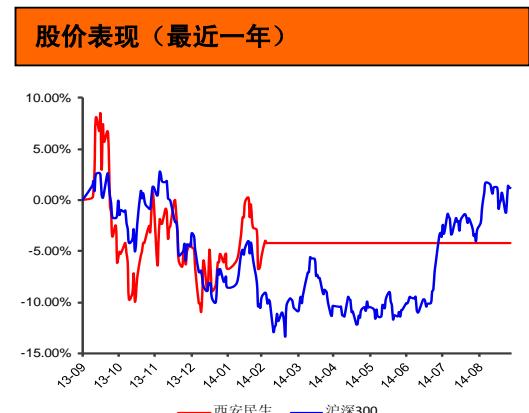


**西安民生 (000564): 控股股东履行承诺**
**审慎推荐 (首次)**
**商业零售**
**当前股价: 4.54 元**

报告日期: 2014 年 9 月 28 日

主要财务指标 (单位: 百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,899	4,112	4,376	4,658
(+/-)	15.9%	5.5%	6.4%	6.4%
营业利润	70	60	72	85
(+/-)	-9.4%	-13.9%	20.2%	17.5%
归属于母公司净利润	64	54	67	78
(+/-)	-5.4%	-15.5%	24.1%	16.8%
每股收益 (元)	<b>0.13</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>
市盈率 (倍)	34	40	32	28

公司基本情况 (最新)	
总股本/已流通股 (万股)	47331/33562
流通市值 (亿元)	15.24
每股净资产 (元)	3.51
资产负债率 (%)	74.67



华鑫证券 研究发展部

研究员: 汤 峰

执业证书编号 S1050513090001

021-51793725

tangfeng@cfsc.com.cn

公司公告称拟以发行股份及支付现金方式购买控股股东海航商业持有的兴正元购物中心 67.59% 股权和兴正元地产持有的骡马市步行街房产，交易价格分别为 11.03 亿元和 7.6 亿元，其中向海航商业以现金方式支付为 6 亿元，以发行股份方式支付为 5.03 亿元，发行 1.09 亿股；向兴正元地产以现金方式支付 3.8 亿元，以发行股份方式支付 3.8 亿元，发行 8207.34 万股；同时向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，配套资金总额预计不超过 6.2 亿元，发行数量 1.49 亿股，配套资金将用于支付本次交易的现金对价。本次发行股票购买资产价格为 4.63 元/股，配套资金发行价格则不低于 4.17 元/股。本次交易完成后，西安民生将持有兴正元购物中心 100% 股权和兴正元地产持有的骡马市步行街房产。

- 控股股东履行承诺:** 14 年 6 月控股股东海航商业承诺未来商业百货和超市业务的发展以西安民生为主，并将西安民生作为整合海航商业下属商业百货和超市业务资源的唯一主体，2017 年 12 月 31 日前，海航商业将启动满足注入条件的商业资产。其中就包括此次公司收购的西安兴正元购物中心（13 年公司曾收购其 32.41% 股权），因此此次资产注入是控股股东开启履行承诺的重要一步，当然此次收购也解决了海航商业子公司兴正元购物中心与西安民生的同业竞争问题。

- 收购提升公司核心竞争力:** 此次收购的兴正元购物中心地处西安市钟楼核心商圈骡马市商业步行街，是一座以购物为主，集餐饮、娱乐、休闲、服务为一体的商业综合体。兴正元购物中心经营物业建筑面积 88818.52 平方米，其中自有物业建筑面积 70022.44 平方米，租赁物业建筑面积 18796.07 平方米。2012 年、2013 年及今年上半年营业收入分别为 8.94 亿、9.60 亿和 4.38 亿元，净利润分别为 688.39 万、2689.48 万和 1453.2 万元。交易对手承诺，兴正元购物中心 2014 年度、2015 年度及 2016 年度的预测净利润数分别为 3404.51 万元、4364.86 万元和 5796.46 万元。本次收购另一标的骡马市步行街房产，乃兴正元购物中心向兴正元租赁的部分房产，收购后公司将自



持该房产。交易对手承诺，2016年12月31日骡马市步行街房产价值不低于本次交易价7.6亿元。公司作为陕西省规模最大的百货龙头之一，通过此次收购公司将在西安钟楼商圈内拥有一家自有物业的百货门店，经营三家百货门店，总营业面积达11.49万平方米，较交易前增加117.20%，在大幅扩大百货业务的经营面积背景下，有着丰富百货管理经验的公司可以更加有效的提高公司在西安钟楼商圈的竞争力，并且有着业绩承诺有望助推公司未来业绩的提速。

- **公司财务费用有待改善：**近年来随着百货和超市竞争加剧，公司营业收入增速明显放缓，其中14年上半年营业增速仅为2.84%，综合毛利率有所提升，2012-2014年上半年综合毛利率分别为23.62%、24.4%和24.55%。但净利润增速下滑明显，2013年和2014年上半年净利润同比下降6.3%和9.18%，这主要是公司财务费用增长尤为明显，截止2014年上半年公司财务支出已高达9220万元，是当期净利润的260%。本次收购公司实际仍将支出3.6亿元，这对目前负债率已高达74.67%的公司来说，财务费用将进一步侵蚀公司利润。
- **投资建议：**公司本次收购标的资产优良，且已经度过了市场培育期，这将为公司未来业绩增长奠定了基础，且公司有着丰富资源的大股东资产注入承诺预期，但公司负债率偏高，未来发展仍将看公司治理。我们预计2014-2016年EPS分别为0.11元、0.14元和0.16元，对应PE分别为40X、32X和28X，我们首次给予“审慎推荐”评级
- **风险提示：**收购审批风险、募集配套资金金额不足等风险。



图表 1：西安民生盈利预测（万元）

单位：万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	<b>336,511</b>	<b>389,904</b>	<b>411,230</b>	<b>437,649</b>	<b>465,776</b>
增长率(%)	18.1%	15.9%	5.5%	6.4%	6.4%
减：营业成本	257,024	294,756	310,178	329,931	350,336
综合毛利率(%)	23.6%	24.4%	24.6%	24.6%	24.8%
减：营业税金及附加	3,585	4,429	4,524	4,814	5,124
销售费用	25,515	28,415	30,431	31,948	34,002
管理费用	31,702	37,773	39,889	42,014	44,714
财务费用	10,862	16,940	20,973	22,320	23,755
期间费用率	20.2%	21.3%	22.2%	22.0%	22.0%
资产减值损失	360	657	41	44	47
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	248	53	822	656	699
营业利润	<b>7,712</b>	<b>6,987</b>	<b>6,017</b>	<b>7,233</b>	<b>8,497</b>
增长率(%)	4.8%	-9.4%	-13.9%	20.2%	17.5%
加：营业外收入	206	711	493	875	932
减：营业外支出	118	391	329	438	466
利润总额	<b>7,800</b>	<b>7,307</b>	<b>6,181</b>	<b>7,671</b>	<b>8,963</b>
增长率(%)	-2.2%	-6.3%	-15.4%	24.1%	16.8%
减：所得税	1,068	999	847	1,051	1,228
实际所得税率(%)	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
净利润	<b>6,732</b>	<b>6,307</b>	<b>5,334</b>	<b>6,620</b>	<b>7,735</b>
归属于母公司所有者净利润	<b>6,732</b>	<b>6,366</b>	<b>5,377</b>	<b>6,673</b>	<b>7,797</b>
增长率(%)	9.5%	-5.4%	-15.5%	24.1%	16.8%
净利润率(%)	2.0%	1.6%	1.3%	1.5%	1.7%
少数股东损益	0	-59	-43	-53	-62
总股本（万股）	47,331	47,331	47,331	47,331	47,331
基本每股收益（元/股）	<b>0.14</b>	<b>0.13</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部



## 研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，2012年2月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>