

西安民生 (000564)

公司研究/点评报告

市值小、有资产注入预期，但短期业绩无爆发力

—西安民生 (000564) 2012 年中报点评

民生精品---简评报告/商贸零售行业

一、事件概述

公司发布 12 年中报：报告期内，公司实现营业收入 16.7 亿元，同比增长 16.5%；营业利润 4325 万元，同比增长 12.2%；归属于母公司所有者的净利润 3793 万元，同比增长 11.9%；实现基本每股收益 0.12 元，同比增长 11.8%。

二、分析与判断

➤ 收入同比增 16.5%，主要得益于百货业务增长 24%

公司上半年实现营业收入 16.7 亿元，同比增长 16.5%，增速比较稳定，较去年同期略放缓 1.9 个百分点。百货和超市的商品销售收入 15.5 亿元，占比 92.6%，同比增长 16.05%，放缓 2.6 个百分点。分业务看，百货收入 9.4 亿，同比增长 24%，基本维持了 11 年全年的增速（24.4%）水平；超市收入 6.1 亿，同比增长 5.6%，增速较差，比 11 年全年增速 15.2% 放缓 9.6 个百分点。分区域看，西安、宝鸡和延安分别取得 9 亿、5.9 亿、0.56 亿的销售收入，西安和宝鸡区域分别同比增长 14.9% 和 7.4%。公司百货门店在西安市场有很强的竞争力，在 11 年对主力门店解放路店进行了提档调整，11 年 5 月和 10 月分别新开设了北大街店 1 期和延安世纪广场，使得百货业务在上半年消费低迷的市场环境中仍取得了较好增长。

➤ 综合毛利率同比降 0.2%，主要因为百货业务毛利率下降 1.24%

公司上半年综合毛利率为 20.9%，同比略降 0.2%，主要因为主营毛利率降 0.5% 至 15.2%。其中百货和超市业务主营毛利率分别为 16.95% 和 12.44%，同比下降 1.24% 和 0.06%。估计由于百货业务为促进销售，促销较多导致毛利率的下滑，按今年的销售市场运行情况看，预计全年毛利率会比去年略低。

➤ 整体费用率 17.3%，同比降 0.12 个百分点，但人工费用率和财务费用率大增

上半年整体费用率 17.3%，同比略降 0.12%。销售+管理费用率为 15.2%，下降 0.27%，但其中员工成本费率大幅上升 1.73%。公司员工费用率一直较高，近几年新店较多是一方面因素，另一方面是由于承担退休员工较多的历史问题，但这部分人员占比逐年在减小，12 年中期已经降到了 4%（11 年底为 8%），预计过几年压力会有所减轻。财务费用率 2.05%，同比升 0.16%，主要因为公司扩张过程中资金需求量大，贷款增加导致利息费用增加，预计定增成功后，财务费用压力将有所缓解。

➤ 储备项目多，海航承诺近几年注入资产，消除同业竞争

公司上半年没有新开店，拥有 9 家百货（65% 为自有物业）、30 家超市，托管百货 2 家，民生家乐 17 家超市，预计北大街 2 期 1 万多平米、新乐江五路口 2.78 万平米的店将于 12 年下半年开业，另有西安雁塔、宝鸡新世纪、西安海璟未央城合计约 9 万平米的项目将于 13 或以后开业。海航承诺 13 年前将世纪阳光、民生家乐，14 年前将兴正元、天津国际、16 年前将家乐、海航乐万家等资产注入西安民生。

三、盈利预测与投资建议

公司资产较好，自有物业较多，有集团资产注入的机会，目前公司市值较小，仅 15 亿，但若不考虑资产注入，短期内公司业绩缺乏爆发力，维持“谨慎推荐”评级。预计公司 2012-2014 年的 EPS（暂不考虑资产注入和增发摊薄）分别为 0.23、0.28 和 0.33 元，对应 PE 为 21、17、15 倍，估值较高。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2,850	3,381	3,990	4,588
增长率（%）	21.6%	18.7%	18.0%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	61	71	85	99
增长率（%）	3.5%	15.0%	19.7%	17.3%
每股收益（元）	0.20	0.23	0.28	0.33
PE	24.4	21.2	17.7	15.1
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：民生证券研究所

2012 年 08 月 28 日

谨慎推荐

维持评级

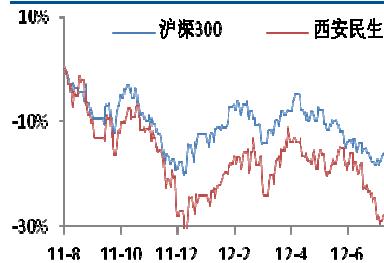
合理估值：

—元

交易数据 (2012-08-27)

收盘价 (元)	4.92
近 12 个月最高/最低	7.09/4.90
总股本 (百万股)	304.31
流通股本 (百万股)	266.77
流通股比例 (%)	87.66
总市值 (亿元)	14.97
流通市值 (亿元)	13.13

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

分析师：王羽

执业证书编号：S0100512070005

电话：(86755)22662070

研究助理：陈玉蓉

电话：(86755)22662096

相关研究

利润表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,850	3,381	3,990	4,588
减：营业成本	2,188	2,606	3,074	3,533
营业税金及附加	32	37	44	51
销售费用	228	270	319	367
管理费用	263	304	359	413
财务费用	62	69	81	94
资产减值损失	7	7	7	7
加：投资收益	5	3	3	3
二、营业利润	74	89	107	126
加：营业外收支净额	6	3	3	3
三、利润总额	80	92	110	129
减：所得税费用	18	21	25	30
四、净利润	61	71	85	99
归属于母公司的利润	61	71	85	99
五、基本每股收益(元)	0.20	0.23	0.28	0.33

主要财务指标

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	7.1	4.3	3.7	1.2
成长能力:				
营业收入同比	21.6%	18.7%	18.0%	15.0%
营业利润同比	10.6%	21.3%	20.2%	17.7%
净利润同比	3.5%	15.0%	19.7%	17.3%
营运能力:				
应收账款周转率	82.9	86.6	96.6	78.5
存货周转率	11.5	15.0	17.7	18.1
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0
盈利能力与收益质量:				
毛利率	23.2%	22.9%	23.0%	23.0%
净利率	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%
总资产净利率 ROA	1.7%	1.8%	2.1%	2.1%
净资产收益率 ROE	7.2%	7.7%	8.4%	9.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
资产负债率	76.7%	77.1%	74.7%	76.3%
长期借款/总负债	9.9%	6.8%	7.2%	6.0%
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.23	0.28	0.33
每股经营现金流量	0.83	1.41	0.58	2.52
每股净资产	2.79	3.02	3.30	3.63

资产负债表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1465	1942	2036	2710
应收票据	0	0	0	0
应收账款	34	39	41	58
预付账款	264	259	248	360
其他应收款	160	175	175	175
存货	190	173	174	195
其他流动资产	0	0	0	(0)
流动资产合计	2,114	2,588	2,674	3,498
长期股权投资	131	134	134	134
固定资产	643	579	477	375
在建工程	85	87	90	93
无形资产	283	256	217	179
其他非流动资产	385	379	379	379
非流动资产合计	1,526	1,435	1,297	1,159
资产总计	3,641	4,023	3,971	4,657
短期借款	1,144	1,355	1,355	1,355
应付票据	0	0	0	0
应付账款	419	483	479	701
预收账款	593	684	725	1026
其他应付款	172	155	155	155
应交税费	-15	-80	-181	-105
其他流动负债	112	204	131	120
流动负债合计	2,425	2,802	2,665	3,252
长期借款	275	212	212	212
其他非流动负债	92	89	89	89
非流动负债合计	367	301	301	301
负债合计	2,791	3,103	2,966	3,553
股本	304	304	304	304
资本公积	346	346	346	346
留存收益	200	270	355	454
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	850	920	1,005	1,104
负债和股东权益合计	3,641	4,023	3,971	4,657

现金流量表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	253	429	176	768
投资活动现金流量	(356)	(22)	(0)	(0)
筹资活动现金流量	569	69	(81)	(94)
现金及等价物净增加	467	477	94	674

分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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提供。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。