

增 持 维 持

西安民生 (000564)

2011 年 2 月 23 日

10 年扣非后净利润增长 20%以上；后续资产注入预期渐明朗

2011 年 2 月 22 日收盘于：8.19 元
6 个月目标价：8.79 元

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
SAC 执业证书编号：S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

年报概述：今日（2011 年 2 月 23 日）公司发布 2010 年报，2010 年公司实现营业收入 23.43 亿元，同比增长 7.63%；实现利润总额 6813 万元，同比增长 9.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 5939 万元，同比增长 18.01%，扣除非经常性损益的净利润 5483 万元，同比增长 20.38%；2010 年公司全面摊薄每股收益为 0.195 元。

2010 年公司净资产收益率为 7.19%，较去年同期增加 0.8 个百分点；公司 10 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.64 元，而去年同期为 2.95 元；公司每股经营性现金流在报告期为 0.35 元，较去年同期减少 4.55%。此外，公司拟以 2010 年 12 月 31 日总股本 30431 万股为基数，向全体股东每 10 股派现金 0.50 元人民币（含税）。

简评及投资建议：公司 10 年全年对宝鸡商业进行并表并对 09 全年数据做了追溯调整。公司 10 年全年收入增长 7.63%，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，而其中百货大楼由于已是成熟门店，增速较慢；公司综合毛利率由于主业毛利率和其他业务毛利率均有上升而提升了 1.21 个百分点；但期间费用的较大增加抵消了公司毛利额的增长，并最终导致其营业利润下降 2%以上；另一方面，由于营业外支出的减少以及受益于西部大开发优惠政策带来的所得税率降低，公司最终归属母公司净利润同比增长了 18.01%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 20.38%。

我们仍维持之前对公司的看法，基于其“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，我们认为无论是公司的定增行为还是其预期注入计划，更大的意义仍在于公司股本、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。

根据公司最新的经营情况，我们略调整了公司的盈利预测，在不考虑定增项目股本扩张以及资产注入的影响下，预计公司 2011-12 年 EPS 分别为 0.25 元和 0.30 元（参见表 2），目前公司 8.19 元的股价对应 2011-12 年 PE 分别为 32.6 倍和 27.3 倍，估值相对目前零售行业平均水平偏高；但考虑到公司未来逐渐明朗的资产注入预期、注入后规模的增加和或可存在的整合效应、定增项目等外延的持续扩张以及公司 25 亿市值与所处西北区域未来发展空间的对比，我们认为从长期看，可以给予公司一定的估值溢价，即合理价值区间为 7.53-8.79 元（对应 2011 年 30-35 倍 PE），维持长期“增持”的投资评级。

风险和不确定性：非公开发行方案尚需通过证监会审议；新开/扩建门店项目可能会对公司短期业绩有一定压力等；资产注入的不确定性。

年报点评及分析：

1. 从营业收入情况看，公司 2010 年实现营业收入 23.43 亿元，同比增长 7.63%，其中子公司宝鸡商业对销售增速的贡献较大。我们从公司合并报表和母公司报表披露的数据推算，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共贡献了约 13.04 亿元的收入，同比仅增长 5.73%；而今年 1 月开始并表的全资子公司宝鸡商业全年约贡献收入 10.39 亿元左右，同比增长 10.11%；另外从分区域销售情况看，公司 21.58 亿元的主业收入中，西安地区实现 12.4 亿元，同比增长 4.68%，宝鸡地区实现 9.19 亿元，同比增长 9.6%。

2. 公司 10 年实现综合毛利率 22.36%，同比增加 1.21 个百分点；这主要一方面得益于主业（商品销售）毛利率和其他业务毛利率分别同比增加了 0.59 和 0.55 个百分点，另一方面毛利率较高的其他业务收入占比也从 7.09% 增至 7.88%。10 年公司销售和管理费用率同比增加了 0.43 个百分点，财务费用同比增加了 1528 万元，期间费用的上升主要仍是来自于人力成本以及利息支出（公司 10 年长期贷款和短期借款分别增加 1.5 亿元和 4.25 亿元）等的增加。

3. 此外，公司 10 年非经常性净收益同比减少 861 万元，主要是转让了西安开元商城股权后分红减少所致；最终公司营业利润同比下降 2.31%；但由于公司较去年减少了 800 万左右的营业外损失（去年同期子公司宝鸡商业地下广场工程中防水渗漏工程拆除形成损失），同时公司享受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增长 18.01%，而扣除非经常性损益后的净利润则同比增长 20.38%。

4. 从季度分拆数据看（参见表 1），公司四季度经营较前期变化不大，收入增速较三季度有所下降，为 4.06%，但毛利率提升了 1.84 个百分点；由于去年同期基数较小，同时毛利率同比较大提升，使得公司在收入增速不高、期间费用率上升的情况下，营业利润同比有较大的增长；但由于营业外收入的减少以及所得税的影响，公司最终四季度归属母公司净利润同比增长 15.93%。

5. 公司大股东海航商业及海航集团控制下的海南筑信投资股份有限公司旗下仍有较多的商业类资产，公司也在年报中披露了对这些资产的初步注入安排（基本在这些项目出现较理想盈利后注入，具体参见下文），其中世纪阳光和民生家乐的注入计划期限相对较近，我们认为，从这两家公司 2010 年业绩来看，其注入后在短期内对公司销售规模的贡献将大于对其业绩的贡献。

1) 汉中世纪阳光商厦有限公司（海航商业持有 60% 股权）。海航商业已将世纪阳光托管给公司经营，因目前世纪阳光正在实施二期扩建，对其业绩带来一定压力，公司与海航商业将世纪阳光的注入将安排在 2012 年进行；世纪阳光 2010 年实现营业收入 2.18 亿元，实现净利润 58.82 万元。

2) 陕西民生家乐商业连锁有限责任公司（海航商业持有 61% 股权）。目前海航商业已将民生家乐托管给公司来经营，2010 年初，民生家乐将其宝鸡市的 4 家超市门店转让给西安民生全资子公司宝鸡商业，解决了在宝鸡地区同业竞争；因民生家乐目前经营亏损，为避免拖累公司业绩，公司与海航商业将结合民生家乐的实际情况于 2011 年下半年启动民生家乐股权的注入工作；民生家乐 2010 年实现营业收入 5.91 亿元，实现净利润 605.5 万元。

3) 西安兴正元购物中心有限公司（海航商业持有 100% 股权）。兴正元一直由公司来托管来经营，但由于其目前运营还处于培育期，公司与海航商业同意，待兴正元经营达到如下条件时（规范经营，无重大违法行为；上年度扣除非经常损益后的净资产收益率水平达到西安民生的上年度净资产收益率水平，或公司认为兴正元注入后有利于提高自身的竞争力和盈利能力，需要将兴正元注入公司），以双方均能接受的公平方式注入公司。我们预计兴正元购物中心未来增长潜力较高。

4) 天津国际商场有限公司（海航商业控股持有 60% 股权）。天津国际商场目前经营亏损，公司与海航商业同意，待天津国际商场经营达到如下条件时（规范经营，无重大违法行为；上年度扣除非经常损益后的净资产收益率水平达到西安民生的上年度净资产收益率水平，或公司认为天津国际商场注入后有利于提高自身的竞争力和盈利能力，需要将天津国际商场注入公司），以双方均能接受的公平方式注入公司。

5) 上海海航家乐企业管理有限公司（海航商业持有 100% 股权）。目前海航家乐与公司处于不同的区域市场，面临不同的客户群体（海航家乐的超市业务主要在上海、江苏、浙江和安徽，而公司现有超市业务集中在陕西），暂不构成竞争；公司和海航商业控股同意，如果海航家乐的超市业务被公司认定为构成实质性同业竞争，则公司有权要求海航商业控股将海航家乐的超市业务以公允的价格和条件或双方均能接受的公平方式注入公司，或以其他方式消除该等同业竞争。

6) 海南民生百货商场有限公司（海南筑信持有 100% 股权）。海南民生百货仅在海口市有一家百货门店，目前不会与公司构成竞争；由于海南筑信和公司均受海航集团控制，为有效避免海南筑信与公司之间可能产生的潜在同业竞争，海航集团将根据相关法律法规及国家政策的有关规定，积极推动海南筑信重组，未来海航集团将直接或引入重组方向海南筑信注入优质资产并变更海南筑信的主营业务，置出现有商业零售资产，从而彻底解决海南筑信与公司之间可能产生的潜在同业竞争；公司与海航集团同意，待海南筑信重组完成后，公司有权要求海航集团将其控制的海南筑信所属商业零售类资产以各方均能接受的公平方式注入西安民生，或以其他方式消除该等同业竞争。

表 1 是我们对西安民生合并损益表的季度拆分，表 2 是我们对公司合并损益表的预测（2010-12 年）。

表 1 西安民生单季度合并损益表分析（2009-2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010
营业总收入(万元)	60709	50464	49268	57245	70536	50739	53455	59569
同比增长 (%)					16.19	0.54	8.50	4.06
营业总成本(万元)	57806	48221	48384	57140	67943	49549	51040	58928
营业成本(万元)	48055	38491	40223	44887	55793	38930	41576	45617
营业成本/营业收入 (%)	79.16	76.27	81.64	78.41	79.10	76.73	77.78	76.58
营业税金及附加(万元)	508	427	310	477	603	449	471	649
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.84	0.85	0.63	0.83	0.85	0.89	0.88	1.09
销售费用(万元)	3472	4578	3037	5118	4908	5435	3049	5553
销售费用/营业收入 (%)	5.72	9.07	6.16	8.94	6.96	10.71	5.70	9.32
管理费用(万元)	5992	3909	4880	6311	6505	4431	5464	5796
管理费用/营业收入 (%)	9.87	7.75	9.90	11.02	9.22	8.73	10.22	9.73
财务费用(万元)	-140	147	-18	155	135	172	481	884
资产减值损失(万元)	-81	668	-48	191	0	131	0	429
非经营性净收益(万元)	0	153	395	126	0	-332	-164	309
营业利润(万元)	2903	2396	1278	231	2592	858	2251	950
同比增长 (%)					-10.70	-64.21	76.09	311.62
营业外收入(万元)	10	35	27	401	20	39	145	55
营业外支出(万元)	8	978	22	75	10	30	16	41
利润总额(万元)	2905	1453	1283	557	2602	866	2380	964
同比增长 (%)					-10.42	-40.36	85.51	73.18
所得税费用(万元)	606	532	308	-281	384	83	414	-8
有效所得税率 (%)	20.86	36.61	24.03	-50.56	14.74	9.63	17.41	-0.78
净利润(万元)	2299	921	975	838	2219	783	1966	971
同比增长 (%)					-3.49	-14.97	101.68	15.93
净利润率 (%)	3.79	1.83	1.98	1.46	3.15	1.54	3.68	1.63
归属于母公司所有者的净利润(万元)	2299	921	975	838	2219	783	1966	971
同比增长 (%)					-3.49	-14.97	101.68	15.93
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.076	0.030	0.032	0.028	0.073	0.026	0.065	0.032

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 西安民生合并损益表及预测（2008-2012E，2011 年 2 月 23 日更新）

	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入（万元）	217686	234299	257661	281160
同比增长 (%)	10.59	7.63	9.97	9.12
营业总成本（万元）	211551	227460	248658	270418
营业成本（万元）	171658	181916	200003	218134
营业成本/营业收入 (%)	78.86	77.64	77.62	77.58
营业税金及附加（万元）	1723	2172	2319	2530
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.79	0.93	0.90	0.90
销售费用（万元）	16205	18945	20561	22268
销售费用/营业收入 (%)	7.44	8.09	7.98	7.92
管理费用（万元）	21092	22195	24375	26485
管理费用/营业收入 (%)	9.69	9.47	9.46	9.42
财务费用（万元）	144	1671	1300	1000
资产减值损失（万元）	730	561	100	0

非经营性净收益 (万元)	673	-188	0	0
营业利润 (万元)	6808	6651	9003	10742
同比增长 (%)	-20.45	-2.31	35.36	19.32
营业外收入 (万元)	473	259	0	0
营业外支出 (万元)	1084	98	0	0
利润总额 (万元)	6197	6813	9003	10742
同比增长 (%)	-31.56	9.93	32.15	19.32
所得税费用 (万元)	1165	874	1350	1611
有效所得税率 (%)	18.80	12.83	15.00	15.00
净利润 (万元)	5033	5939	7653	9131
同比增长 (%)	-11.74	18.01	28.86	19.32
净利率 (%)	2.31	2.53	2.97	3.25
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	5033	5939	7653	9131
同比增长 (%)	-27.94	18.01	28.86	19.32
少数股东损益 (万元)	0	0	0	0
摊薄每股收益 (元)	0.165	0.195	0.251	0.300

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

西安民生深度研究报告：持续发展将来自股本规模的进一步做大做强，增持调高 20101229

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

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。