



上市公司半年报及公告点评

研究报告
批发和零售贸易

中性 首次

西安民生 (000564)

2010 年 8 月 12 日

上半年扣非净利润增长 13.56%; 定增有利于股本、资产和销售规模的进一步做大

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

2010 年 8 月 4 日收盘于 7.90 元
6 个月目标价: 7.60 元

公司今日 (2010 年 8 月 12 日) 发布 2010 年半年报。报告期内公司实现营业收入 12.13 亿元, 同比增长 9.09%; 实现利润总额 3469 万元, 同比减少 20.40%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3002 万元, 同比减少 6.78%, 扣除非经常性损益的净利润 2922 万元, 同比增长 13.56%。

2010 年上半年公司全面摊薄每股收益为 0.10 元, 净资产收益率为 3.70%, 较去年同期减少 0.41 个百分点; 公司每股经营性现金流在报告期为 -0.06 元, 较去年同期增长 57.49%。

此外, 公司今日还公布了《非公开发行股票预案》以及《关于收购西安华城置业有限公司股权公告》等一系列公告:

(1)《非公开发行股票预案》: 公司本次拟向包括控股股东海航商业控股, 以及其他企业法人、证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司等合计不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 14800 万股股票, 其中控股股东海航商业控股认购不低于 5444.67 万股, 发行后其控股比例将不低于 31%; 本次发行股份的发行价格不低于定价基准日 (本次发行的董事会决议公告日) 前 20 个交易日西安民生股票交易均价的 90%, 即发行价不低于 6.62 元/股; 公司此次拟募集资金总额不超过人民币 98000 万元, 募集资金投向如表 1 所示。

本次非公开发行股票方案尚需获得公司 2010 年第一次临时股东大会审议通过和中国证监会的核准; 同时本次发行将导致海航商业控股触发要约收购义务, 需要向中国证监会申请豁免。

(2)《关于收购西安华城置业有限公司股权公告》: 公司拟受让西安曲江华平置业有限公司所持有的西安华城置业有限公司 100% 股权, 受让总价款为 34047.66 万元, 华城置业拥有的主要资产为位于西安市雁塔区雁塔南路大雁塔南广场东南角合计建筑面积 27125.96 平米的房产。

简评及投资建议: 公司今年上半年对宝鸡商业进行并表并对 09 上半年数据做了追溯调整。上半年公司收入增长 9%, 主要仍来自于主力门店民生百货大楼和子公司宝鸡商业的贡献; 由于毛利率略有下降, 期间费用有所上升, 以及参股公司民生家乐的亏损带来投资收益的减少, 上半年营业利润同比减少 -30% 以上; 但受益于西部大开发优惠政策带来的所得税率的降低, 公司最终归属母公司净利润同比仅下降 6.78%, 而扣除非经常性损益后的净利润则同比增长 13.56%。

我们预计, 在不考虑此次定增项目的影响下, 解放路店仍是目前及未来 2-3 年内公司收入及利润的主要来源, 其 2010-12 年销售收入增速可能维持在 5% 左右, 利润增长也将保持稳定; 07 年 9-12 月新开的钟楼店、庆阳店、电子城店以及 09 年开始托管的兴正元广场中短期内对公司业绩的贡献基本有限; 而 2010 年 1 月开始并表的宝鸡商业旗下 28 家门店以及 3 月底收购的 4 家超市门店预计今年保守预计可贡献收入和净利润分别为 7.5 亿元及 860 万元;

在不考虑公司此次定增项目的影响以及扩张股本的情况下, 我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元和 0.24 元 (参见表 3), 目前公司 7.90 元的股价对应 2010-12 年 PE 分别为 42.3、36.4 和 32.8 倍, 估值相对偏高。但考虑到公司资产注入后规模的增加和可能存在的整合效应、定增项目带来的外延扩张和业绩增长的可能性以及后续资产注入的预期, 我们认为可以给予一定的估值溢价, 给予 7.60 元的六个月目标价 (对应 2011 年 35 倍 PE), 首次给予 “中性” 的投资评级。公司 8 月 4 日停牌后商业板块整体股价出现了一定幅度上涨, 不排除公司复牌后补涨的可能。

对于此次的定增和收购项目，我们认为，从业务经营的发展角度看，无论是扩建老门店还是收购/新开门店，从长期看，均有利于其主业的进一步扩张发展；同时，所有这些项目仍都集中在公司已熟悉的西安地区和宝鸡地区，也有利于其在这两块区域市场份额的进一步加大以及品牌影响力的进一步提升；但在短期内，由于培育期的原因可能对业绩（尤其是股本扩张后的EPS）有一定压力；而从另一方面看，此次的定增行为和收购行为更大的意义在于公司股本、资产和销售规模的进一步做大做强，而只有在一定规模的股本、资产基础之上，公司或许才可能更游刃有余的进行整合资产和实现外延扩张。由于此次公司披露的信息较少，我们暂无法对这些项目做出详细的盈利预测，我们将对其进行密切跟踪，并在更多信息披露后对盈利预测进行调整。

1. 公司 2010 半年报分析。

（1）从收入情况看，公司 2010 年上半年实现营业收入 12.13 亿元，同比增长 9.09%，其中西安地区销售增长 8.88%，宝鸡地区销售增长 11.04%；我们从公司合并报表和母公司报表披露的数据推算，公司母公司旗下的民生百货大楼、钟楼店、庆阳店、电子城店以及兴正元广场的托管收入大致共贡献了大约 6.8 个亿左右的收入，其中位于解放路商圈的主力门店民生百货大楼仍是公司收入的主要来源，我们推算其在母公司收入占比可能达到 80%以上；而今年 1 月开始并表的全资子公司宝鸡商业上半年约贡献收入 5.4 亿元左右，贡献净利润 863.4 万元。

（2）公司上半年实现综合毛利率 21.89%，同比略降 0.26 个百分点，但由于公司商品零售毛利率同比仍上升了 0.27 个百分点，达到 16.22%，因此我们认为综合毛利率的下降可能和毛利率较高的其他业务收入占比有所下降有关；公司上半年销售费用率和管理费用率同比分别上升了 1.29 和 0.11 个百分点，财务费用同比增加了 300 万元，我们认为期间费用的上升主要可能来自于人力成本、租金费用以及利息支出等的增加。

（3）此外，公司参股的陕西民生家乐商业连锁公司上半年实现净利润为-1141.2 万元，公司确认投资收益-445.07 万元，导致公司非经营性净收益同比减少近 500 万元；最终公司营业利润同比下降 34.89%；但由于公司享受了国家税务总局西部大开发税收优惠政策的相关规定，所得税率由原先的 25%降为 15%，因此最终公司归属母公司净利润同比仅下降 6.78%，而扣除非经常性损益后的净利润则同比增长 13.56%。

（4）盈利预测。目前对公司收入和利润贡献最大的主力门店民生解放路店已是成熟门店，经营状况比较稳定，我们预计在正常情况下未来三年每年收入增速可能在 5%左右；07 年 9 月开业的钟楼店预计今年利润贡献在 120 万左右；07 年 12 月开业的电子城店目前经营状况一般，预计今年利润贡献在 160 万左右；07 年 10 月开业的甘肃庆阳店由于当地经济环境发生变化，且本身开店目的也是为了锻炼，因此收入和利润贡献基本可以忽略；公司 09 年开始托管的骡马市店（兴正元广场）预计未来每年能贡献 300 万左右的托管费收入；而 2010 年 1 月开始合并报表的宝鸡商业子公司旗下 32 家门店预计保守预计全年可能贡献 7.5 亿元左右的收入和 800 万以上的净利润。在不考虑公司此次定增项目的影响以及扩张股本的情况下，我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元和 0.24 元（参见表 3）。

2. 非公开发行及收购西安华城置业有限公司股权等公告简评。

公司本次拟向包括控股股东海航商业控股，以及其他企业法人、证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司等合计不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 14800 万股股票，其中控股股东海航商业控股认购不低于 5444.67 万股，发行后其控股比例将不低于 31%（目前其控股比例为 28.18%）；海航商业控股认购的本次发行的股份自发行完成后 36 个月内不得转让，其余发行对象自发行完成后 12 个月内不得转让。本次发行股份的发行价格为不低于定价基准日（本次发行的董事会决议公告日）前 20 个交易日西安民生股票交易均价的 90%，即发行价不低于 6.62 元/股；公司此次拟募集资金总额不超过人民币 98000 万元，募集资金投向如表 1 所示。

表 1 公司拟募集资金投向

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金拟投入数量
1	西安雁塔国际文化广场资产收购项目	42447	42447
2	新世纪购物中心扩建项目	21994	21500
3	民生百货大楼扩建项目	19000	18500
4	民生百货西安北大街店开店项目	10950	10950
合计		94392	93397

资料来源：公司公告，海通证券研究所

本次募集资金投向包括两个扩建项目、一个收购项目和一个新开门店项目，其中：

（1）民生百货大楼扩建项目是公司计划将其位于解放路商圈的主力门店民生百货大楼进行扩建，在大楼后院计划建成包括百货、办公、餐饮、娱乐及地下室配套设施的综合商业建筑。由于该门店是公司目前收入和利润的主要来源，并且解放路商圈也是西安市传统的核心商圈，因此从长期看，我们认为该项目有利于打破目前百货大楼步入成熟期后收入利润增长相对缓慢的瓶颈，同时餐饮娱乐等配套设施的建设也有利于吸引更多的消费受众，提升集客能力。

（2）新世纪购物中心扩建项目是公司拟对其注入进来的子公司宝鸡商业旗下两个百货门店之一的新世纪购物中心进行扩建，该门店目前为自有物业，位于宝鸡市最繁华的商业贸易区经二路；预计项目实施后，门店营业面积将较目前的 8000 平米扩大一倍，规模的扩大以及可能的在现有租赁和副食品销售模式上的补充将有利于进一步增强公司门店在宝鸡市场的竞争能力。

（3）西安雁塔国际文化广场资产收购项目是公司向陕西欣源置业收购其持有的西安雁塔国际文化广场部分房产及对应土地使用权，总建筑面积为 27256.38 平米，是公司进军西安另一重要商圈-小寨商圈的重要一步。

（4）民生百货西安北大街店开店项目是公司拟整体租赁西安市钟楼国际大厦一期用于新开民生百货北大街店，也是公司在钟楼商圈扩大市场份额的重要一步。

除以上定增募集资金投向的四个项目外，公司还公告拟受让西安曲江华平置业有限公司所持有的西安华城置业有限公司 100% 股权，受让总价款为 34047.66 万元；华城置业 2010 年 1-7 月实现营业收入 84.98 万元，利润总额 11.76 万元，净利润 8.82 万元；其拥有的主要资产为位于西安市雁塔区雁塔南路大雁塔南广场东南角合计建筑面积 27125.96 平米的房产。

我们认为，从业务经营的发展角度看，以上的这些无论是扩建老门店的项目还是收购/新开门店的项目，从长期看，均有利于其主业的进一步扩张发展；同时，这些项目仍都集中在公司已熟悉的西安地区和宝鸡地区，也有利于其在这两块区域市场份额的进一步加大以及品牌影响力的进一步提升；但在短期内，由于培育期的原因可能对业绩（尤其是股本扩张后的 EPS）有一定压力；而从另一方面看，此次的定增行为和收购行为更大的意义在于公司股本、资产和销售规模的进一步做大做强，而只有在一定规模的股本、资产基础之上，公司或许才可能更游刃有余的进行整合资产和实现外延扩张。

由于此次公司披露的信息较少，我们暂无法对这些项目做出详细的盈利预测，我们将对其进行密切跟踪，并在更多信息披露后对盈利预测进行调整。

表 2 西安民生单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	60709	50464	70536	50739	111174	121275
同比增长 (%)			16.19	0.54		9.09
营业总成本(万元)	57806	48221	67943	49549	106027	117492
营业成本(万元)	48055	38491	55793	38930	86547	94723
营业成本/营业收入 (%)	79.16	76.27	79.10	76.73	77.85	78.11
营业税金及附加(万元)	508	427	603	449	936	1052
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.84	0.85	0.85	0.89	0.84	0.87
销售费用(万元)	3472	4578	4908	5435	8050	10344
销售费用/营业收入 (%)	5.72	9.07	6.96	10.71	7.24	8.53
管理费用(万元)	5992	3909	6505	4431	9901	10936
管理费用/营业收入 (%)	9.87	7.75	9.22	8.73	8.91	9.02
财务费用(万元)	-140	147	135	172	7	307
资产减值损失(万元)	-81	668	0	131	587	131
非经营性净收益(万元)	0	153	0	-332	153	-332
营业利润(万元)	2903	2396	2592	858	5299	3450
同比增长 (%)			-10.70	-64.21		-34.89
营业外收入(万元)	10	35	20	39	45	59
营业外支出(万元)	8	978	10	30	986	40
利润总额(万元)	2905	1453	2602	866	4358	3469
同比增长 (%)			-10.42	-40.36		-20.40
所得税费用(万元)	606	532	384	83	1138	467
有效所得税率 (%)	20.86	36.61	14.74	9.63	26.11	13.46

净利润(万元)	2299	921	2219	783	3220	3002
同比增长(%)			-3.49	-14.97		-6.78
净利润率(%)	3.79	1.83	3.15	1.54	2.90	2.48
归属于母公司所有者的净利润(万元)	2299	921	2219	783	3220	3002
同比增长(%)			-3.49	-14.97		-6.78
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.076	0.030	0.073	0.026	0.106	0.099

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 西安民生合并损益表及预测（2008-2012E）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	112580	123332	207540	225335	245222
同比增长(%)	15.06	9.55	68.28	8.57	8.83
营业总成本(万元)	104055	118538	200770	217476	236488
营业成本(万元)	88159	97735	163300	177240	192818
营业成本/营业收入(%)	78.31	79.25	78.68	78.66	78.63
营业税金及附加(万元)	872	949	1660	1803	1972
营业税金及附加/营业收入(%)	0.77	0.77	0.80	0.80	0.80
销售费用(万元)	6022	6271	16398	17710	19215
销售费用/营业收入(%)	5.35	5.08	7.90	7.86	7.84
管理费用(万元)	12448	13284	18812	20223	21983
管理费用/营业收入(%)	11.06	10.77	9.06	8.97	8.96
财务费用(万元)	-3974	113	600	500	500
资产减值损失(万元)	528	187	0	0	0
非经营性净收益(万元)	34	680	0	0	0
营业利润(万元)	8559	5475	6770	7860	8734
同比增长(%)	89.98	-36.04	23.66	16.10	11.13
营业外收入(万元)	47	358	100	0	0
营业外支出(万元)	953	42	100	0	0
利润总额(万元)	7653	5790	6770	7860	8734
同比增长(%)	82.67	-24.34	16.92	16.10	11.13
所得税费用(万元)	1951	914	1083	1258	1398
有效所得税率(%)	25.49	15.79	16.00	16.00	16.00
净利润(万元)	5702	4876	5687	6602	7337
同比增长(%)	150.42	-14.49	16.63	16.10	11.13
净利润率(%)	5.07	3.95	2.74	2.93	2.99
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5702	4876	5687	6602	7337
同比增长(%)	150.42	-14.49	16.63	16.10	11.13
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.187	0.160	0.187	0.217	0.241

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。