

商业旅游行业分析师：陈翀

TEL: (8610) 68584837

E-mail: chencong@foundersec.com

联系人：傅敏

TEL: (86731) 85832274

E-mail: fumin@foundersec.com

历史表现



股票数据

总股本（万股）	30431
流通股（万股）	21399
第一大股东	海航商业控股有限公司

盈利预测

	09E	10E	11E
每股收益（元）	0.20	0.30	0.38
每股净资产（元）	2.97	3.18	3.56
净利润（亿元）	0.60	0.91	1.16
市盈率	39.21	25.75	20.19

西安民生 (000564) 研究报告

公司研究·分析报告
2010.02.22 买入

零售业

投资要点

处于快速发展阶段的零售企业。2003 年公司与海航集团重组，2007 年前后进入快速发展阶段。除新开钟楼店、庆阳店及电子城店外，2009 年底成功收购宝鸡商业使得公司的销售规模迅速扩大，零售行业整体向好也使得公司的盈利水平呈上升趋势。我们认为公司未来在渠道整合方面仍有一定的潜力可挖，且在海航商业旗下的其他资产逐渐注入上市公司后，公司将体现出强大的规模优势，成为西北地区的商业龙头企业。

各门店具备较大潜力。主力门店解放路店未来的坪效有望达到在 2-2.5 万元/平米，毛利额将有更大提升。2009—2011 年均销售增速 12%，毛利额年均增速 15%。各次新门店人流较旺，经营状况上佳。考虑到 3—4 年左右时间度过培育期，我们判断 2011 年及 2012 年各次新门店的盈利状况仍将有较大提高。

展望未来的商业帝国。海航商业在 2008 年中国连锁百强榜单里排名第 61 位。如果在未来三年中顺利将骡马市店，民生家乐及世纪阳光剩余股权注入上市公司，西安民生的销售规模将接近 50 亿元。而海航集团在东北、华北及中原地区进行商业布局的战略规划，更将给西安民生带来更加宽广的视野、更大的发展空间，从而建立起一个崭新的商业帝国。

未来三年，公司业绩的主要增长点来自于两个方面：1. 自身发展：包括解放路店、次新门店及超市单元的利润增量。2. 体外培养后进行资产注入。我们判断包括骡马市店、民生家乐的剩余股权等资产的注入事宜有望于 2010 年年底开始启动。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现净利润 0.60 亿元、0.91 亿元和 1.16 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.30 元和 0.38 元。

我们给予公司“买入”评级。

一、处于快速发展阶段的零售企业

公司是陕西省西安市一家以经营百货零售业为主的大型商贸企业集团。在收购了宝鸡商业（原属于宝商集团）的资产后，公司目前拥有位于西安、宝鸡和庆阳的百货门店 7 家，超市 26 家。

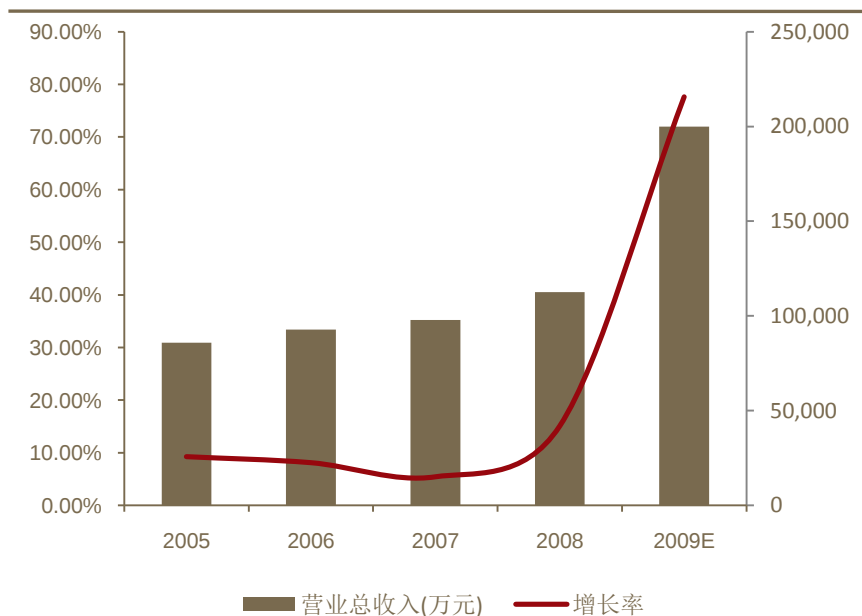
图表 1 公司门店概况

门店	开业时间	物业性质	建筑面积 (万平米)
解放路	1959 年开业，2008 年改造	自有	6.5
钟楼	2007 年 9 月	租赁	2.4
庆阳	2007 年 10 月	租赁	1.2
电子城	2007 年 12 月	租赁	2.4
经二路	1995 年 6 月	自有	1.7
新世纪	2007 年 12 月	租赁	1.8
26 家超市		其中约 4.8 万平米为自有物业	14
建筑面积合计		30	

数据来源：公司公告 公司调研 方正证券研究所整理

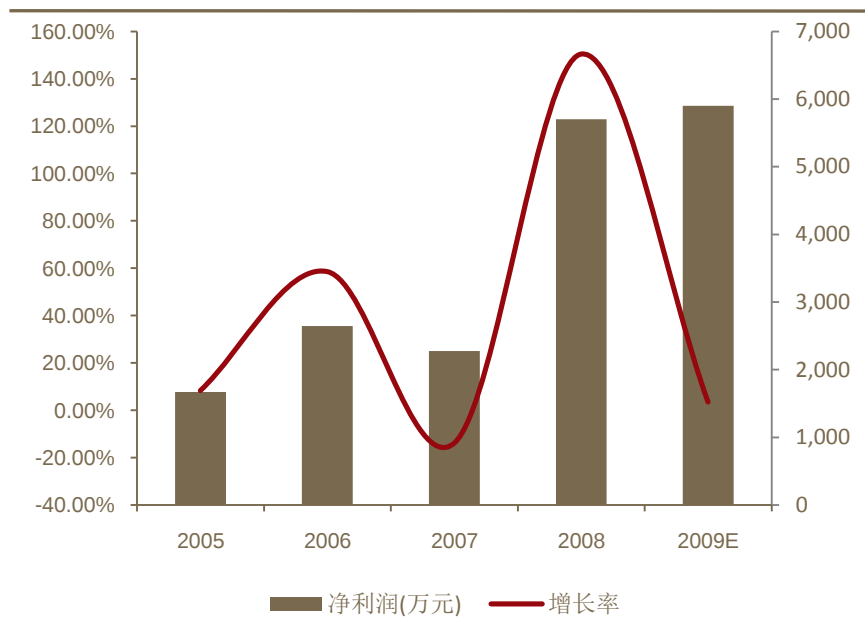
2003 年公司与海航集团重组，2007 年前后进入快速发展阶段。除新开钟楼店、庆阳店及电子城店外，2009 年底成功收购宝鸡商业使得公司的销售规模迅速扩大，零售行业整体向好也使得公司的盈利水平呈上升趋势。我们认为公司未来在渠道整合方面仍有一定的潜力可挖，且在海航商业旗下的其他资产逐渐注入上市公司后，公司将体现出强大的规模优势，成为西北地区的商业龙头企业。

图表 2 收购宝鸡商业后公司销售规模迅速扩大



注：由于并表时间为 2009 年底，年报会计数据将无法体现出实际的销售规模
数据来源：公司公告 方正证券研究所整理

图表 3 公司盈利水平保持上升趋势



数据来源：公司公告 方正证券研究所整理

二、各门店具备较大潜力

解放路店是公司的主力门店，建筑面积约 6.5 万平米，2009 年销售额逼近 10 亿，定位于中高档。经营约 300 个大类，800 余个品牌，17 余万种商品。目前拥有会员 12 万余名，会员销售占总销售的 40%。

图表 4 解放路商圈概况



数据来源：公司调研 方正证券研究所整理

2008 年解放路店进行了外立面改造，后略有提档，我们实地调研后认为，该店未来的坪效有望达到在 2-2.5 万元/平米，毛利额将有更大提升。2009—2011 年均销售增速 12%，毛利额年均增速 15%。

2009 年万达广场及大商新玛特开业，改变了解放路商圈长期只有民生解放路店一家大型商场的格局。这两个商家的定位均略低于民生解放路店，从而通过错位经营激活了整个商圈。同时，这两家店在规划上设计了较多的停车位，也帮助解决了停车的问题。从地理位置上看，解放路商圈位于西安的东北部。目前西安城市整体规划向北，未央区、浐霸生态区的开发都将拉动整个城市的商业重心逐渐北移。此外，由于解放路商圈毗邻西安火车站，购物环境受到一定制约。我们判断未来铁路客流逐渐分流至西安北站，以及解放饭店的改建预期都将改善商圈的购物环境。

2010 年公司将在北大街新开鸿禧店，加上已运营两年多的钟楼店和电子城店，以及托管的骡马市店，公司在西安各主要商圈均已布点。在经营定位上，与本土的另外两家企业世纪金花和开元控股相比，公司门店的档次介乎其间，未来发展也将遵循这一思路。

根据实地调研，各次新门店人流较旺，经营状况上佳。考虑到 3—4 年左右时间度过培育期，我们判断 2011 年及 2012 年各次新门店的盈利状况仍将有较大提高。但由于这些门店体量较小，且经营定位上也不容许再有大幅提档，未来进一步的调整空间相对较小。未来这些门店的增长依靠所处各次级商圈的整体繁荣。

图表 5 次新门店概况

门店	商圈位置	定位	坪效及估计
钟楼	西大街	中高档门店	2009 年坪效 6000 元/平米，预计 2011 年达到 10000 元/平米。
电子城	小寨	中档门店 百+超模式	百+超模式。2009 年坪效 5600 元/平米，预计 2011 年达到 8000 元/平米。
鸿禧	北大街	中高档门店	2010 年开业，预计 2011 年达到 4000 元/平米。
庆阳	庆阳市北大街	中档门店	2009 年坪效 2800 元/平米，预计 2011 年达到 3700 元/平米

数据来源：公司公告 方正证券研究所整理

2009 年底收购宝鸡商业后，对原属宝商的资产整合已经开始逐渐深入：包括将超市的供应商队伍与民生家乐的供应商一起进行筛选、压缩并整合，对卖场的动线进行调整，逐渐融合员工队伍。在开元控股的宝鸡店开业后，宝鸡市场的百货业态竞争更加激烈，民生旗下的经二路和新世纪两家店体量较小，无竞争优势可言，短期内尚看不到有较大突破的可能。但民生在超市经营上仍有绝对的垄断地位，且与民生家乐整合后，超市单元的盈利能力将迅速提高。

三、展望未来的商业帝国

2008 年公司第一大股东变为海航商业后，公司作为海航集团零售业资产的实际经营载体以及整体上市平台的功能和定位逐渐清晰。目前公司除托管骡马市店外，还持有民生家乐 39% 和世纪

阳光 40% 的股权，并对其派驻管理人员，参与实际经营。按照此次收购宝鸡商业时大股东的承诺，未来三年内将把民生家乐和世纪阳光的剩余股权注入上市公司。而从目前公司内部整合的效果看，未来的资产注入将无疑将大幅提高上市公司业绩。

在 2009 年进驻兴正元广场开设骡马市店后，经营渐入佳境。我们认为，海航商业拥有的骡马市店物业（约 6 万平米，占兴正元广场商业经营部分的 70%），也将在未来注入上市公司。根据实地调研，整个兴正元广场功能丰富，人流极旺，且紧邻开元商城位置较优越。预计注入后骡马市店坪效应超过 1.8 万元，如果能以合适的方式注入对公司发展极为有利。

图表 6 待注入的资产

资产	简介
民生家乐 61% 股权	陕西省内的连锁超市，22 家门店，年销售额约 8 亿元。目前正在与原宝商旗下超市做渠道、人员及其他整合，有望于 2 年之内改善经营状况。
世纪阳光 60% 股权	汉中的单体百货店，年销售额超过 2 亿元，微幅盈利。公司也在积极调整其商品结构、组织架构，预计 2010 年经营上会有较大突破。
骡马市店	待注入物业约 6 万平米，目前以托管方式经营。整个兴正元广场功能丰富，人流极旺，且紧邻开元商城位置较优越。预计注入后百货部分坪效应超过 1.8 万元，如果能以合适的方式注入对公司发展极为有利。

数据来源：公司公告 方正证券研究所整理

除此之外，海航集团旗下的零售业资产还包括海航中免、海口民生百货（上市公司 ST 筑信所有）。2009 年 10 月，原海口‘第一百货’翻牌变身‘民生百货’，给了市场充分的想象空间。可以预见，如果西安民生在公司体制和人才培养方面有更大的进展，未来也不排除全盘接手海航集团零售业务的可能。

海航商业在 2008 年中国连锁百强榜单里排名第 61 位。如果在未来三年中顺利将上述资产注入上市公司，西安民生的销售规模将接近 50 亿元。而海航集团在东北、华北及中原地区进行商业布局的战略规划，更将给西安民生带来更加宽广的视野、更大的发展空间，从而建立起一个崭新的商业帝国。

海航商业作为海航集团旗下的商业资产投控平台，自成立以来就一直在不断寻找新的收购对象。对于民生家乐股权的处理，我们认为与目前大型商业集团所惯用的‘体外培养’模式是非常类似的（即在大股东控制下先培育一段时间，待盈利稳定后再注入上市公司）。目前商业开发中出现的大体量、自有物业的发展倾向也引起了公司的注意。据了解，在鸿禧项目开业后，公司有可能将转变发展思路，利用上市公司的融资平台，与海航商业一起合作开发大型商业项目。

四、盈利预测

未来三年，公司业绩的主要增长点来自于两个方面：

1. 自身发展：包括解放路店、次新门店及超市单元的利润增量。

2. 体外培养后进行资产注入。我们判断包括骡马市店、民生家乐的剩余股权等资产的注入事宜有望于 2010 年年底开始启动。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现营业收入 12.72 亿元、19.72 亿元和 23.66 亿元。综合毛利率将为 21.57%、21.66%、21.83%。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现净利润 0.60 亿元、0.91 亿元和 1.16 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.30 元和 0.38 元。

我们给予公司“买入”评级。

财务预测

单位 百万元

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1125.80	1272.16	1971.84	2366.21	货币资金	519.27	511.39	1108.10	1095.96
减：营业成本	881.59	997.75	1544.74	1849.67	应收和预付款项	21.22	6.02	36.18	14.39
营业税金及附加	8.72	10.18	15.77	18.93	存货	26.68	23.73	54.31	39.14
营业费用	60.22	64.88	100.56	120.68	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	124.48	139.94	216.90	260.28	长期股权投资	160.11	160.11	160.11	160.11
财务费用	-39.74	-9.09	-18.21	-24.79	投资性房地产	102.30	89.68	77.06	64.44
资产减值损失	5.28	5.28	5.28	5.28	固定资产和在建工程	332.10	439.92	352.78	265.65
加：投资收益	0.34	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	34.27	29.57	24.86	20.16
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	11.40	5.70	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1207.35	1266.13	1813.41	1659.85
营业利润	85.59	63.23	106.80	136.17	短期借款	94.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	-9.06	6.90	0.00	0.00	应付和预收款项	465.19	363.39	847.13	577.83
利润总额	76.53	70.13	106.80	136.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	19.51	10.52	16.02	20.43	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	57.02	59.61	90.78	115.74	负债合计	559.19	363.39	847.13	577.83
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	270.35	304.31	304.31	304.31
归属母公司股东净利润	57.02	59.61	90.78	115.74	资本公积	211.95	372.94	372.94	372.94
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	留存收益	165.87	225.48	289.03	404.77
经营性现金净流量	139.09	71.15	605.73	-36.94	归属母公司股东权益	648.17	902.74	966.28	1082.02
投资性现金净流量	184.99	-189.09	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-33.06	110.06	-9.01	24.80	股东权益合计	648.17	902.74	966.28	1082.02
现金流量净额	291.02	-7.89	596.72	-12.15	负债和股东权益合计	1207.35	1266.13	1813.41	1659.85

数据来源：公司数据及方正证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

北京

地址：北京西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼
 （100037）

电话：（8610）68584803

传真：（8610）68584803

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com

长沙

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦
 24 楼（410015）

电话：（86731）85832274

传真：（86731）85832380

杭州

浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼
 （310006）

（86571）87782600

（86571）87782600