

2011-02-23

批发和零售贸易

西安民生 000564-SZ

业绩符合预期，期待世博园艺会效应

◇ 事件：公司公布 2010 年报

◆业绩符合预期，2010 年净利润增速同比增长 18.01%：

2010 年公司营业收入 23.43 亿元，同比增长 7.63%（2009 年年报调整后数据），归属母公司净利润 5938.87 万元，同比增长 18.01%，基本 EPS 0.20 元，符合我们 2010 年全年 0.21 元 EPS 的预判和市场 2010 年 EPS 0.22 元的判断。从目前经营情况来看，公司老门店增长较为缓慢是导致营业收入同比增长有限的主要原因，西安商业形势较为激烈，也是公司在西安虽有四家门店和一家托管门店，增长依然后劲不足的主要原因。公司拟以 2010 年底股本向全体股东每 10 股派现金 0.50 元（含税）。

◆期间费用率依然高企，但毛利率有显著提升：

2010 年公司净利润略低于我们全年 6300 万的预期，主要原因是我们对于公司的期间费用率高企问题仍然估计不足，我们之前给予全年 16.31% 的期间费用预测，而 2010 年实际期间费用高达 18.27%，其中公司 2010 年“以人为本”，增加人工成本以及报告期间借款增加，导致财务费用同比增加是主要原因。所幸，公司毛利率方面全年大幅提升（全年 22.36%，超出我们之前 20.47% 的预判），从 2010 年报数据显示，公司的主营业务毛利率仅为 16.09%，因此我们预计毛利率大幅提升的主要原因是宝鸡商业和西安民生整合之后，后台返点以及其他业务收入的大幅增加导致毛利率大幅提升。我们认为公司期间费用高企和毛利率提升的趋势较为显著，在之前 1H2010 及 3Q2010 点评中，已经提及过上述问题。短期内宝商和民生管理整合尚需时日，因此三费高企现象或将延续一段时间，但同时也表明了公司在公司治理和管理效率上仍有较大提升空间。海航入主西安民生之后，我们期待公司再续之前因体制改革，期间费用大幅压缩之后公司业绩高弹性的局面。这类高弹性公司我们认为在零售板块已为数不多，因此之后我们将密切关注公司的期间费用率变化情况，中长期而言这是公司最大的看点。

◆未来资产注入机会较多，而短期催化剂为世博园艺会：

公司同时公告兴正元管理输出的合同，目前每年收取管理费用 300 万，而超出 300 万净利润部分公司按 20% 提取超额奖励，同时未来不排除注入公司的可能性。而我们从年报中发现，2H2011 民生家乐将注入公司、2012 年汉中世纪阳光百货将注入公司，未来仍有天津国际商场等注入计划，因此未来公司在资产重组方面受益海航系的强大背景，不乏看点。而短期世博园艺会的举办，将大大增强西安百货商圈的景气程度，西安民生旗下五家门店（含兴正元）都将有所受益。

◆维持中性评级，公司仍有波段操作机会：

考虑增发预案 1.48 亿股本摊薄效应，我们给予公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.20/0.26/0.32 元的预测（不摊薄基本 EPS 为 0.30/0.39/0.47 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR 为 34%，认为公司合理价值在 9.00 元（定增摊薄后 6.00 元），对应 2011 年 30 倍市盈率，维持（现价 8.19 元）“中性”评级。

◆风险分析：

西安百货竞争较为激烈导致公司市场份额下滑，期间费用率高企拖累企业业绩。

业绩预测和估值指标（2009 年数据未经调整）

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,233	2,343	2,598	2,866	3,110
营业收入增长率	9.55%	89.97%	10.86%	10.33%	8.51%
净利润（百万元）	49	59	92	118	143
净利润增长率	-14.49%	21.80%	54.64%	28.73%	20.74%
EPS 摊薄后（元）	0.11	0.13	0.20	0.26	0.32
ROE（归属母公司）	7.13%	7.39%	4.94%	6.06%	6.94%
P/E	76	62	40	31	26
P/B	5	5	2	2	2
EV/EBITDA	26	13	18	16	13

影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

中性

当前价格	8.19 元
目标价格	定增摊薄前 9.00 元 定增摊薄后 6.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿（执业证书编号：S0930510120009）

CFA CAIA FRM

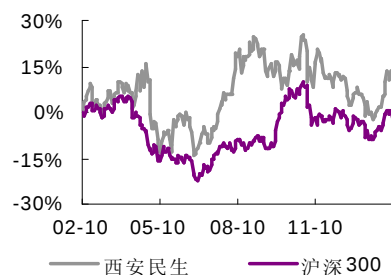
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	304
总市值(百万元)	2,492
流通比例(%)	70.49%
12 个月最高/最低（元）	9.59/6.15
近 3 月日均成交量（百万股）	4.38
主要股东	海航商业控股有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.45	-5.46	11.90
绝对收益	9.49	-5.72	9.74

相关报告：

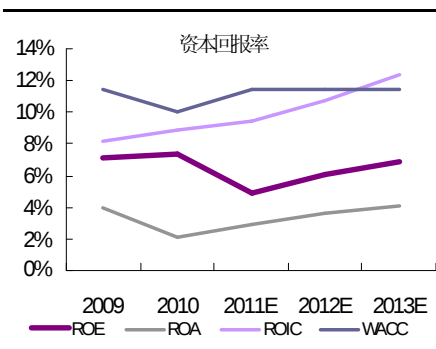
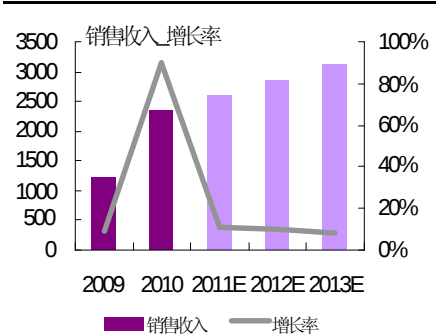
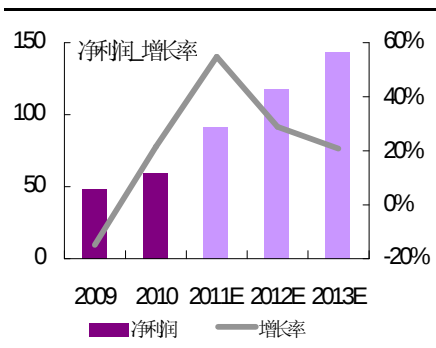
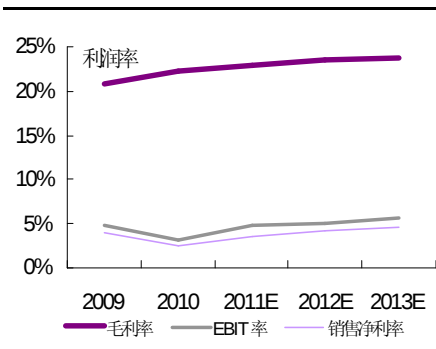
业绩符合预期，毛利率同比大幅提升——西安民生 2010 年三季报点评

..... 2010-10-26

业绩低于预期，期间费用率高企——1H2010 西安民生中报点评

..... 2010-08-12

寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在



利润表 (百万元)	2009 ¹	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,233	2,343	2,598	2,866	3,110
营业成本	977	1,819	2,001	2,194	2,372
折旧和摊销	21	119	33	37	40
营业税费	9	22	26	29	31
销售费用	63	189	213	226	243
管理费用	133	222	251	269	289
财务费用	1	17	12	3	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	-2	-8	-5	-2
营业利润	55	67	108	139	168
利润总额	58	68	108	139	168
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	48.76	59.39	91.84	118.22	142.74
资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,246	2,779	3,118	3,315	3,524
流动资产	716	1,363	2,119	2,254	2,453
货币资金	645	998	1,912	2,026	2,206
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15	18	23	26	28
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	13	135	104	115	124
存货	26	137	59	65	70
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	70	97	105	105	105
固定资产	309	446	511	570	585
无形资产	30	57	56	54	53
总负债	562	1,976	1,258	1,364	1,467
无息负债	477	1,219	1,107	1,214	1,316
有息负债	85	757	151	151	151
股东权益	684	803	1,860	1,950	2,058
股本	270	304	452	452	452
公积金	285	340	1,186	1,204	1,225
未分配利润	128	159	221	294	380
少数股东权益	0	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4	108	182	249	272
净利润	49	59	92	118	143
折旧摊销	21	119	33	37	40
净营运资金增加	139	161	6	35	27
其他	-205	-232	51	59	63
投资活动产生现金流	97	-391	385	-105	-52
净资本支出	-30	-112	100	100	50
长期投资变化	70	97	1	1	0
其他资产变化	57	-375	284	-205	-102
融资活动现金流	-35	427	346	-31	-40
股本变化	0	34	148	0	0
债务净变化	-9	672	-606	0	0
无息负债变化	-69	741	-111	107	102
净现金流	66	145	914	114	180

资料来源：光大证券、上市公司

¹ 2009 年数据未经财务调整，我们将在 Wind 数据更新之后调整，请投资者见谅，下同。

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.55%	89.97%	10.86%	10.33%	8.51%
净利润增长率	-14.49%	21.80%	54.64%	28.73%	20.74%
EBITDA 增长率	12.17%	144.89%	-17.38%	14.44%	16.45%
EBIT 增长率	28.61%	29.24%	68.69%	15.41%	18.64%
估值指标					
PE	76	62	40	31	26
PB	5	5	2	2	2
EV/EBITDA	26	13	18	16	13
EV/EBIT	35	35	23	20	16
EV/NOPLAT	49	32	29	23	19
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	4	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.75%	22.36%	22.98%	23.45%	23.73%
EBITDA 率	6.45%	8.31%	6.19%	6.42%	6.90%
EBIT 率	4.75%	3.23%	4.91%	5.14%	5.62%
税前净利润率	4.69%	2.91%	4.16%	4.85%	5.40%
税后净利润率 (归属母公司)	3.95%	2.53%	3.54%	4.13%	4.59%
ROA	3.91%	2.14%	2.95%	3.57%	4.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.13%	7.39%	4.94%	6.06%	6.94%
经营性 ROIC	8.11%	8.84%	9.42%	10.75%	12.36%
偿债能力					
流动比率	1.27	0.79	2.00	1.93	1.93
速动比率	122.63%	71.44%	194.25%	187.55%	187.74%
归属母公司权益/有息债务	8.05	1.06	12.35	12.95	13.67
有形资产/有息债务	14.04	3.34	19.06	20.38	21.78
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.11	0.13	0.20	0.26	0.32
每股红利	0.06	0.03	0.06	0.08	0.09
每股经营现金流	0.01	0.24	0.40	0.55	0.60
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	0.21	0.04	0.06	0.25
每股净资产	1.51	1.78	4.11	4.31	4.55
每股销售收入	2.73	5.18	5.74	6.34	6.88

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

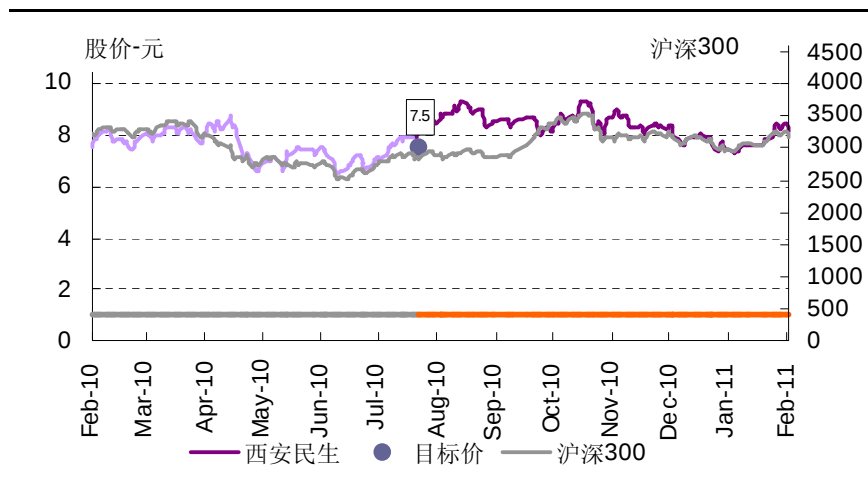
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

西安民生 (000564)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-08-12	7.90	7.50	中性
2010-10-26	8.46	8.10	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
 总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
 总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。