

增持调高

西安民生 (000564)

2010 年 12 月 29 日

股票价格

12 月 28 日收盘价	7.73 元
6 个月内目标价	9.17 元
59 周内股价波动	6.84-9.59 元

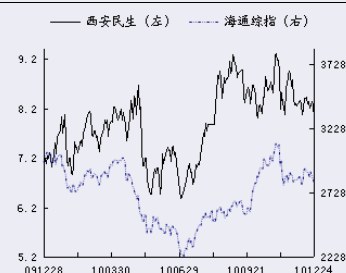
主要估值指标

	2010E	2011E	2012E
市盈率	35.1	29.5	25.4
市销率	1.0	0.9	0.8

股本结构

总股本 (万股)	30431
流通 A 股 (万股)	30431
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

西安民生 2010 三季报点评: 三季度净利润大幅增长主要来自毛利率提升及税收优惠政策, 维持中性 20101026

西安民生 2010 中报及公告点评: 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 (中性, 首次) 20100812

批发和零售贸易行业首席分析师:

路 颖

SAC 执业证书编号: S0850203100078

电 话: 021-23219403

Email: luying@htsec.com

批发和零售贸易行业分析师:

潘 鹤

SAC 执业证书编号: S0850210040007

电 话: 021-23219423

Email: panh@htsec.com

批发和零售贸易行业分析师:

汪立亭

SAC 执业证书编号: S0850210090001

电 话: 021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

持续发展将来自股本规模的进一步做大做强

西安民生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, 为西北地区的商业龙头之一, 背靠拥有较多商业资产的大股东海航商控; 目前公司旗下共有 6 家百货 (或百货+超市) 门店、30 家连锁超市门店以及 1 家托管门店; 同时, 公司目前拟定增募资不超过 9.8 亿在西安和宝鸡地区新建及扩建门店, 从而逐步实现公司股本、资产及规模的进一步做大做强。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	15.06	9.55	97.49	9.66	9.84
综合毛利率 (%)	21.69	20.75	21.56	21.67	21.74
净利润增长率 (%)	150.42	-14.49	37.20	19.09	16.07
每股收益 (元)	0.19	0.16	0.22	0.26	0.30

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

- **区域经营稳健增长, 宝鸡商业的注入完成有利于公司规模扩张和双业态发展。**公司在西安及甘肃地区原有 4 家百货门店和 1 家托管门店, 经营情况良好, 增长稳健, 其中解放路店是公司目前及未来 2-3 年内公司收入和利润的主要来源; 2010 年 1 月份, 公司完成了对宝鸡商业 2 家百货门店和 26 家超市门店的定增注入, 从而实现了其规模扩张和双业态发展的第一步。
- **背靠拥有较多商业类资产的大股东海航商控。**公司大股东为海航商业控股, 其持有公司 28.18% 的股权, 除西安民生外, 大股东海航商业控股还分别持有汉中世纪阳光商厦有限公司 60% 的股权、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司 61% 的股权以及兴正元购物中心、天津国际商场和上海家得利等商业类资产。
- **持续增发促进股本及销售规模的进一步做大做强。**公司目前拟定向增发募资不超过 9.8 亿新建及扩建门店, 这些项目都集中在公司已熟悉的西安地区和宝鸡地区, 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; 而从长期看, 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, 从而为未来可能存在的各种方式的外延扩张提供铺垫。
- **预测与建议:**在不考虑公司新增外延扩张项目的情况下, 我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.22 元、0.26 元和 0.30 元, 目前公司 7.73 元的股价对应 2010-12 年 PE 分别为 35.1 倍、29.5 倍和 25.4 倍, 估值处于合理水平, 但是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、未来外延扩张的可能性以及后续资产注入的预期, 以及公司 20 亿市值与所处西北区域未来的发展空间的对比, 我们认为可以给予一定的估值溢价, 公司合理价值区间在 7.86-9.17 元 (对应 2011 年 30-35 倍 PE), 调高投资评级至 “增持”。
- **风险提示:** (1) 公司非公开发行股票方案尚需获得中国证监会的核准, 同时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) 新开或扩建项目可能会对公司短期业绩有一定压力。

目 录

投资要点:	2
1. 股权结构: 控股股东通过资产注入提升持股比至 28.18%	3
2. 业务经营: 解放路店仍是公司收入利润贡献的主要来源; 注入宝鸡商业有利于公司规模提升和双业态发展	4
2.1 解放路店是公司收入利润的主要来源, 其余门店贡献均有限	5
2.2 宝鸡商业的注入有利于公司规模扩张和双业态发展	7
3. 背靠拥有较多商业类资产的大股东海航商控	8
4. 持续增发促进股本及销售规模的进一步做大做强	9
5. 公司盈利预测	10
6. 不确定性因素	12
7. 估值与投资建议	13

图目录

图 1 西安民生股权结构	4
--------------	---

表目录

表 1 公司旗下参、控股公司及门店情况	5
表 2 公司母公司旗下门店基本情况（4 家门店+1 家托管门店）	5
表 3 宝鸡商业并入西安民生时旗下网点情况	7
表 4 汉中世纪阳光商厦和民生家乐股权结构情况	9
表 5 公司拟募集资金投向	9
表 6 西安民生旗下各门店营业收入及净利润估算及预测（2010-2012E）	10
表 7 西安民生合并损益表及预测（2010-2012E）	12
表 8 可比公司估值比较	13

投资要点:

西安民生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，为西北地区的商业龙头之一。

在今年初完成对宝鸡商业的定增购买资产后，目前公司旗下共有 6 家百货（或百货+超市）门店（包括解放路店、钟楼店、庆阳店、西安电子城店）、30 家连锁超市门店以及 1 家托管门店（兴正元广场），其中解放路店是公司目前收入及利润的主要来源。

公司大股东为海航商业控股，其持有公司 28.18% 的股权，除西安民生外，大股东海航商业控股还分别持有汉中世纪阳光商厦有限公司 60% 的股权、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司 61% 的股权以及兴正元购物中心、天津国际商场和上海家得利等商业类资产。

公司目前拟定向增发募资不超过 9.8 亿新建及扩建门店，这些项目都集中在公司已熟悉的西安地区和宝鸡地区，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；而从长期看，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，从而为未来可能存在的各种方式的外延扩张提供铺垫。

盈利及估值分析

我们使用了相对估值法来对西安民生的合理价值进行评估。目前国内主要百货零售类 A 股公司以 2010 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 29.2 倍，区间为 [20.9, 38.5]；以 2011 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 23.9 倍，区间为 [16.7, 31.3]

基于公司“立足现有基础，做强区域，走向全国，将公司打造成为连锁化、专业化、集约化、品牌化的现代的百货集团”的发展战略，以及其“加快发展步伐，深耕陕西，走向全国”的指导思想，我们认为公司仍有可能进一步进行外延扩张，从而逐步实现股本、资产和销售规模的进一步做大。

在不考虑公司新增外延扩张项目的情况下，我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.22 元、0.26 元和 0.30 元，目前公司 7.73 元的股价对应 2010-12 年 PE 分别为 35.1 倍、29.5 倍和 25.4 倍，估值处于合理水平，但是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、未来外延扩张的可能性以及后续资产注入的预期，以及公司 20 亿市值与所处西北区域未来的发展空间的对标，我们认为可以给予一定的估值溢价，公司合理价值区间在 7.86-9.17 元（对应 2011 年 30-35 倍 PE），调高投资评级至“增持”。

不确定因素

（1）公司非公开发行股票方案尚需获得中国证监会的核准，同时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）新开或扩建项目可能会对公司短期业绩有一定压力。

1. 股权结构：控股股东通过资产注入提升持股比至 28.18%

公司实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会，其合计间接持有公司 11.34% 的股权；控股股东为海航商业控股有限公司。

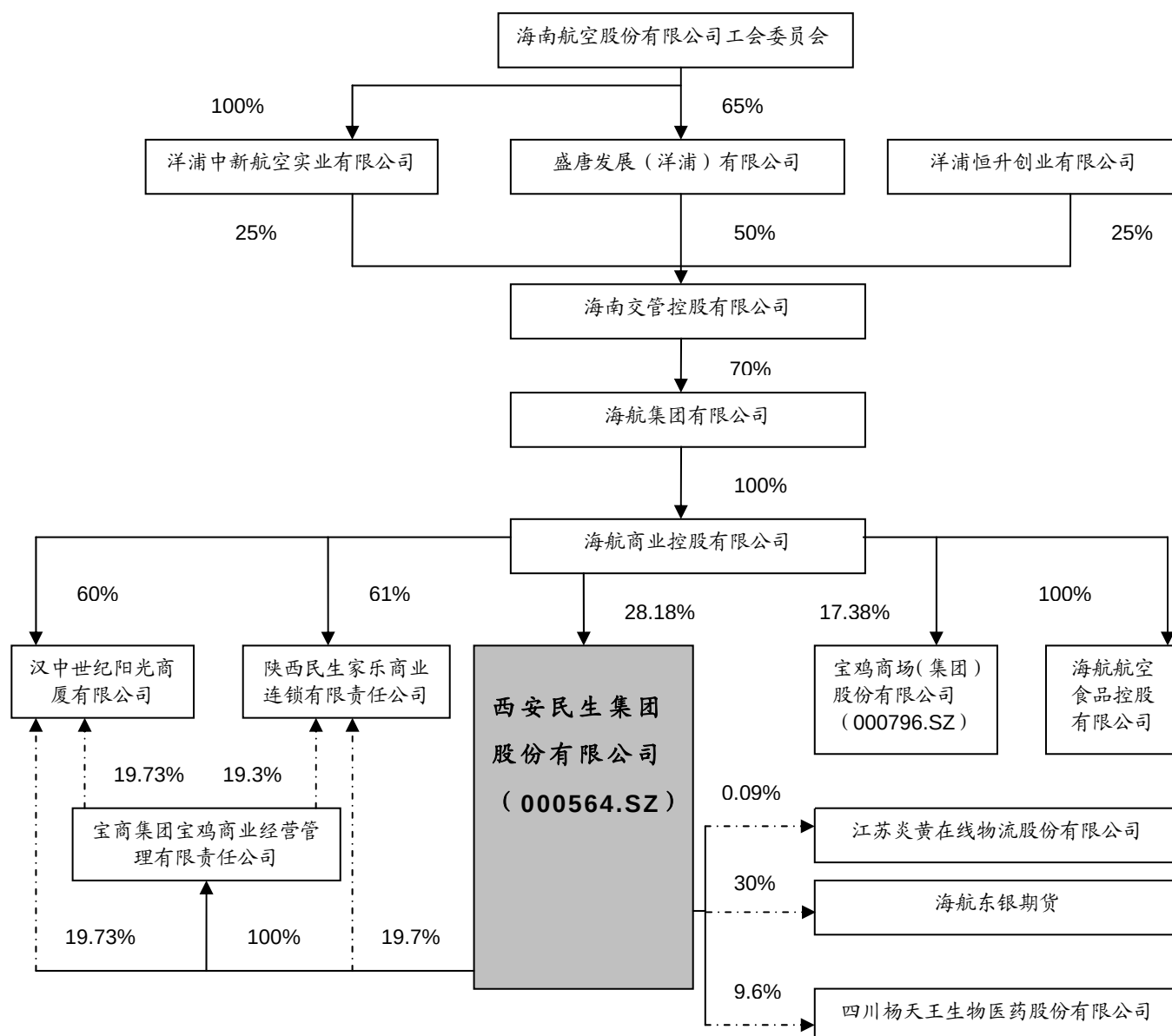
2008 年开始公司公告以 5.74 元/股的价格向海航商业控股有限公司定向发行股票 3396 万股，购买海航商业控股有限公司与旗下另一家上市公司宝鸡商场（集团）股份有限公司（000796）资产置换后取得的宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司 100% 股权，定增购买资产后，宝鸡商业成为公司的全资子公司，旗下主要资产包括 2 家百货门店、26 家连锁超市门店以及汉中世纪阳光（19.7%）、民生家乐（19.3%）的参股股权。

此次重大重组事项于 2010 年 1 月办理完毕后，公司总股本增加至 30431 万股，控股股东海航商业控股的持股比例也由之前的 19.16% 提升至目前的 28.18%。

除西安民生外，大股东海航商业控股还分别持有宝鸡商场（集团）股份有限公司 17.38% 的股权、海航航空食品控股有限公司 100% 的股权、汉中世纪阳光商厦有限公司 60% 的股权、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司 61% 的股权以及兴正元购物中心、天津国际商场和上海家得利等商业类资产。

我们认为，公司作为海航集团旗下零售类资产的主要上市平台，从长期看，在未来仍有可能在合适的时机将汉中世纪阳光商厦有限公司以及陕西民生家乐商业连锁有限责任公司旗下的百货超市类资产纳入其中。

图 1 西安民生股权结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 业务经营：解放路店仍是公司收入利润贡献的主要来源；注入宝鸡商业有利于公司规模提升和双业态发展

公司旗下现共有 6 家百货（或百货+超市）门店、30 家连锁超市门店以及 1 家托管门店（参见表 1）。

其中母公司旗下拥有 4 家门店（解放路店、钟楼店、庆阳店、西安电子城店）及 1 家托管门店（兴正元广场）、2010 年 1 月并入的公司目前唯一一家全资子公司宝鸡商业旗下拥有 2 家百货门店（经二路店、新世纪店）和 30 家连锁超市门店（其中 4 家超市门店是公司于今年 3 月公告自民生家乐商业连锁有限责任公司购买所得）；解放路店是公司目前收入及利润的主要来源。

截至目前，公司另拥有汉中世纪阳光商厦股份有限公司、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司、四川杨天生物医药股份有限公司、江苏炎黄在线物流股份有限公司、海航东银期货等 5 家参股公司。

公司旗下参、控股公司及门店情况请参见图 1 和表 1。

表 1 公司旗下参、控股公司及门店情况

	公司名称	持股比例（%）	门店
母公司	西安民生	100.00	4 家门店（解放路店、钟楼店、庆阳店、西安电子城店）+1 家托管门店（兴正元广场）
子公司	宝鸡商业（2010 年 1 月通过对大股东定增正式并入）	100.00	2 家百货门店（经二路店、新世纪店）+30 家连锁超市
参股公司	汉中世纪阳光商厦股份有限公司	19.73	
	陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	19.70	
	四川杨天生物医药股份有限公司	9.60	
	江苏炎黄在线物流股份有限公司	0.09	
	海航东银期货	30.00	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2.1 解放路店是公司收入利润的主要来源，其余门店贡献均有限

公司母公司旗下拥有 4 家门店（解放路店、钟楼店、庆阳店、西安电子城店）及 1 家托管门店（兴正元广场）；其中解放路店是目前公司收入及利润的主要来源，而另外几家门店对公司业绩的贡献则相对有限。表 2 是公司母公司旗下主要门店的基本情况。

表 2 公司母公司旗下门店基本情况（4 家门店+1 家托管门店）

门店	开业时间	营业面积（平米）	区域	物业	商圈	定位
解放路店	1959 年	约 60000	西安	自有	解放路商圈	中高档
钟楼店	2007 年 9 月	24000	西安	租	钟楼核心商圈	中高档
庆阳店	2007 年 10 月	11000	甘肃	租赁	庆阳市大什字商圈	以锻炼为目的的省外开店
西安电子城店	2007 年 12 月	约 16000	西安	租赁	电子正街与丈八路交汇处	公司百货+超市组合业态的第一步
兴正元广场（骡马市店）	2009 年开始托管	建筑面积 88000	西安	托管	骡马市商业步行街	时尚白领、新兴中产家庭

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2.1.1 解放路店是目前公司收入及利润的主要来源，预计该门店在 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

始建于 1959 年的解放路店位于西安市解放路中段，地处西安市传统的解放路商圈，定位中高端消费群；该店商业物业为自有，建筑面积约 10 万平米，其中 1-7 楼裙楼用于百货经营，经营面积 6 万平方米左右；8 楼用于办公；闲置数年的 9-13 楼去年刚刚租给了一家酒店，但租金收入相对有限。

解放路商圈与钟楼商圈是目前西安市两大最重要的黄金商圈，但从公司解放路店与处于钟楼商圈的开元商城比较上看，虽然两者经营面积差不多，但解放路店的销售收入只有后者的一半（10 亿和 20 亿）；我们认为这一方面与二者的经营定位差异有一定关系（民生是中高档，经营品类和布局类似东部地区的百货业态；开元定位中档，其家电数码相机每年还贡献约 5 亿的收入），另一方面也与前些年解放路商圈传统优势地位的下降有一定关系。

然而自 2009 年万达广场（万千百货）、2010 年大商新玛特相继进驻解放路商圈并与公司解放路店形成三足鼎立后，该商圈有较明显复苏迹象，而且公司门店与另外两个门店相比物业结构有一定优势，定位上也有比较明显的错位，经营环境反而略有好转；此外，万达广场超过 500 个车位也解决了民生停车难（只有数十个地下车位）的问题。我们预计未来规模效应带来的商圈的复苏将可能在一定程度上拉动公司解放路店的内生增长。

从经营上看，解放路店一直以来都是公司收入及利润的主要来源，据我们估算，09 年该门店销售收入和净利润大致在 10 个亿和 4000 万（假设净利润率为 3.9%）左右，分别占公司当年总收入和利润比重的 83%和 82%；我们预计，解放路店 2010-12 年销售收入在正常情况下仍能够实现 5%左右的增长，利润的增幅是否会更大大要看公司是否采取更有效的节支，我们目前预计其净利润将会保持稳定，略有增长。

2.1.2 母公司旗下的另外几个门店，短期对公司业绩贡献均有限

我们预计，钟楼店今年利润贡献在 120 万左右；电子城店主要经营超市业态和部分转租业务，目前经营状况一般，预计今年利润贡献在 160 万左右；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；此外，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，但这个门店真正的经营业绩值得期待，且未来不排除有从托管到整合入上市公司的可能。

民生钟楼店开业于 07 年 9 月，地处西安市钟楼核心商圈，是定位于中高档消费层次的百货门店；其经营面积约 2.4 万平米，共分四层，其中一层主要经营黄金珠宝、烟酒食品等，二、三层主营男女服饰，四层主要经营小家电和运动器材等；我们预计该门店今年可能实现 1 个亿以上的销售收入和 120 万左右的净利润。

民生庆阳店开业于 2007 年 10 月，坐落于甘肃庆阳市大什字商圈核心地段，经营面积约 1.1 万平米，一层主营男装、化妆品等，二层主营女装、童装等；由于当初该门店的开业主要是为了锻炼公司异地开店的能力，而且目前庆阳当地的经济环境也发生了负面的变化（长庆油田从庆阳搬到西安了），因此目前该门店对公司收入和利润的贡献非常微小。

民生电子城店开业于 2007 年 12 月，地处西安市电子正街与丈八路交汇处，营业面积达 1.6 万多平米，是公司百货和超市业态组合的一个尝试；该门店共分三层，一层约 6000 平米，主要经营服饰鞋帽及社区配套项目（御品轩、德克士、百姓大厨房、利安电社区、专业影楼等），二层约 5000 平米经营超市业务；三层约 4000 平米，经营娱乐、餐饮及健身等；我们认为电子城店的百货和超市业务对公司业绩的贡献相对有限，但该门店的转租部分收益则有望对其利润产生一定的正面贡献，预计该门店今年收入和净利润可能分别实现 8280 万元和 156 万元。

此外，公司自 09 年开始托管**兴正元广场（骡马市店）**，据我们在当地了解，该店是海航商控当年收购的，目前海航商控持有其较大部分的股权，而另一部分股权仍旧在前控制人手中。

兴正元广场最初开业于 07 年 12 月，建筑面积 25 万平米，定位于大型购物中心模式，据我们实地考察发现其所处商圈（钟楼、骡马市商圈）优良，人流量也较大，但由于品牌引进缺乏经验、运作团队不稳定以及 08 年金融危机等因素，令其最终失败并被海航接手；公司在 09 年接手后对其进行了重新装修，并与 09 年中旬左右开业，目前公司对其的托管面积大约在 8.8 万平米左右。

我们预计该门店 2009 年考虑到开办费等因素亏损在 1000 万左右，2010 年有望实

现打平，2011 年有开始盈利的可能，预计这个门店进入成熟期后，其一年实现 8 个亿以上的收入和 2000 万以上的净利润是有希望的，且有继续提升的空间。但由于该门店目前是托管性质，委托托管费每年 300 万，利润总额超过 300 万的部分可提取 20% 做超额奖励，近两年对公司的贡献也有限。我们分析认为，以海航集团对西安民生商业平台的定位看，在公司商业类资产不断做大做强的趋势下，不排除这个门店有继续整合入上市公司的可能。

2.2 宝鸡商业的注入有利于公司规模扩张和双业态发展

2008 年开始公司公告以 5.74 元/股的价格向海航商业控股有限公司定向发行股票 3396 万股，购买海航商业控股有限公司与旗下另一家上市公司宝鸡商场（集团）股份有限公司（000796）资产置换后取得的宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司 100% 股权，定增购买资产后，宝鸡商业成为公司全资子公司，并于 2010 年 1 月开始合并报表。

前宝鸡商业旗下主要资产包括 2 个百货门店（经二路店和新世纪店，分别为 8000 平米和 1.2 万平米，2 家百货店在模式上已经不是目前意义上的百货业态，副食品销售、租赁柜台等占据了主要地位）和 26 个超市门店（超过 8 万平米经营面积，其中 4 个门店约 2.7 万平米为自有物业）以及汉中世纪阳光（19.7%）、民生家乐（19.3%）的参股股权；今年 3 月公司又公告自民生家乐商业连锁有限责任公司购买了百合店、华通店、宝成店、宝光店等 4 家超市门店，目前宝鸡商业子公司下共有连锁超市门店 30 家。

表 3 宝鸡商业并入西安民生时旗下网点情况

序号	名称	区域	业态	营业面积（平米）	开业时间	物业	07 营业收入（万元）
1	经二路百货店	宝鸡市区	百货店	000	2003 年 9 月重新装修开业	租赁	2504
2	新世纪百货店	宝鸡市区	百货店	12000	2007 年 10 月重新装修开业	租赁	-
3	经二路店	宝鸡市区	连锁超市	5213	2003 年 12 月	自有	9355
4	陈仓国家美佳购物广场	宝鸡市区	连锁超市	18839	2002 年 8 月	自有	11855
5	峪泉路店	宝鸡市区	连锁超市	252	2000 年 8 月	租赁	313
6	中山路店	宝鸡市区	连锁超市	1085	2004 年 4 月	自有	1220
7	店子街店	宝鸡市区	连锁超市	983	2004 年 8 月	租赁	652
8	烽火路店	宝鸡市区	连锁超市	2890	2005 年 1 月	租赁	2471
9	公园路二店	宝鸡市区	连锁超市	3045	2005 年 4 月	租赁	2712
10	姜谭路店	宝鸡市区	连锁超市	4600	2007 年 4 月	租赁	1262
11	教育西路店	宝鸡市区	连锁超市	1833	2007 年 月	租赁	384
12	陈仓区店	宝鸡市区	连锁超市	7153	2004 年 12 月	租赁	4042
13	西关店	宝鸡市区	连锁超市	2500	2008 年 8 月 16 日	租赁	-
14	眉县店	眉县	连锁超市	936	2002 年 11 月	租赁	1368
15	眉县二店	眉县	连锁超市	3700	2008 年 8 月 13 日	租赁	-
16	凤县店	凤县	连锁超市	1090	2004 年 6 月	租赁	1388
17	蔡家坡店	蔡家坡	连锁超市	4301	2005 年 1 月	租赁	1708
18	岐山店	岐山县	连锁超市	3715	2004 年 8 月	租赁	1480
19	凤翔店	凤翔县	连锁超市	2105	2004 年 9 月重新装修开业	自有	2117
20	陇县店	陇县	连锁超市	1500	2008 年 7 月	租赁	-
21	兴平店	兴平县	连锁超市	2722	2005 年 6 月	租赁	1946
22	天水大众路店	天水市区	连锁超市	1523	2004 年 8 月	租赁	1564
23	天水北道区店	天水市区	连锁超市	2663	2004 年 12 月	租赁	2151
24	天水迎宾路店	天水市区	连锁超市	3000	2004 年 12 月	租赁	2008
25	天水四店	天水市区	连锁超市	632	2005 年 8 月	租赁	325
26	天水伯阳西路店	天水市区	连锁超市	735	2007 年 9 月	租赁	133
27	天水新华路店	天水市区	连锁超市	680	2008 年 4 月 30 日	租赁	-
28	凌云店	宝鸡市区	连锁超市	2600	2008 年 12 月 8 日	租赁	-

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们认为，宝鸡商业旗下的这些超市门店在宝鸡地区已具备较长的经营历史，其品牌在当地消费者中已形成了一定的影响力，并由此带来了较大的垄断性，不过由于其中大部分门店已相对成熟，同时我们估计在注入西安民生后短期内展店速度可能不会大幅增长，因此预计未来两年这些门店的收入增速可能趋于稳定；但考虑到注入后，在规模效应和公司支持下宝鸡地区这些门店经营效率和综合竞争力均可能有提升的空间，从而可能带动净利润率有所增加；我们预计宝鸡商业目前 32 家门店 2010 年可能贡献 11 亿元左右的收入和 2100 万左右的净利润。

3. 背靠拥有较多商业类资产的大股东海航商控

除西安民生外，大股东海航商业控股还分别持有汉中世纪阳光商厦有限公司 60% 的股权、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司 61% 的股权以及兴正元购物中心、天津国际商场和上海家得利等商业类资产。

汉中世界阳光商厦主营家电、超市及百货，在汉中当地具有一定的垄断性，其占地面积 30 亩，营业面积 2 万平米，2008 年实现销售总收入 1.93 亿元，利润总额 562 万元；我们预计商厦今年可能实现销售收入 2 亿元左右，实现净利润 600 万左右。

目前，公司大股东海航商控持有汉中世纪阳光商厦 60% 股权、公司持有其 39.46% 的股权（其中公司直接持股 19.73%、通过全资子公司宝鸡商业持股 19.73%）、汉中世纪阳光商厦职工持股会拥有剩余的 0.54% 股权（参见表 4）。

我们认为，从长期看，这块资产并非没有注入上市公司的可能，但由于目前该商厦正在进行二期建设，面临拆迁等相对复杂的进程，因此我们估计中短期内可能不会有太大的动作。

民生家乐商业连锁是 08 年底由陕西晶众家乐更名而来，主营超市连锁业务，至 08 年底下辖 21 家门店，经营面积约 11 万平米，年销售额近 7 亿元左右。

目前，公司大股东海航商控持有民生家乐 61% 股权、公司持有其 39% 的股权（其中公司直接持股 19.7%、通过全资子公司宝鸡商业持股 19.3%，参见表 4）。

为了消除同业竞争问题，大股东海航商控已明确作出承诺，在公司发行股份购买宝鸡商业 100% 股权完成后三年内，其将采取适当的方式将所持民生家乐 61% 的股权注入公司；因此我们认为，从长期看，这块资产的注入应该不会面临大多原则性障碍，但从短期看，由于民生家乐目前的经营情况并不乐观，2009 年亏损近 1000 万，预计 10 年的亏损还有可能加大，同时民生家乐超市目前还存在一定的历史遗留问题以及管理方面的问题，因此出于保护投资者的角度，我们预计短期内注入的可能性并不大。

公司目前以托管形式经营的骡马市店（**兴正元广场**），其大股东海航商业控股只持有其 70% 的股权，而且这个项目体量较大，而西安民生在通过定增并进前宝商的资产后，总股本也只有 3 个亿，总市值也只有 24 亿。相对于骡马市店的资产规模，我们认为短期公司以重大资产重组形式整合这个门店的可能性不大。而且，这个门店目前也处于培育期，在短期的净利润体现上估计相对一般。种种因素下我们判断，这个项目近期内注入的可能性不大，长期则可以期待。

2010 年初，海航集团与天津大通建设集团达成战略合作，将天津国际商场整体纳入了海航商业体系。**天津国际商场**创立于 1986 年 5 月，地处天津最核心地带——滨江道商业街和南京路商业街交口，商场建筑面积 3.6 万平米，实际经营面积 2.5 万平米，目前定位仍以年轻时尚为主。

2010年10月，大股东商业控股以近9亿元全资收购了上海家得利超市有限公司，该公司由上海城开集团于1998年投资成立，是一家连锁超市企业，网点遍布上海、江苏、浙江等区域，现拥有门店152家，营业面积近16万平米，其规模在上海位居联华、华联、农工商之后。2009年家得利超市实现销售收入20亿元，利润544万元，总资产7亿元，净资产3.32亿元。

我们认为，天津国际商场和上海家得利超市由于是新近收购项目且目前业绩一般，同时也不在公司传统的西安经营区域，因此我们认为，这些资产在短期内注入的可能性也不大。

表4 汉中世纪阳光商厦和民生家乐股权结构情况

	汉中世纪阳光商厦	民生家乐商业连锁
海航商控	60.00%	61.00%
西安民生	19.73%	19.70%
宝鸡商业	19.73%	19.30%
职工持股会	0.54%	
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 持续增发促进股本及销售规模的进一步做大做强

继今年初完成对宝鸡商业的收购后，公司于今年8月12日再次公布了《非公开发行股票预案》，即公司拟向包括大股东海航商控在内的不超过10名特定对象非公开发行不超过14800万股股票，其中海航商控认购不低于5444.67万股，发行后其控股比例将不低于31%，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5所示。

表5 公司拟募集资金投向

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	募集资金拟投入（万元）
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

（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，位于宝鸡市最繁华的商业贸易区经二路；预计项目实施后，门店营业面积将较现有营业面积扩大一倍，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。

同时，公司还公布了《关于收购西安华城置业有限公司股权公告》，即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。

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。

5. 公司盈利预测

基于第二部分对公司主营业务的分析，我们预计：

（1）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，预计在正常情况下未来三年每年收入增速可能在 6%-8% 左右；

（2）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；

（3）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；

（4）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；

（5）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 2010 年可能贡献 11 亿元左右的收入和 2000 万以上的净利润。

表 6 是我们对公司旗下主要门店 2010-12 年的盈利预测。

表 6 西安民生旗下各门店营业收入及净利润估算及预测（2010-2012E）

	2009	2010E	2011E	2012E
解放路店				
营业收入（万元）	102564	108718	117415	126809
增速（%）		6.00	8.00	8.00
净利润（万元）	4000	4294	4697	5077
增速（%）		7.36	9.37	8.11
钟楼店				
营业收入（万元）	10256	12821	15385	18462
增速（%）		25.00	20.00	20.00
净利润（万元）	75	120	240	380

	增速（%）	60.00	100.00	58.33
庆阳店				
营业收入（万元）	3134	3447	3723	4021
增速（%）		10.00	8.00	8.00
净利润（万元）	20	35	60	85
增速（%）		75.00	71.43	41.67
西安电子城店				
营业收入（万元）	7200	8280	9274	10386
增速（%）		15.00	12.00	12.00
净利润（万元）	129	156	226	298
增速（%）		21.00	44.45	31.67
兴正元广场（驪马市购物中心）				
营业收入（万元）	26400	57200	66000	74800
增速（%）		116.67	15.38	13.33
净利润（万元）		0	1200	1800
增速（%）			-	50.00
托管费收入（万元）	30	300	300	600
宝商注入前原西安民生门店合计				
营业收入合计（万元）	123184	133566	146097	160278
增速（%）		8.43	9.38	9.71
综合毛利率（%）	20.75	20.95	21.10	21.20
净利润合计（万元）	4245	4816	5433	6260
增速（%）		13.44	12.81	15.23
宝商（2家百货+30家超市）				
营业收入（万元）		110000	121000	133100
增速（%）			10.00	10.00
毛利率（%）		22.30	22.35	22.40
净利润（万元）		2100	2360	2729
增速（%）			12.36	15.64
宝商注入后公司所有门店合计				
营业收入合计（万元）	123184	243566	267097	293378
增速（%）		97.72	9.66	9.84
综合毛利率（%）		21.56	21.67	21.74
净利润合计（万元）	4245	6916	7792	8989
增速（%）		62.91	12.67	15.35

注：2009年数据为估算数据

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表7是我们在表6的基础之上，所测算出的公司未来三年的损益表，除了前面的分析，我们预测的假设还包括：

（1）由于定增项目尚具有一定的不确定性，因此暂不考虑公司此次定增项目对业绩的影响；

（2）假设公司2010-2012年销售费用率分别为7.70%、7.69%和7.67%；管理费用率分别为9.50%、9.48%和9.46%；

（3）假设公司2010-12年有效所得税率为15%；

（4）总股本为 30431.18 万股（定增前总股本）保持不变。

根据海通证券盈利预测模型（参见表 7），我们测算出公司 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.22 元、0.26 元和 0.30 元。

表 7 西安民生合并损益表及预测（2010-2012E）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	112580	123332	243566	267097	293378
同比增长（%）	15.06	9.55	97.49	9.66	9.84
营业总成本（万元）	104055	118538	235696	257724	282499
营业成本（万元）	88159	97735	191054	209227	229584
营业成本/营业收入（%）	78.31	79.25	78.44	78.33	78.26
营业税金及附加（万元）	872	949	1949	2137	2359
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	18755	20540	22502
销售费用/营业收入（%）	5.35	5.08	7.70	7.69	7.67
管理费用（万元）	12448	13284	23139	25321	27754
管理费用/营业收入（%）	11.06	10.77	9.50	9.48	9.46
财务费用（万元）	-3974	113	800	500	300
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	7870	9373	10879
同比增长（%）	89.99	-36.03	43.76	19.09	16.07
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	7870	9373	10879
同比增长（%）	82.65	-24.34	35.92	19.09	16.07
所得税费用（万元）	1951	914	1181	1406	1632
有效所得税率（%）	25.49	15.79	15.00	15.00	15.00
净利润（万元）	5702	4876	6690	7967	9247
同比增长（%）	150.42	-14.49	37.20	19.09	16.07
净利润率（%）	5.06	3.95	2.75	2.98	3.15
归属于母公司所有者的净利润（万元）	5702	4876	6690	7967	9247
同比增长（%）	150.42	-14.49	37.20	19.09	16.07
少数股东损益（万元）	0	0	0	0	0
摊薄每股收益（元）	0.19	0.16	0.220	0.262	0.304

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 不确定性因素

（1）公司非公开发行股票方案尚需获得中国证监会的核准，同时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）新开或扩建项目可能会对公司短期业绩有一定压力。

7. 估值与投资建议

我们使用了相对估值法来对西安民生的合理价值进行评估。表 8 是我们重点覆盖的 A 股主要连锁百货零售类上市公司的估值水平。目前国内主要百货零售类 A 股公司以 2010 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 29.2 倍，区间为 [20.9, 38.5]；以 2011 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 23.9 倍，区间为 [16.7, 31.3]

基于公司“立足现有基础，做强区域，走向全国，将公司打造成为连锁化、专业化、集约化、品牌化的现代的百货集团”的发展战略，以及其“加快发展步伐，深耕陕西，走向全国”的指导思想，我们认为公司仍有可能进一步进行外延扩张，从而逐步实现股本、资产和销售规模的进一步做大。

在不考虑公司新增外延扩张项目的情况下，我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.22 元、0.26 元和 0.30 元，目前公司 7.73 元的股价对应 2010-12 年 PE 分别为 35.1、29.5 和 25.4 倍，估值处于合理水平，但是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、未来外延扩张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，公司合理价值区间在 7.86-9.17 元（对应 2011 年 30-35 倍 PE），调高投资评级至“增持”。

表 8 可比公司估值比较

代码	简称	总市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS	PB	收盘价(元, 12月28日)
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E			
002024	苏宁电器	882	0.413	0.603	0.755	30.5	20.9	16.7	1.5	5.1	12.61
600697	欧亚集团	40	0.699	0.785	1.036	35.6	31.8	24.0	1.0	4.7	24.91
600729	重庆百货	92	0.768	1.440	1.903	58.5	31.2	23.6	1.3	8.8	44.95
600327	大厦股份	61	0.359	0.452	0.575	32.4	25.7	20.2	1.1	5.8	11.63
600858	银座股份	71	0.411	0.792	1.208	59.8	31.1	20.4	1.4	3.3	24.62
000501	鄂武商 A	88	0.471	0.569	0.706	37.0	30.6	24.6	1.1	5.4	17.40
002419	天虹商场	187	1.143	1.213	1.644	52.5	38.5	28.4	2.3	5.9	46.70
600785	新华百货	59	0.924	1.070	1.260	30.8	26.6	22.6	1.8	6.1	28.51
000987	广州友谊	94	0.794	0.905	1.112	33.0	29.0	23.6	3.2	6.5	26.21
002187	广百股份	45	0.980	1.126	1.393	27.0	23.5	19.0	1.0	3.6	26.46
600693	东百集团	39	0.241	0.359	0.436	46.7	31.4	25.8	2.5	5.8	11.27
002277	友阿股份	78	0.428	0.634	0.829	51.9	35.1	26.8	2.8	4.8	22.22
600628	新世界	62	0.339	0.423	-	34.2	27.4	-	2.3	3.3	11.60
600778	友好集团	40	0.194	0.408	0.460	65.9	31.3	27.8	2.0	3.9	12.79
000516	开元控股	39	0.246	0.224	0.173	50.3	24.2	31.3	1.7	3.7	5.41

资料来源：公司公告，wind，海通证券研究所

注：（1）PS 的计算以 2009 年销售收入为计算基准；（2）PB 的计算以 2010 年三季度归属母公司权益为计算基准；

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发与零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易行业分析师

汪立亭：批发与零售贸易行业分析师

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、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生、永辉超市

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。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com

倪韵婷

(021) 23219419

杨俭秋

(021) 23219605

联系人

唐洋运 (021) 23219004

tangyy@htsec.com

徐益鋈 (021) 23219443

xuyj@htsec.com

陈瑶 (021) 23219645

chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com

董乐

(021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

虞楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人

zhangh@htsec.com

房青 (021) 23219692

fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣（021）23219415
白瑜（021）23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦（021）23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜（021）23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊（021）23219747
联系人
贾亚童（021）23219421

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
（021）63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
（021）23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华（021）23219381
胡雪梅（021）23219385
毛艺龙（021）23219373
辜丽娟（021）23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱（021）23219386
季唯佳（021）23219384
黄 毓（021）23219410
朱 健（021）23219592
肖文宇（021）23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊（021）23219454
殷怡琦（010）58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com