

承载古都新梦想的西部商业旗舰

——西安民生（000564）调研快报

2010 年 5 月 13 日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏

联系人：高坤

零售行业分析师 010-66507320

执业证书编号：S1480109110910

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。

问题 1：海航商业控股有限公司入驻后对公司经营、战略层面的影响？

海航集团这家仅有 17 年历史的公司凭借其在资本市场的风起云涌已经拥有 7 家上市公司、8 大业务板块、12 个机场、13 家航空公司、30 家旅行社、49 家酒店和 60 家商场，形成了资产近 1500 亿元的航空帝国。战略层面，集团旗下的置业公司和广泛的社会资源将为公司多层次的门店拓展提供便利，在商业+地产的外延模式上正在进行积极探索；经营层面，管理层的派驻极大提高了公司的管理运作效率，对门店的管理人员采用销售和利润的双重考核激励体制，今年整体转向利润导向的经营目标。从公司主要门店的经营情况来看：

- 解放路主力店虽然面临大商新玛特和万达广场的竞争，但停车场等基础配套设施的共享使得今年一季度的客流增幅明显，两家竞争对手对整个解放路商圈人气的提振效果明显，此外由于细分定位的错位，对门店业绩压力不大。

- 西大街钟楼店受益于钟楼成熟商圈的“孵化”，已经基本渡过培育期，与周边百盛及银泰商场的品牌错位较为明显；电子城门店百+超模式范围经济效益较好，已经实现盈利。

- 甘肃庆阳店只是公司省外扩张的试金石，目前主要采用租金的盈利模式，业绩增长平稳。

问题 2：托管的骡马市店（兴正元广场）的“转正”预期以及对宝商集团 26 家门店资产整合的情况？

建筑面积 8 万平米的兴正元广场位于西安市最为繁华的零售街区，是骡马市步行街的主要人气来源。有望从今年开始逐步注入上市公司，负一层的街铺广场并不属于注入范围。从品牌取向来看，商圈内容流以 20-25 岁年龄段为主，民生骡马店中高端的定位将同步进行适应性调整。

宝商集团的 2 家百货公司和 26 家超市在当地拥有绝对垄断的地位，百货业态主要是进行了品牌的整合，超市业态目前还没有进行与民生家乐超市还没有进行资源的整合，但凭借宝商完善的渠道优势和品牌忠诚度，未来的整合将为公司零售业态的完善和百货主业的发展带来积极效应。

问题 3：北大街鸿禧项目的进展情况以及进一步外延扩张的战略、模式及计划？

由于北大街在进行整体改扩建，商圈人气需要逐步培养，北大街鸿禧项目主体建筑还没有完成，公司拥有庞大的上游供应商队伍，招商阶段将很快完成，预计今年年底或明年年初开业。

从扩张战略来看，海航商业控股为公司的外延地域打开了宽阔的视野，公司的储备项目较多，但仍以西北地

区为主要目标市场，09年起启动了积极的外延战略，未来可能保持每年4家以上的扩张速度，为了平滑业绩压力，将充分运用并购、自建以及租赁等多层次的拓展方式。2009年45.12%的资产负债率远低于行业平均水平，此外，公司银行信贷资源较为充足，外延扩张不会带来较大资金压力。

问题4：对西安商业竞争环境的看法以及民生e购网新兴经营模式的探索和尝试？

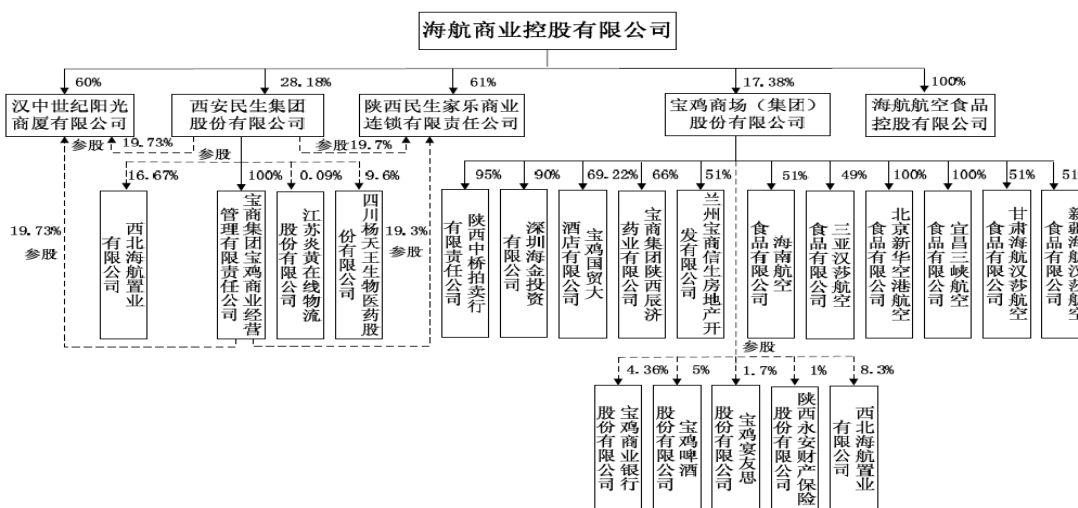
从外部竞争看，作为西安购物环境较好的老牌商业企业，拥有多年积累的固定客户群体，次新店一定程度上分流了解放路成熟店，但外资以及内资百货对钟楼以及小寨商业圈的冲击现阶段还没有完全体现。从内部省域竞争来看，宝鸡的消费能力尚可，且由宝商原有资源控制，新开开元宝鸡店尚处于培育期，中档定位的品牌错位短期不会带来竞争压。

民生e购网目前存在规模小，盈利差的经营问题，但公司正在积极研究网上、网下定价等制约因素，致力将其打造成较为完善的B2C电子商务平台。

结论：

1、海航集团层面主导的经营战略值得期待。海航商业拥有西安民生集团股份有限公司、宝鸡商场（集团）股份有限公司、汉中世纪阳光商厦有限公司、海南海航中免免税品有限公司以及陕西民生家乐商业连锁有限责任公司汉中世纪阳光商厦有限公司和等五家成员公司，海航集团旗下还拥有上市公司ST筑信的海口民生百货。其中大股东承诺三年内注入民生家乐和世纪阳光商厦。此外，今年2月，海航商业正式进驻天津最核心地带——滨江道商业街和南京路商业街交口的国际商场。在海航官方网站上，海航商业板块已经将“深耕京津”等重点区域市场提升到战略高度。

图1：海航商业控股公司股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从百货类上市公司的发展规律来看，海航主导的战略背景下，公司百货+商业地产的外延战略倾向可能通过“两条腿走路”的复合模式进行：一是通过集团层面低价获取商业物业资源，结合自身在招商、经营方面的优势进行购物中心等大型门店的建设，这一模式主要适用于省外扩张；二是结合自身在陕西省当地的信贷、融资资源和集团的政府资源，通过本土化优势获得土地资产，再进一步向上游地产商议价来

实现新项目低成本的开发机遇，这一模式主要适用于省内扩张。而无论采取何种模式，公司作为集团商业平台的发展战略已经较为清晰，海航全国商业布局的战略直接提升了公司的外延视野，相对于本土的商业企业而言，具有先发制人的平台优势。

2、商业环境竞争加剧引致正负效应博弈。近几年西安商圈的激烈竞争可谓百家争鸣：世纪金花在并购南大街海大春天，又进驻了唐人街商业广场，成立世纪金花唐人街商业管理公司，开始在西大街的圈地运动。百盛东大街店和西大街店均在钟楼商圈以内，加上小寨店和东二环店，扩张态势明显且业绩不俗。此外万达广场的万千百货、金鹰国际、银泰百货、大洋百货、大商新玛特等也首次相继试水西部之都。国内外零售企业敏锐的商业嗅觉反映了西安古都生机蓬勃的商业潜质：从消费能力来看，西安城镇居民人均可支配收入累计同比首度超过全国平均水平，在去年四季度达到 24.7% 的同比增幅，大幅超过了全国均值；从消费倾向来看，人均消费支出同比增速也于同期一举超过全国平均水平，并逐步拉大两者之间的“剪刀差”，整体表现出攻守兼备的消费潜质。

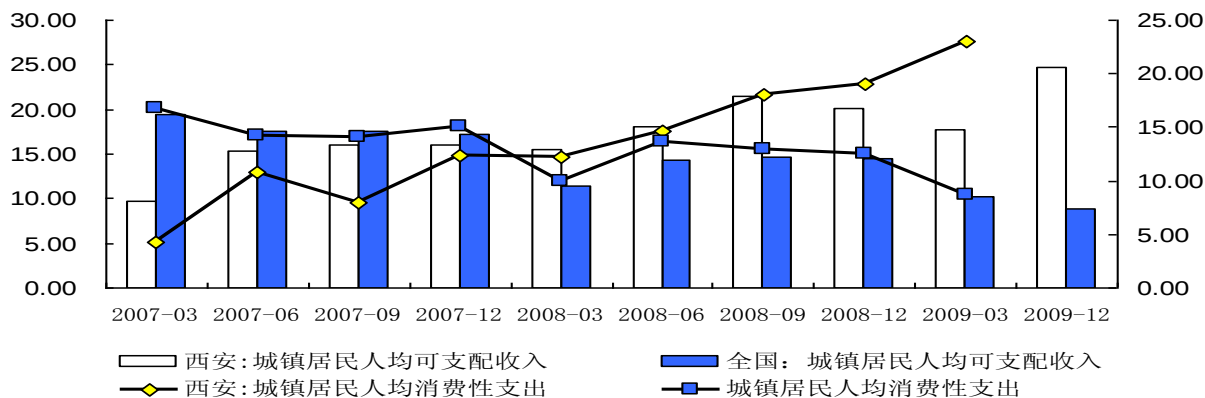
表 1：西安主要百货零售企业汇总

零售企业名称	涉及商圈	定位层次
世纪金花	钟鼓楼商圈、南大街商圈、西大街商圈、高新商业圈	中高档、高档
百盛	钟鼓楼商圈、东大街商圈、小寨商业圈、高新商业圈	高、中、低档
万达广场	解放路商圈、李家村商业圈	中、低档
大商新玛特、正大广场	解放路商圈	中档
开元商城、银泰中环店	钟鼓楼商圈	中高档

资料来源：东兴证券研究所

商业竞争环境的加剧虽然使得公司毛利率有下滑压力，但同时商圈内竞争的加剧有利于公司所在钟楼、解放路商圈人气的提升、门店经营效率的提高和相关商业配套规模效应的充分发挥。我们将公司与另外一家本土零售上市企业开业控股相关财务指标进行对比：西安民生中高档定位引致期间费用率的相对高位对利润的影响基本被逐步拉大的高毛利率差额所平滑，销售净利率自 2008 年首度反超；而西安民生相对平稳的存货周转率也首次在去年超越开元，一定程度上反映了其品牌号召力和渠道控制力的加强。总体来看，虽然开元控股只有一家门店位于竞争激烈的西安市内，且处于绝版地段，但商圈竞争加剧博弈对于民生的正合平衡点似乎似乎更具优势。

图 2：西安城镇居民人均可支配收入和消费支出累计同比与全国平均水平对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 2：公司与开元控股相关财务指标对比

	2006		2007		2008		2009	
	西安民生	开元控股	西安民生	开元控股	西安民生	开元控股	西安民生	开元控股
销售毛利率(%)	20.16	15.94	21.59	16.83	21.69	16.25	20.76	15.50
销售净利率(%)	2.87	3.03	2.33	5.01	5.07	3.47	3.95	3.43
销售期间费用率(%)	13.94	10.00	15.64	10.75	12.88	10.34	15.95	9.40
存货周转率(次)	45.63	73.47	38.17	67.59	34.96	67.11	36.96	24.28

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 3、积极经营探索与注入预期双轮驱动的投资价值。**无论是网络购物的试水还是地产百货的战略倾向都符合整个百货行业发展的趋势，骡马市店采用了类似于大悦城的分层主题百货经营方式，也凸显了公司对 MALL 业态的创新探索。较好的行业前瞻性为公司内涵价值的挖掘提供了充足空间；作为海航系的商业类上市平台，西安民生承载了太多的资产腾飞梦想，而对统领整个骡马市步行街兴正元广场的逐步“转正”预期有望成为短期内最大的亮点，汉中百货和超市资产的注入预期也较为明确。宝商集团 28 家门店的今年的并表虽然能带来收入一次性 80%以上的增幅，但股本摊薄以及超市毛利率较低等因素将抵消部分收入带来的一次性业绩增长。
- 4、盈利预测与投资评级。**公司复合式的积极外延战略有望在极具潜力的区域平台上得到内涵互动。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.30 元和 0.39 元，对应 PE 分别为 24 倍和 18 倍。综合考虑到海航商业的资产注入预期，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。