



东兴证券
DONGXING SECURITIES

非公开增发凸显“核心外围”发展战略

——西安民生（000564）

2010年8月12日

推荐/维持

西安民生

事件点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn

010-66507320

事件：

公司于8月12日公告了非公开发行预案、收购股权公告和2010年中报。本次非公开发行股票数量不超过14,800万股，发行股票价格不低于6.62元/股，募集资金拟用于西安雁塔国际文化广场资产收购项目、新世纪购物中心扩建项目、民生百货大楼扩建项目和民生百货西安北大街店开店项目。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股权，受让总价款34,047.66万元，受让股权比例为100%。上半年公司营业收入较上年同期增长9.09%，期净利润较上年同期减少6.78%，每股收益0.099元。

观点：

1. 巩固原有主力商圈、区位龙头地位。

西安地区的解放路主力店虽然面临大商新玛特和万达广场的贴身竞争，客流的分流化对公司原有的龙头地位形成一定压力。但停车场等基础配套设施的共享使得两家竞争对手对整个解放路商圈人气的提振效果明显。而从内部省域竞争来看，宝商旗下的两家百货门店在当地处于绝对垄断地位，与去年年底新开的开元宝鸡店中档定位的品牌错位短期不会带来竞争压。

·新世纪购物中心扩建项目：本项目是公司控股子公司宝鸡商业的下属门店，通过扩建可使现有营业面积扩大一倍，即达到2.4万平米的营业面积。虽难以与体量高达8万平米的开元控股宝鸡店匹敌，但开元宝鸡万象城今年上半年宝鸡店实现销售收入1.2亿元，亏损450万元。利用竞争对手门店的培育期时间，积极巩固自身在宝鸡市的竞争优势。从而一定程度上制衡开元控股大型门店对公司原有门店的冲击。

·西安民生百货大楼扩建项目：本项目位于西安市解放路民生百货大楼后院，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。从定位上看，与毗邻的万达广场的综合性定位基本一致，在进一步发挥民生品牌忠诚度的推广效应同时，与门店对面的大商新玛特形成了一定的差异化经营。公司通过多业态的定位巩固主力门店的领导地位，有利于分享成熟商圈重生的后发之力。

2. 全力打造文化旅游商贸新兴商圈。

西安作为古都之城，拥有着丰富的文化底蕴和旅游资源。大雁塔地处市区，是西安旅游的形象代表，华清池比邻秦始皇兵马俑，近年来接待外省区游客占70%以上。曲江新区是西安的城市名片与旅游文化资源密集区域，结合区域特色打造公司的核心优势是公司外延战略的重要之举。由于紧邻小寨商圈，也同时形成了一定的辐射效应，从而实现了一箭双雕的双商圈范围经济发展战略。此外“地产+百货”的外延模式也有利于公司充分分享商业地产升值带来的安全边际。

曲江项目：该项目是公司落实以西安市场为核心，向省内二、三级城市延伸发展战略的重要措施。虽然项目周边大型商业零售业态较少，需要一定培育期。但曲江新区位于西安城区东南部，以闻名中外的大雁塔和曲江皇家园林遗址为中心，区内的市政配套已基本完善，该区域的商场宾馆已经有粤港台灯具城、光彩灯具城、

雁塔文化新天地、大雁塔商场、西部家具城、曲江宾馆、唐华宾馆、小寨饭店、安泰酒店等。客流和人流的叠加必将带来曲江新区的快速发展，从而有利于公司曲江项目商业地产的升值和门店培育期的缩短。

图 1：曲江新区区位图



资料来源：东兴证券研究所

西安雁塔国际文化广场资产收购项目：该项目资产距西安市规划中的地铁二号线纬一街站出站口较近，地铁二号线的开工建设，对该区域的各类用途物业的销售价格的增长产生了很大影响。资产实际成交价格对应的单价为1.5万/m²，大幅低于周边交易实例的平均单价1.85万元/m²。而门店所处的小寨商圈是目前西安市大力改造发展的商圈，已被明确定位于西安商业副中心。目前，小寨商圈缺乏中高端品牌百货，西安民生入驻该商圈后，以其现有的品牌资源打造富有文化特色的大众精品百货，可以实现差异化经营，充分利用该商圈巨大的市场潜力以形成公司新的利润增长点。也同时和公司原有的电子城门店“百+超”模式遥相呼应，形成了较好的范围经济效应。

3. 积极争夺核心商圈控制力。

民生百货西安北大街店开店项目：钟楼商圈是西安市最大、最具影响力和历史最悠久的商圈。无论是奢侈品、精品还是中高档百货，钟楼商圈已经成为各种商业业态的顶级样板。但同时，以钟楼为轴心，东西南北四大方向的竞争也可谓风起云涌：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；定位中高端的开元控股和银泰中环独立门店也占据了商圈的核心地段。

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

相比之下，由于北大街在进行整体改扩建，商圈人气略显不足，需要逐步培养。公司北大街鸿禧项目主体建筑还没有完成，预计今年年底或明年年初开业。北大街门店是公司巩固并扩大钟楼商圈竞争优势的重要举措，也是公司继西大街门店成熟之后，东大街兴正元广场“转正”预期之时，三度进军西安核心商圈的一个新的突破口。

表 2：非公开增发及收购项目基本情况

项目名称	投资金额（万元）	面积	投资利润（年均）
西安雁塔国际文化广场资产收购项目	42,447.39	27,256.38	600.15
新世纪购物中心扩建项目	21,994.35	12000	252.12
民生百货大楼扩建项目	19,000.00	——	311.6
民生百货西安北大街店开店项目	10,950.00	——	1615.125
西安曲江收购项目	34,047.66 (受让总价款)	27125.96	——

资料来源：公司公告

表 3：非公开增发对公司业绩影响预测

项目名称	2009A	2010E	2011E	2012E
增发前收入	1233.32	1960.25	2552.38	3174.18
增发前利润	48.76	66.02	90.78	120
宝商 28 家门店全年并表	——	13.5	15.2	16.5
首次摊薄	——	11.10%	11.10%	11.10%
宝商并表首次摊薄 EPS	0.18	0.26	0.34	0.45
扩建项目增厚	——	5.64	5.64	6.5
新设及并购增厚	——	——	6.2	24.5
合计增厚比例	——	7.09%	11.17%	22.71%
股权摊薄（非公开增发摊薄）	——	——	32.72%	32.72%
增发后 EPS	0.18	0.26	0.27	0.40

数据来源：东兴证券研究所

结论：

海航主导的战略背景下，公司百货+商业地产的外延战略初步显现：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适度从重的外延扩张，使其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。此次非公开增发使得公司的门店获得了三个层面的重生：原有成熟门店的改扩点充分分享了成熟商圈及区位的再次腾飞；核心商圈的全面布局进一步提升了公司的核心地段竞争优势；商旅结合的新兴商圈重资产拓展获得了地产升值和门店快速成长的双重红利，整体形成了核心外围的全方位攻略。由于宝商28家门店全年并表已经确定，摊薄后10-12的EPS分别为0.26元、0.34元和0.45元，对应10-12年PE分别为30倍、23倍和18倍。此次非公开增发存在一定不确定性，且新开门店开业时间尚未确定，暂时维持以上的预测，如果此次的非公开发行能够完成实施，对EPS摊薄的摊薄达到了33%，短期内高于门店扩建和新门店带来的业绩增厚比例。综合考虑到海航商业汉中百货和超市相关资产的注入预期也较为明确，我们维持公司“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。