，预计增速缓慢，维持在 3.5%和 4.5%的年增速左右。

抚顺中兴时代广场，由于是全资子公司，从 2008 年并表计入合并报表口径。2009 年时代广场营业收入 277,592,652 元，净利润 3,410,955 元。预计未来年增速和 2009 年持平。

表 3: 表格标题

亿元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中兴商业大厦(1、2 期）	18.08	19.73	15.78	18.94	20.64
yoy		9.1%	-20.0%	20.0%	9.0%
中兴商业大厦 3 期	-	-	3.00	12.00	13.44
yoy				300%	12%
超市业务	3.68	3.80	3.93	4.07	4.21
yoy		3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
写字楼出租业务	0.13	0.14	0.14	0.15	0.16
yoy		4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
母公司口径	**21.89**	**23.66**	**22.86**	**35.16**	**38.45**
抚顺中兴时代广场	2.45	2.78	3.15	3.56	4.04
yoy		13%	13.3%	13.3%	13.3%
长江精品商厦	1.23	1.42	-	-	-
其他	-1.26	-1.44	-	-	-
合并口径	**24.31**	**26.42**	**26.00**	**38.72**	**42.49**
yoy		8.7%	-1.6%	48.9%	9.7%

资料来源：宏源证券

2、费用

中兴商业大厦三期的资本支出包括：7.6 亿建筑成本、2 亿土地成本，这两项分 45 年摊销；1.5 亿元内装，分 5 年摊销；机械设备分 10 年摊销，折合每年将增加 2000 万左右摊销费。

在人员方面，2009 年在册职员工人数为 2859 人，离退休人员 773 人，人均净利润 2.5 万元，相对于新世界、广百股份、广州友谊等人均净利润靠前的上市公司来说，中兴商业的职工人数众多。新增加的三期主要依赖原有的员工，预计管理费用率和销售费用率下降将为业绩提升提供了保障。

3、盈利预测

预计 2010 年、2011 年 EPS 分别 0.28 元，0.65 元。给予“买入”评级，目标价 19 元。

表 4: 盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2257.95	2430.55	2641.71	2600.33	3872.24	4249.02
增长率(%)	5.99%	7.64%	8.69%	-1.57%	48.91%	9.73%
归属母公司股东净利润	76.94	62.70	91.76	77.39	181.45	215.67
增长率(%)	8.82%	-18.51%	46.35%	-15.67%	134.46%	18.86%
每股收益(EPS)	0.276	0.225	0.329	0.277	0.650	0.773
每股股利(DPS)	0.077	0.050	0.050	0.060	0.142	0.168
每股经营现金流	0.638	0.643	0.962	-0.553	2.889	-0.475
销售毛利率	18.97%	18.99%	18.08%	18.00%	18.00%	18.00%
销售净利率	3.41%	2.58%	3.47%	2.98%	4.69%	5.08%
净资产收益率(ROE)	9.22%	7.10%	9.55%	7.57%	15.59%	16.19%
投入资本回报率(ROIC)	12.04%	7.28%	12.86%	10.37%	18.33%	64.75%
市盈率(P/E)	54.50	66.88	45.70	54.19	23.11	19.44
市净率(P/B)	5.02	4.75	4.36	4.10	3.60	3.15
股息率(分红/股价)	0.005	0.003	0.003	0.004	0.009	0.011

报表预测						
利润表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
营业收入	2257.95	2430.55	2641.71	2600.33	3872.24	4249.02
减: 营业成本	1829.62	1968.91	2164.20	2132.27	3175.23	3484.19
营业税金及附加	12.70	11.08	12.18	11.99	17.85	19.59
营业费用	59.81	69.59	58.99	59.81	81.32	89.23
管理费用	229.60	290.60	266.56	286.04	362.05	382.41
财务费用	5.21	20.55	8.51	7.04	-6.15	-13.97
资产减值损失	0.71	0.32	-0.33	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	120.31	69.50	131.61	103.18	241.93	287.56
加: 其他非经营损益	-4.83	15.30	-7.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	115.48	84.80	124.10	103.18	241.93	287.56
减: 所得税	38.54	22.10	32.33	25.80	60.48	71.89
净利润	76.94	62.70	91.76	77.39	181.45	215.67
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	76.94	62.70	91.76	77.39	181.45	215.67

资料来源: 宏源证券、国家统计局

分析师简介:

陈旭：宏源证券研究所商贸零售行业分析师，2010 年 8 月加盟宏源证券研究所，曾服务于中国国际金融有限公司投资银行部、华泰联合证券股份有限公司研究所汽车及零部件分析师。

主要研究覆盖公司：永辉超市、欧亚集团、中兴商业、豫园商城。

机构销售团队		
华北区域	**华东区域**	**华南区域**
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	**曾利洁** 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。