

证券研究报告

批发零售

推荐 (首次)

证券分析师

聂秀欣

S1060511010019
010-66299565
niexiuxin001@pingan.com.cn

西安民生 (000564)

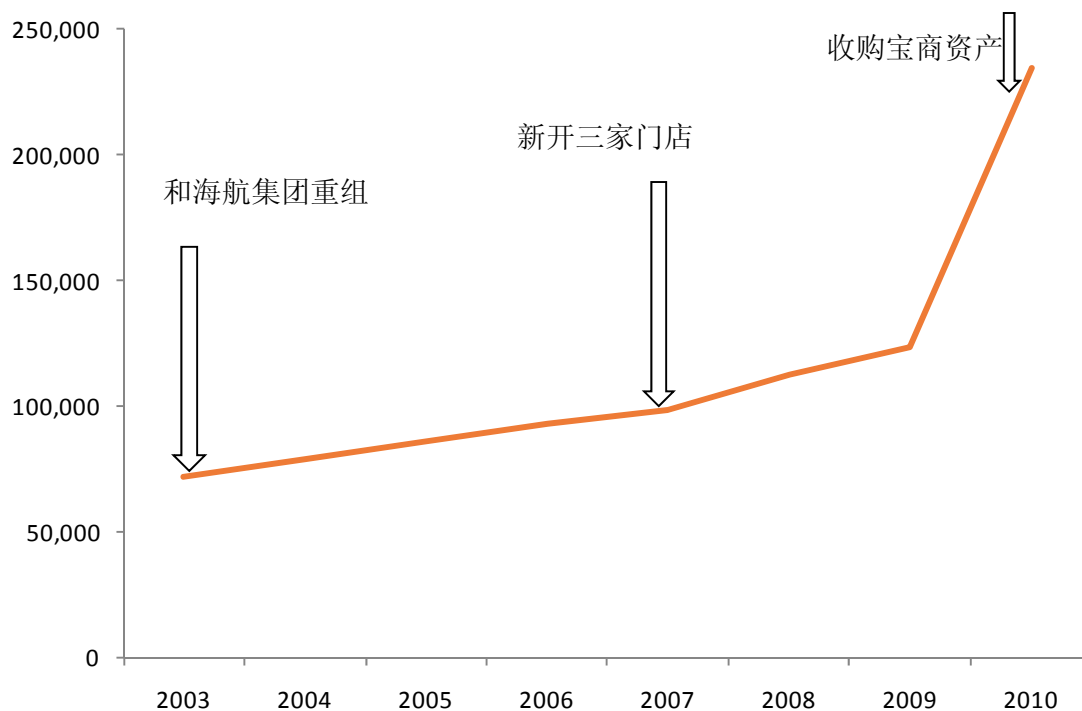
进入扩张阶段的区域新龙头

事项: 近日我们调研了西安民生, 2011 年公司进入了新一轮扩张周期, 预计未来两年的业绩成长压力较大, 集团资产注入对公司的盈利改善起到的作用有限。

平安观点:

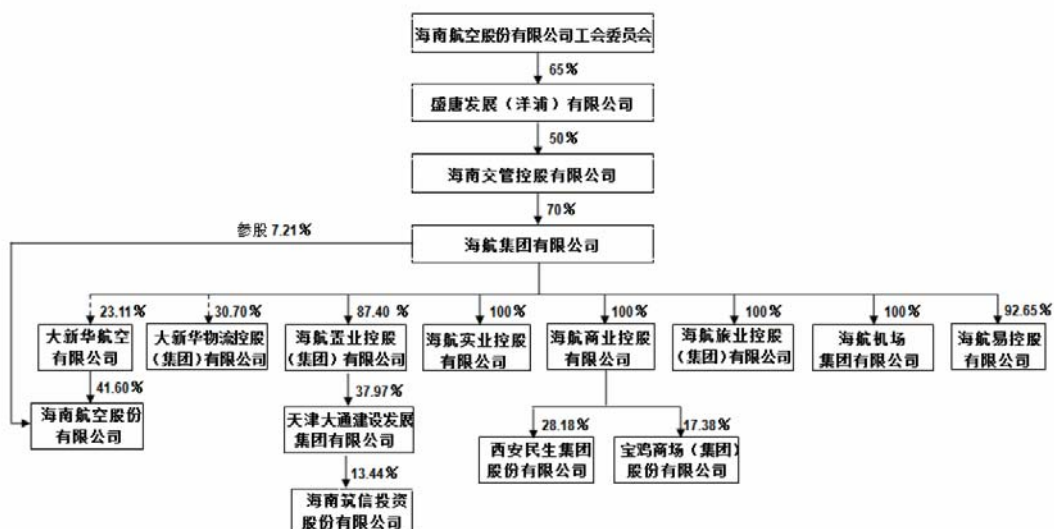
- **立足西安、布局陕西的后起之秀;** 公司目前有 6 家百货门店, 26 家超市门店, 主要分布在西安和宝鸡两个城市, 甘肃庆阳是外地扩张的试点。目前西安地区的盈利贡献超过 80%, 和同处一城的开元控股相比, 二者商业资产的营业收入基本相当, 公司是后起之秀, 业态丰富、网点多、涵盖面广, 目前在西安有 3 家门店, 储备项目 9 个, 计划未来实现从低端到高端全覆盖, 虽然单店销售额不高, 但在西部地区解放路店的坪效达 2 万元以上, 这实属不易。
- **2011 年进入新一轮重资产式扩张周期;** 鉴于西部城市的商业格局尚未落地, 公司在 2007 年新开 3 店、2010 年收购 2 家百货店、26 家超市后, 目前开始新一轮自有物业式扩张。2011 年计划新开门店 4 家, 预计未来 2 年, 每年会有 4 家左右的百货门店开出。公司目前自有门店比例不高, 约 30%, 但考虑物业的重要性, 在扩张中, 公司优先以自有物业的方式进行, 因此, 短期内扩张费用和成本压力较大。
- **短期看资产注入增厚希望不大;** 作为海航集团商业板块重要的上市平台, 为解决同业竞争问题, 集团承诺将相关的部分商业资产注入公司, 包括两部分: 第一, 汉中世纪阳光商厦, 2010 年净利润仅为 58 万元; 第二, 民生家乐商业连锁, 2010 年亏损 605 万元, 2011 年是否能够扭亏还有待观察。此外, 位于骡马市的兴正购物中心, 作为未来的主力门店之一, 走精品购物中心路线, 目前不盈利, 长期看, 兴正购物中心的注入更值得期待。
- **定向增发解决融资问题;** 公司一季度资产负债率高达 73.7%, 计划以 7.58 元/股的价格, 发行 1.65 亿股, 融资 12.5 亿元, 用于 4 个门店项目的建设。大股东将出资 4 亿元左右, 参与本次增发, 显示对公司的支持及发展前景的看好。
- **首次给予“推荐”评级;** 虽然公司受益于西安世园会带来的人流量增加, 考虑目前处于新一轮扩张初期, 门店梯次尚未拉开, 费用负担较重, 假设 2012 年完成定增, 我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.22 元、0.20 元、0.23 元, 对应 PE 分别为 33.7 倍、37.1 倍、32.3 倍, 首次给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 定增进展不顺畅、门店培育期长于预期。

图表1 从收入方面看公司发展路径 单位：万元



资料来源：平安证券研究所整理

图表2 海航集团的股权及控制关系



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

海航商业控股有限公司

- 60% 汉中世纪阳光 (参股 19.73%)
 - 0.09% 江苏炎黄在线物流
 - 9.6% 四川杨天生物医药
 - 16.67% 西北海航置业
 - 100% 宝鸡集团宝鸡商业经营
- 28.18% 西安民生集团
 - 19.73% 宝鸡集团宝鸡商业经营
- 61% 陕西民生家乐商业 (参股 19.30%)
 - 100% 北京新华空港航空
 - 100% 宜昌二峨航空
 - 49% 三亚汉源航空
 - 51% 新疆海航汉源航空
 - 51% 甘肃海航汉源航空
 - 51% 海南航空食品
- 60% 天津国际机场有限公司
- 70% 西安兴正元购物
 - 51% 甘肃海航汉源航空
- 100% 北管理有限公司
 - 51% 海南航空食品
- 17.38% 宝鸡商场(集团)
 - 69.22% 宝鸡国贸大酒店
 - 66% 宝鸡集团陕西辰济
 - 51% 兰州宝商信生房地
 - 95% 产开发有限公司
 - 50% 陕西中桥拍卖行
 - 50% 深圳海全投资
- 100% 商务有限公司
 - 1.7% 宝鸡宴友思

宝鸡集团宝鸡商业经营 (100%)

- 4.36% 宝鸡商业银行
- 5% 宝鸡啤酒
- 1.7% 宝鸡宴友思
- 1% 陕西永安财产保险
- 1.7% 西北海航置业

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

序号	公司名称	注册资本（万元）	主营业务	持股比例
1	民生家乐	4,000	超市	商业控股持有 61%
2	世纪阳光	4,500	百货	商业控股持有 60%
3	兴正元	64,356.44	百货	商业控股持有 100%
4	天津商场	16,000	百货	商业控股持有 60%
5	海南民生	6,000	百货	海航集团控制的海南筑信投资股份有限公司持有 100%
6	上海家乐	100,000	超市	商业控股持有 40%
7	三棵树	1,800	便利店	商业控股通过陕西民生家乐投资有限公司控制 100%
8	北京家乐	1,000	超市	商业控股持有 100%

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表5 西安民生盈利预测表 单位：万元、元

利润表(万元)	2009A	2010A	2011EA	2012E	2013E
营业收入	123,332	234,299	295,253	337,839	381,465
营业成本	97,735	181,916	235,033	269,326	304,662
毛利率	20.8%	22.4%	20.4%	20.3%	20.1%
营业税金及附加	949	2,172	2,657	3,041	3,433
销售费用	6,271	18,945	20,668	23,649	26,703
管理费用	13,284	22,195	25,097	30,406	32,424
财务费用	113	1,671	3,838	338	1,907
投资收益	680	-188	-295	-169	0
营业利润	5,475	6,651	7,665	10,911	12,335
营业外收入	358	259	295	338	381
营业外支出	42	98	118	135	153
利润总额	5,790	6,813	7,843	11,114	12,564
所得税费用	914	874	1,020	1,445	1,633
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4,876	5,939	6,823	9,669	10,930
EPS	0.18	0.20	0.22	0.20	0.23

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257