

增 持 维 持

西安民生 (000564)

2011 年 3 月 16 日

定增项目变更&募资规模增大, 控股股东参与下定增价格提高反映企业中长期价值

2011 年 3 月 11 日收盘于: 8.44 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

西安民生今日 (2011 年 3 月 16 日) 公布了关于调整非公开发行股票预案的公告。公司决定对 2010 年 8 月通过的非公开发行股票募集资金用途及数额做出调整, 即取消原募集资金用途中“民生百货大楼扩建项目”, 增加“延安东方红世纪广场投资项目”, 同时调整非公开发行股票的发价价格、发行数量及募集资金规模。

根据调整后的定增预案公告, 公司拟向包括控股股东海航商业控股, 以及其他企业法人、证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司等 合计不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 16500 万股股票 (原为 14800 万股), 其中控股股东海航商业控股认购不低于 5940 万股, 发行后其控股比例将不低于 31%; 本次发行股份的发行价格为不低于定价基准日 (本次发行的董事会决议公告日) 前 20 个交易日西安民生股票交易均价的 90%, 即 发行价不低于 7.58 元/股 (原先为 6.62 元); 公司此次 拟募集资金总额不超过人民币 125000 万元 (原先为 98000 万元), 最新募集资金投向如表 2 所示。该调整后方案尚需获得公司股东大会审议通过和中国证监会的核准。

简评及投资建议: 公司此次调整非公开发行股票预案, 主要是将其原先募集资金用途中的“民生百货大楼扩建项目”变更为“延安东方红世纪广场投资项目”, 即公司拟通过购买玉龙房地产开发有限公司持有的延安东方红世纪广场部分房产及对应土地使用权, 开设延安市规模最大的综合性购物中心; 该新项目总投资额为 47243 万元, 较原项目投资额增加 28243 万元。

我们对于新增加的“延安东方红世纪广场投资项目”仍给予相对积极的评价, 认为该项目的实施一方面有望为公司提供一个新的利润增长点, 另一方面也是公司对陕西省内二线市场的进一步扩张。

而从公司整体来看, 我们仍维持之前的看法, 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。而控股股东直接参与的定增项目, 其定增价格的上调也意味着从产业资本角度控股股东对公司未来中长期增长的信心。

在不考虑定增项目股本扩张以及资产注入的影响下, 我们维持对公司 2011-12 年 EPS 分别 0.25 元和 0.30 元 (参见表 2) 的盈利预测, 目前公司 8.44 元的股价对应 2011-12 年 PE 分别为 33.8 倍和 28.1 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近 26 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, 给以 8.79 元 (对应 2011 年 35 倍 PE) 目标价, 维持长期“增持”投资评级。

风险和不确定性: 非公开发行方案尚需股东会及证监会审议通过; 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。

以下是我们对公司此次调整后非公开增发事项的更进一步分析。

公司此次调整非公开发行股票预案，主要是将其原先募集资金用途中投资额为 19000 万元的“民生百货大楼扩建项目”变更为投资额为 47243 万元的“延安东方红世纪广场投资项目”（参见表 1 和表 2），其余募集资金投向（包括西安雁塔国际文化广场投资项目、新世纪购物中心扩建项目和民生百货西安北大街店开店项目）保持不变。

表 1 公司原拟募集资金投向

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金拟投入数量
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

表 2 公司最新拟募集资金投向

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	募集资金拟投入数量（万元）
1	延安东方红世纪广场投资项目	47243	47243
2	西安雁塔国际文化广场投资项目	42447	42447
3	宝鸡新世纪购物中心扩建项目	21994	21994
4	民生百货西安北大街店开店项目	10950	10072
合计		122635	121756

资料来源：公司公告，海通证券研究所

“延安东方红世纪广场投资项目”是公司拟通过购买玉龙房地产开发有限公司持有的延安东方红世纪广场部分房产及对应土地使用权，开设延安市规模最大的综合性购物中心；该项目总投资 47243 万元，其中包括房产及土地使用权购买价款 39132.19 万元，场地装修费用及开办费 8110.81 万元，拟投入募集资金 47243 万元。

玉龙房产公司开发的“东方红世纪广场”项目位于延安市百米大道嘉岭桥引桥东侧，所在区域为延安现有配套最为齐全的高端居住区域；项目规划建设面积近 13 万平米，其中-1 至 4 层为商业部分、5 层以上主要为商住楼和住宅；公司此次购买的商业裙楼位于“东方红世纪广场”项目地下一层至地上四层，总建筑面积约 32610 平米。

截止评估基准日，“东方红世纪广场”商业裙楼负一层至三层土建、水、电安装、空调通风、消防基本完成，已具备装修条件；四层土建已经完工，空调通风、消防工程尚未完成；“东方红世纪广场”项目室外工程土建回填土基本完工，花岗岩铺贴尚未进行，排污及雨水管道已经接通，给水管道已经安装完毕，待与市政管网接口，天然气已经接入。

我们认为公司此次增加“延安东方红世纪广场投资项目”，一方面是期望借助于当地较好的物业位置和消费基础，为公司提供一个新的利润增长点；而另一更重要的意义是公司陕西省内二线市场的进一步扩张，同时将其品牌影响力延伸至西安市和宝鸡市外的其他区域。

由于此项目目前只处于具备装修条件状态，估计门店开业时间可能会在 2012 年，对 11 年业绩影响不大，而 12 年可能会带来一定的亏损。

表 3 是我们对公司合并损益表的预测（2011-12 年）。

表 3 西安民生合并损益表及预测（2008-2012E）

	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 2010 年报点评：10 年扣非后净利润增长 20%以上；后续资产注入预期渐明朗，维持增持 20110223

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

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。