



批零贸易业/可选消费品

西安民生 (000564)

2011 年增速将加快，未来定位海航商业平台

——西安民生 (000564) 2010 年报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880511010042

本报告导读：

2010 年业绩增长稳健，预计 2011 年受益于增发项目，收入利润增速将加快，公司定位为海航商业发展平台，具有资产整合预期，未来发展空间较大，增持。

投资要点：

2010 年，公司实现营业总收入 23.42 亿元，按照可比口径调整后收入，同比增长 7.63%；实现净利润 5939 万元，同比增长 18%；实现每股收益 0.1952 元。2010 年公司主营业务利润率 16.09%，相比 2009 年 15.50%，提高 0.59 个百分点；毛利率 22.36%，相比 2009 年提高 1.6 个百分点。

2010 年 8 月 12 日公司非公开发行方案拟向包括大股东海航商业控股在内的不超过 10 名对象，定向增发不超过 1.48 亿股，以募集资金投向西安雁塔国际文化广场资产收购等四个项目，总募集资金不超过 9.8 亿元，定向增发价格不低于 6.62 元/股。增发正在进行中，预期在 2010 年上半年完成。从营业收入看，考虑增发项目，预期 2011 年、2012 年收入 35.95 亿元、41.46 亿元；从净利润看，考虑增发项目，预计 2011-2012 年净利润 11752 万元、18170 万元，净利润增速为 98%、55%，增速颇为可观；2011 年、2012 年按照增发后 4.52 亿股本计算，每股收益 0.26 元、0.40 元。

我们看好公司现有门店的内生增长以及增发项目带来的外延式扩张，以及海航商业集团对于公司长远发展的支持，预期西安民生将成为海航百货发展平台，海航下属的商业资产——汉中世纪阳光（百货）、陕西民生家乐（超市）、西安兴正元购物中心、天津国际商场、海航家乐（上海家得利）、海南民生百货商场、西安新乐汇项目，资产注入上市公司平台可期，未来收入规模将成倍增加，发展空间巨大。公司处于特殊发展时期，不能单一的按照市盈率来看公司价值，我们按照 2011 年考虑增发项目 36 亿元收入规模，按照 1.3 倍 PS 计算，给予目标价 10.4 元，按照 2011 年增发后每股收益 0.26 元，对应市盈率 40 倍，给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,233	2,343	3,595	4,147	4,769
(+/-)%	10%	90%	53%	15%	15%
经营利润 (EBIT)	51	91	150	210	242
(+/-)%	0%	78%	65%	40%	15%
净利润	49	59	118	182	217
(+/-)%	-14%	22%	98%	55%	19%
每股净收益 (元)	0.18	0.20	0.26	0.40	0.48
每股股利 (元)	0.20	0.05	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	4.1%	3.9%	4.2%	5.1%	5.1%
净资产收益率 (%)	7.1%	7.4%	13.1%	17.2%	17.3%
投入资本回报率 (%)	-93.9%	-132.5%	-31.6%	-48.5%	-35.9%
EV/EBITDA	29.9	15.1	8.6	5.9	3.9
市盈率	45.4	42.0	31.5	20.4	17.1
股息率 (%)	2.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：10.40

上次预测：10.86

当前价格：8.49

2011.02.23

交易数据

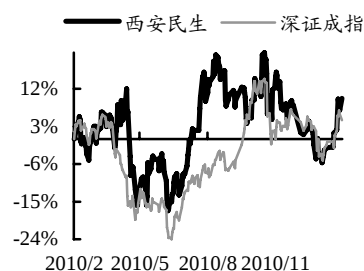
52 周内股价区间 (元)	6.15-9.59
总市值 (百万元)	2,584
总股本/流通 A 股 (百万股)	304/215
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	50

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	794
每股净资产	2.61
市净率	3.3
净负债率	69%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.07	0.09
Q2	0.03	0.04
Q3	0.06	0.06
Q4	0.03	0.07
全年	0.20	0.26

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	-2%	14%
相对指数	3%	-7%	8%

相关报告

《增发资产奠定增长基础，定位海航百货发展平台》

2010.09.01

模型更新时间: 2011.02.22

股票研究

可选消费品
批零贸易业

西安民生 (000564)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 10.40

上次预测: 10.86

当前价格: 8.49

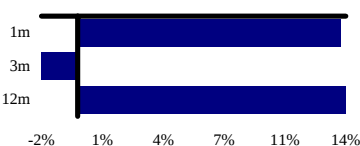
公司网址

www.cnminsheng.com

公司简介

公司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。是“全国大型百货零售企业贸易联合会”成员单位,为西北地区的商业龙头。经营范围有:国内商业、物资供销业、仓储服务、计算机软件开发、销售等。2003年西安民生集团与海航集团重组。公司连续 11 年保持省级文明单位,被陕西省委省政府,西安市委市政府分别授予“陕西省文明示范单位”、“创先争优先进集体”。公司拟定向增发募资 9.8 亿扩门店,此次投资是向省内二、三级城市延伸发展战略的重要措施。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.15-9.59

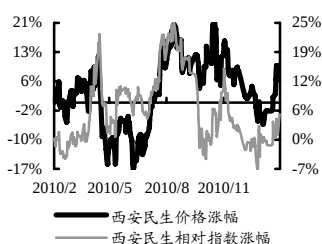
市值 (百万)

2,584

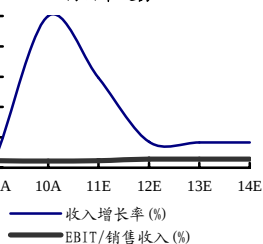
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,233	2,343	3,595	4,147	4,769	5,484
营业成本	977	1,819	2,852	3,290	3,784	4,351
税金及附加	9	22	33	38	44	51
销售费用	63	189	291	319	367	422
管理费用	133	222	269	289	333	382
EBIT	51	91	150	210	242	278
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	-2	-2	-2	-2	-2
财务费用	1	17	15	2	-7	-17
营业利润	55	67	133	207	247	293
所得税	9	9	17	27	32	38
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	49	59	118	182	217	257
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	645	998	989	1,085	1,312	1,607
其他流动资产	8	0	0	0	0	0
长期投资	169	684	684	684	684	684
固定资产合计	309	479	584	670	740	792
无形及其他资产	38	234	261	288	314	341
资产合计	1,246	2,779	2,879	3,233	3,541	4,079
流动负债	562	1,716	1,829	2,023	2,133	2,432
非流动负债	0	260	152	154	157	161
股东权益	684	803	898	1,057	1,252	1,486
投入资本(IC)	-46	-60	-413	-378	-587	-644
现金流量表						
NOPLAT	43	79	131	183	211	242
折旧与摊销	4	58	66	84	101	119
流动资金增量	-84	329	495	78	305	135
资本支出	0	-78	-196	-196	-196	-196
自由现金流	-37	389	496	150	421	300
经营现金流	4	108	669	366	639	520
投资现金流	97	-391	-197	-197	-197	-197
融资现金流	-35	427	-481	-72	-215	-28
现金流净增加额	66	145	-9	96	226	295
财务指标						
成长性						
收入增长率	9.6%	90.0%	53.4%	15.3%	15.0%	15.0%
EBIT 增长率	0.3%	78.1%	65.3%	40.2%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-14.5%	21.8%	97.9%	54.6%	19.4%	18.5%
利润率						
毛利率	20.8%	22.4%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
EBIT 率	4.1%	3.9%	4.2%	5.1%	5.1%	5.1%
净利润率	4.0%	2.5%	3.3%	4.4%	4.6%	4.7%
收益率						
净资产收益率(ROE)	7.1%	7.4%	13.1%	17.2%	17.3%	17.3%
总资产收益率(ROA)	3.9%	2.1%	4.1%	5.6%	6.1%	6.3%
投入资本回报率(ROIC)	-93.9%	-132.5%	-31.6%	-48.5%	-35.9%	-37.7%
运营能力						
存货周转天数	10	16	16	16	16	16
应收账款周转天数	2	3	3	3	3	3
总资产周转天数	375	314	287	16	12	18
净利润现金含量	0.09	1.82	5.70	2.01	2.94	2.02
资本支出/收入	0%	3%	5%	5%	4%	4%
偿债能力						
资产负债率	45.1%	71.1%	68.8%	67.3%	64.6%	63.6%
净负债率	-81.9%	-30.0%	-69.9%	-71.1%	-92.3%	-97.3%
估值比率						
PE	45.4	42.0	31.5	20.4	17.1	14.4
PB	3.2	3.1	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	29.9	15.1	8.6	5.9	3.9	2.6
P/S	1.8	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率	2.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

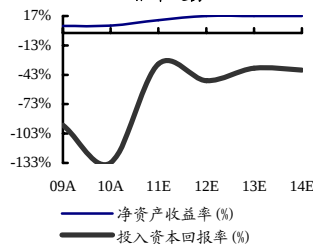
股票绝对涨幅和相对涨幅



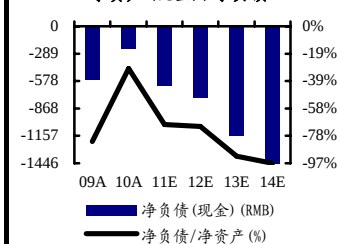
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 2010 年业绩增长分析

2010 年, 公司实现营业总收入 23.42 亿元, 按照可比口径调整后收入, 同比增长 7.63%; 营业利润 6651 万元, 同比下降 2.31%, 主要由于人工成本、财务费用同比增加, 以及投资收益同比减少, 导致本期营业利润较上年同期减少 2.31%; 实现净利润 5939 万元, 同比增长 18%, 由于营业外支出、所得税费用同比减少, 导致 2010 年净利润较上年同期增长 18.01%; 2010 年实现每股收益 0.1952 元。

由于在 2010 年初, 公司完成和宝商集团的整合, 此次年报的 2009 年及 2010 年的数据都是按合并宝商集团后的可比数据来计算。

表 1: 收入及利润增速

项目	2010 年度	2009 年度	同比增减
营业总收入 (万元)	234299	217686	7.63%
营业利润 (万元)	6651	6808	-2.31%
净利润 (万元)	5939	5033	18.01%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

分业务增长情况: 2010 年, 公司实现主营业务收入 21.58 亿元, 同比增长 6.72%; 其中, 以百货经营为主的西安地区收入 12.4 亿元, 同比增长 4.87%; 而以经营超市业务为主的宝鸡地区收入 9.19 亿元, 同比增长 9.60%。

表 2: 分地区收入增长情况

	2010 年	2009 年	主营业务收入比上年增减
西安地区	123952	118,414	4.68%
宝鸡地区	91881	83,835	9.60%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2010 年, 公司综合主营业务利润率 16.09%, 相比 2009 年 15.50%, 提高 0.59 个百分点; 毛利率 22.36%, 相比 2009 年提高 1.6 个百分点。

公司主要子公司宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司 2010 年实现净利润 1032.35 万元。

2. 利润分配预案

2010 年度利润分配预案为: 以公司 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), 不进行公积金转增股本。会议将此预案提交年度股东大会审议。

3. 定向增发正在进行中, 预期在 2010 年上半年完成

3.1. 增发情况

2010年8月12日公司披露非公开发行方案,拟向包括大股东海航商业控股在内的不超过10名对象,定向增发不超过1.48亿股,以募集资金投向西安雁塔国际文化广场资产收购等四个项目,总募集资金不超过9.8亿元。此次定向增发价格不低于6.62元/股,由于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价为7.35元/股,按此价格的90%计算为6.62元/股。具体发行价格将在取得发行核准批文后,由公司董事会根据股东大会的授权,根据有关法律、行政法规及其他规范性文件的规定及市场情况,并根据发行对象申购报价的情况,遵照价格优先原则,与本次发行的保荐机构(主承销商)协商确定。

3.2. 海航将以现金参与此次非公开发行,表明支持态度

本次非公开发行股票数量为不超过14800万股,海航商业控股认购不低于5444.67万股本次非公开发行股份。公司控股股东海航商业控股自发行完成后36个月内不得转让。

表 3: 假设非公开发行海航商业控股认购 5445 万股情况下股本变化

	发行前	发行后
总股本	304311834	452311834
其中:海航商业控股持股数量	85769920	140216669
海航商业及关联方持股比例	28.18%	31.00%

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

3.3. 增发项目

公司本次非公开发行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。

表 4: 此次非公开增发项目

序号	项目名称	项目投资金额(万元)	募集资金拟投入数量(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

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

3.4. 增发注入资产预期盈利前景

- ✓ **西安雁塔国际文化广场:** 面积 2.7 平米,位于西安市第二大商圈小寨商圈内。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。此项目原来开发商在经营时定位较低,主要为出租商户,公司入主后将收回租赁,完全为自己经营百货。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;

- ✓ **北大街鸿禧店:** 此物业为租赁, 面积 4.9 万平米, 位于西安最核心的商圈钟楼北大街, 定位中高端, 主要与世纪金花同样定位, 此门店引入了世纪金花原来的招商总监负责招商, 预期对于品牌引进和布局会较好。现在在装修, 预期 2010 年底开业;
- ✓ **民生大厦扩建项目:** 西安民生解放路店是公司原来最主要的收入利润门店, 此次增发后将扩建 1.7 万平米, 面积将达到 7.7 万平米, 解放路商圈由于万达和大商的入主, 商圈重新兴起, 预期未来收入增长将会有较大提升。
- ✓ **宝鸡新世纪购物中心扩建:** 原有面积 1.8 万平米, 通过此次扩建, 可以使现有营业面积扩大一倍, 积极巩固和扩大宝鸡商业在宝鸡市的竞争优势。新世纪购物中心位于陕西第二大城市宝鸡市经二路, 该区域是宝鸡市区商业最繁华的商业贸易区, 市场潜力巨大。预期此门店扩建后, 物业条件改善, 加之西安民生的品牌影响力, 未来可成为宝鸡地区最大的百货门店。

3.5. 清理非核心资产, 明晰商业零售主业

公司于 2010 年 12 月 6 日公告, 将转让西北海航置业有限公司股权: 西安民生集团股份有限公司 (以下简称“公司”或“西安民生”) 与海航置业控股(集团)有限公司签订股权转让协议, 转让公司持有西北海航置业有限公司的全部股权 (占西北海航置业有限公司股权的 6.25%), 股权转让价为 2000 万元人民币。

西北海航置业有限公司 2009 年实现营业收入 0 元、净利润-304 万元。截止 2010 年 6 月 30 日, 资产总额为 20944 万元、负债总额为 9732 万元、净资产为 11182 万元, 2010 年 1-6 月实现营业收入 0 元、净利润-194 万元。

此部分资产并非公司的核心业务资产, 一方面, 出售可以换取现金以支持商业零售主业的发展, 另一方面, 此部分资产盈利能力一般, 出售后清理了非主业资产。

4. 资产注入整合预期明确, 资产质量及成长性较好

4.1. 西安民生将成为海航发展百货业务平台

公司向海航商业控股有限公司发行股票, 购买海航商业控股有限公司资产置换后取得的宝鸡商场(集团)股份有限公司持有的宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司 100% 股权, 此重组方案于 2010 年 1 月实施完毕, 公司向海航商业控股有限公司发行 3396 万股股份, 公司股本从 27035 万股增加到 30431 万股。

2010 年 1 月, 民生和宝商的整合完成, 标志着海航消除两家上市公司的同业竞争, 重组后宝商作为海航下属航空食品上市平台, 海航明确了西安民生作为海航发展百货的平台, 定位清晰。

表 5: 公司已有百货门店

门店	经营面积 平米	开业时间	物 业 性 质	门店属性
解放路店	60000	1958年	自有	百货
西大街店	23000	2007年9月	自有	百货
甘肃庆阳	11000	2007年10月	租赁	百货
电子城店	16000	2007年	租赁	超市
兴正元店	50000	2009年托管	租赁	百货
宝鸡新世纪	18000	2007年	自有	百货
宝鸡店	8800	1995年	自有	百货
26家超市	4.9万平米自有物业面积			超市

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 海航下属同业商业资产

公司与 2010 年报中公告：近年来公司积极通过并购重组、定向增发等多种方式，已解决了部分同业竞争问题。对于目前尚未解决的同业竞争问题，以相关资产的注入有利于提高公司的竞争力和盈利能力为原则，在恰当的时机以公平方式注入公司。

关于目前与公司构成潜在同业竞争问题的具体解决措施、工作进度及后续工作计划如下：

1、汉中世纪阳光商厦有限公司：注册地址汉中市汉台区天汉大道 968 号，注册资本 4,500 万元，海航商业持有 60% 股权。海航商业已将世纪阳光托管给西安民生来经营，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，西安民生与海航商业将世纪阳光的注入安排在 2012 年进行。

2、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司：注册地址西安市雁塔区南二环西段 88 号，注册资本 4,000 万元，海航商业持有 61% 股权。海航商业已将民生家乐托管给西安民生来经营。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，为避免现阶段注入拖累公司业绩，西安民生与海航商业将结合民生家乐的 actual 经营情况于 2011 年下半年启动民生家乐股权的注入工作。

3、西安兴正元购物中心有限公司：注册地址西安市碑林区东大街骡马市 1 号，注册资本 64,356.44 万元，海航商业持有 100% 股权。兴正元目前已经托管给西安民生来经营。兴正元目前在西安市仅有一家门店，运营还处于培育期，西安民生与海航商业同意，待兴正元经营达到如下条件时，以双方均能接受的公平方式注入西安民生：(1) 规范经营，无重大违法行为；(2) 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的净资产收益率水平，或西安民生认为兴正元注入后有利于提高自身的竞争力和盈利能力，需要将兴正元注入西安民生。

兴正元 2009 年已审财务数据：截止 2009 年 12 月 31 日，总资产 121,238.95 万元，负债总额 57,809.15 万元，股东权益总额 63,429.80 万元，2009 年度营业收入 20095.11 万元，净利润 -926.64 万元。

兴正元 2010 年未审财务数据：截止 2010 年 12 月 31 日，兴正元总资产 132,104.53 万元，负债总额 67,728.91 万元，股东权益总额 64,375.62 万元，2010 年度营业收入 53,257.96 万元，净利润 945.82 万元。

现阶段西安民生的委托管理费：固定管理费标准为 300 万元/年；当委托期限内甲方净利润总额超过 300 万元，乙方就净利润总额超过 300 万元的部分，提取 20% 的超额奖励费。

4、天津国际商场有限公司：注册地址天津市和平区南京路 211 号，注册资本 16,000 万元，海航商业控股持有 60% 股权。天津国际商场目前经营亏损，西安民生与海航商业同意，待天津国际商场经营达到如下条件时，以双方均能接受的公平方式注入西安民生。(1)规范经营，无重大违法行为；(2)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的净资产收益率水平，或西安民生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西安民生。

5、上海海航家乐企业管理有限公司：注册地址上海市文定路 208 号，注册资本 9,000 万元，海航商业持有 100% 股权。海航家乐的主营业务为超市业务，但其经营业务所在区域仅为上海、江苏、浙江及安徽四地，而西安民生现有超市业务的经营区域集中在陕西，双方地理位置相距甚远，面临区域分割的市场和不同的客户群体，目前不会构成竞争。西安民生和海航商业控股同意，如果海航家乐的超市业务被西安民生认定为构成实质性同业竞争，则西安民生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西安民生，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：注册地址海口市海秀路望海商城，注册资本 6,000 万元，海航集团控制下的海南筑信投资股份有限公司（以下简称“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，目前不会与西安民生构成竞争。由于海南筑信和西安民生均受海航集团控制，为有效避免海南筑信与西安民生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西安民生之间可能产生的潜在同业竞争。西安民生与海航集团同意，待海南筑信重组完成后，西安民生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。

另外，公司还拥有**西安新乐汇项目**：2010 年 6 月，海航商业从华平投资手中收购新乐汇项目。新乐汇项目位于西安曲江新区核心位置，是现阶段曲江新区内唯一的大型、综合性商业地产项目。西安新乐汇是由世界 500 强企业——美国华平投资集团斥资 72 亿元在中国打造的第一个商业项目，建筑面积 137632 平方米。此项目的推进将成为海航商业深耕陕西又一重要举措。海航商业凭借自身品牌资源优势，将对项目进行有效

运作, 将新乐汇全力打造成涵盖精品百货、大型连锁超市、品牌旗舰店、时尚餐饮、休闲娱乐中心、儿童体验中心等功能于一体的西安城南新型时尚大型购物中心。

曲江新乐汇中初步明确海航拥有经营的百货一期面积 2.7 万平米, 曲江现在旅游娱乐餐饮发展较好, 人气非常旺, 但是还没有百货门店, 此前华平管理的新乐汇已经开业三年, 但是盈利一般, 主要由于定位不清晰。海航考虑到周边的购物人群, 将新乐汇定位为时尚购物中心, 预期海航入主 1-2 年将进入盈利期。

公司以“立足西北、深耕陕西, 做强西部, 走向全国”为总体战略, 以百货运营为核心, 以西安国家化大都市为战略支点, 以有效益扩张和可持续发展为基本原则, 将公司打造成为连锁化、专业化、集约化、品牌化的大型现代百货连锁集团。

资金需求及使用计划: 公司主要利用自有资金及金融机构贷款等融资方式筹集发展所需要的资金, 并结合发展具体项目特点考虑采取资本市场的其他融资方式, 完成公司的发展规划。

5. 盈利预测及投资评级

西安民生原有门店、加上此次增发的两个扩建以及两个新门店项目, 以及海航的新乐汇、兴正元项目, 海航在西安的商业布局已经清晰, 而且这些门店地理位置较好, 面积较大, 有助于公司收入规模成倍增长, 而收入规模最大后随着盈利能力提高可带来利润的快速增长。

- ✓ 从营业收入看, 考虑增发项目, 预期 2011 年、2012 年收入 35.95 亿元、41.46 亿元;
- ✓ 从净利润看, 考虑增发项目, 预计 2011-2012 年净利润 11752 万元、18170 万元, 净利润增速为 98%、55%, 增速颇为可观
- ✓ 2011 年、2012 年按照增发后 4.52 亿股本计算, 每股收益 0.26 元、0.40 元。

我们看好公司现有门店的内生增长以及增发项目带来的外延式扩张, 以及海航商业集团对于公司长远发展的支持, 预期公司将成为海航百货发展平台, 期待后续的资产注入, 给予“增持”评级。

西安民生作为海航发展商业平台, 海航下属的商业百货资产陆续将注入上市公司平台, 未来收入规模将成倍增加, 发展空间巨大。公司处于转型期, 未来收入规模成倍增加, 不能单一的按照市盈率来看公司价值, 我们按照 2011 年考虑增发项目 36 亿元收入规模, 按照 1.3 倍 PS 计算, 给予目标价 10.4 元, 按照 2011 年增发后每股收益 0.26 元, 市盈率 40 倍。

风险: 2011 年新开北大街店以及雁塔商业广场达不到预期经营绩效, 而一次性体现开办费用较多。

作者简介:

刘冰:

S0880511010042

021-38676703

liubing6168@gtjas.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		