



东兴证券
DONGXING SECURITIES

“一体两翼”全面起航，业绩反转值得期待

——中兴商业（000715）调研快报

2011年3月25日

推荐/维持

中兴商业

调研快报

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001
联系人：高坤 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 三期良好开局奠定反转基础。

去年9月底中兴三期经全面开业后，公司主体经营面积由6万扩至12.5万，业态上形成了集中兴大型精品超市、高端百货、大众流行百货和餐饮娱乐为一体的多功能购物中心，虽然与毗邻的万达广场较为相似，但凭借多年积累的本土化优势和会员消费的重重加码，三期整体的竞争优势较为明显，从公司的季度销售数据也可略见一斑：7.9亿的四季度销售比2009年同期和2010年的前两季度平均水平增长13%，今年一月份整体同比增速为54%，而1-2月的卡销售就高达3个亿，一季度也有望维持较高增速。从具体的调整来看，公司加强了原先相对弱势的少淑装品类，在通过先发优势巩固原有30岁以上主要目标客户的同时，将目标客户人群的年龄段向下拓展了一个阶段。服装占比达到了55%，毛利率水平也维持在25%的高位；超市移至三期，黄金珠宝移至2期，形成相对完善的品类聚集；同时在顶层单独设置随季节、节日而即时变化的特卖场，从而达到良好的向上集客效应，三期客流量平日10万以上，3月8日当天则达到了2600万的历史高峰；此外，地下三层停车场的容量解决了之前停车难的问题，对于有效购买比例的提升及一楼国际一线品牌的客流增加起到了积极的助推效应。

表 1：三期项目业绩预测

| 三期预测（5.3万） | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|---------|---------|----------|----------|
| 平效 | 2.05 | 2.4 | 2.8 | 3 |
| 收入、亿 | 10.87 | 12.72 | 14.84 | 15.9 |
| 毛利率 | 17.00% | 18.00% | 18.00% | 19.00% |
| 成本、亿 | 9.02 | 10.43 | 12.17 | 12.88 |
| 折旧摊销 | 2400 | 2400 | 2400 | 2400 |
| 水电费 | 2173 | 2544 | 2968 | 3180 |
| 人工费 | 8200 | 8200 | 8200 | 8200 |
| 利润总额 | 5697.50 | 9752.00 | 13144.00 | 16430.00 |
| 税额 | 1424.38 | 2438.00 | 3286.00 | 4107.50 |
| 净利率 | 4273.13 | 7314.00 | 9858.00 | 12322.50 |
| EPS | 0.15 | 0.26 | 0.35 | 0.44 |

资料来源：东兴证券研究所

三期之于“中兴一体”的意义不仅仅局限于表面的面积翻番和品牌品类重组，更大意义上在于其进一步巩固

了其在群商密集太原街商圈的龙头地位，从而为其进一步的纵向渠道下沉，横向业态的拓展奠定了基础。一二三期的协同效应对毛利率提升和费用规模化的正面效应将随着项目的逐步成熟而充分释放。

2. 股权之争平息，“两翼”拓展有望全面启动。

中兴商业 23 日公告了两位董事和两位监事的辞职。这四位有着华平背景的董事、监事从中兴商业的离任，标志着作为财务投资者的美国华平投资集团全面撤离。从正反两反面来看，束缚公司全方面外延发展的制约因素不再存在，两翼有望得到真正意义上的提速发展；但从另一方面来看，国资一股独大的股权结构和有效激励机制的缺失，使得公司的发展缺乏一定的制衡及推动因素。而对于引入战略投资者的问题，公司主要的考察对象包括资金实力、资本关系、行业经验三方面，公司有望争取通过战略投资者的引入而完善现有的股权结构同时利于公司两翼的中长期发展。

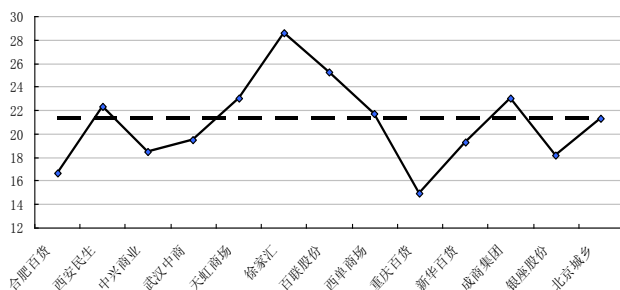
就连锁百货这一翼来看，公司 08 年投入 500 万开设的抚顺中兴时代店当年就实现盈利，同时收回了投入成本。抚顺店 10 实现 9.7% 的稳步增长，沈-抚同城化的趋势将进一步扩大该门店的辐射范围；铁西地区 2 万多平的长沙精品店已终止合同。鉴于公司良好的政府背景和区域垄断地位，未来连锁百货的发展不排除通过拿地自建的方式转向商业地产模式，而就渠道下沉的区域而言，则主要集中于沈阳一小时经济圈方圆 200 公里范围内的地级市，目前包括鞍山在内的在谈项目有 4 个。**而就连锁超市另一翼的发展来看**，目前的 5 家中兴超市基本上每年以 10% 以上的增速稳步发展，未来将适度加快超市的网点布局，面积仍是集中在 5000-1 万的中型超市为主。

而与两翼外延密切相关的资金需求方面，公司目前 45% 的资产负债率处于中低等水平，去年 6000 万的贷款主要是满足三期建设投入的需要，未来如果涉足大型城市综合体业态或是加快渠道下沉的步伐，不排除通过资本市场等多种渠道实现融资。

3. 改革运营、紧跟创新，巩固区域龙头地位。

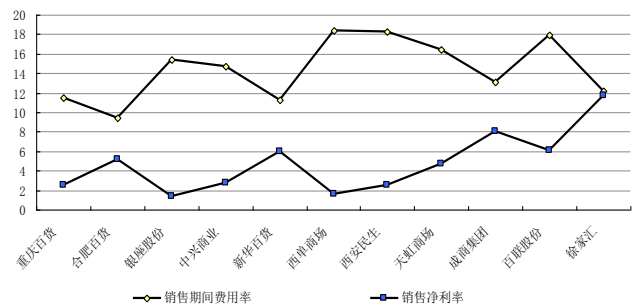
公司借助三期停业期间，改革了内部的经营组织，实行进销分离，专门成立招商部，品牌委员会讨论决定品牌进驻问题。一方面减少了毛利率的其他损耗，横向对比来看，公司的毛利率水平低于行业平均 3 个百分点左右，未来随着三期的成熟有进一步提升的空间。另一方面更加透明的内控体制有利于整体管理费率的有效下降，而目前较低的销售费率或将随着主题营销活动的不断推进而有所提升，两者的增速基本得以抵消。与此同时，就现在业内普遍关心的网购对实体零售的冲击问题确实存在，但还是主要集中于对价格敏感性商品的冲击，公司中高端的定位具备一定的抵抗壁垒。但公司今年聘请了专门的人才成立电子商务部，力争实现购物卡的网络化使用，从而达到虚实两类客户群体的共享。

图 1：公司毛利率横向对比（2010）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 2：可比公司期间费用和净利润水平对比（2010）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

结论：

公司未来增长的亮点主要体现在“三期一体”价的提升和“两翼”量的飞跃，其整体呈现的量价齐升发展态势与东北老工业基地城镇化带来的消费结构升级的红利释放不谋而合。股权纷争战火的熄灭突出了公司国资背景的战略优势，未来有望引入的战略投资者将进一步优化公司的股权结构，通过激励和制衡达到进可攻、退可守的博弈均衡。我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.61、0.80 和 0.98 元，对应 PE 分别为 21 倍、17 倍和 13 倍。综合考虑到公司业绩反转存在超预期的可能，给予 6 个月目标价 16 元，对应 PE 为 27 倍，低于行业平均水平，距当前价格仍有 25% 的涨幅，维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

公司面临着以下风险：一体两翼业务面临大商、欧亚当地竞争对手和外资巨头的强势竞争；商业外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

联系人简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。