

证券研究报告

批发零售

推荐 (首次)

证券分析师

聂秀欣

投资咨询资格编号  
S1060208050096  
010-66299565  
niexiuxin001@pingan.com.cn

益民集团 (600824)

连锁+租赁=优质+便宜

近日，我们和益民集团管理层就公司目前业务、发展前景等问题进行讨论，我们认为，公司业务基础稳固，主要业务板块所处行业发展态势良好，长期具有发展潜力，但短期缺乏快速发展的动力。

- **公司业务以商业和租赁业为主：**公司是国营大中型商业企业上海益民百货总公司改制而成，目前业务主要包括两大板块：商业连锁和物业租赁。其中，商业是最主要的收入和盈利来源，占公司2011年中期收入的91.2%，主营毛利的74.3%。截至2011年中期，商业连锁主要包括古今连锁1472家、天宝龙凤连锁34家、新光数码连锁90家、床上用品公司连锁8家。
- **古今的优势在于品牌和渠道：**“中华老字号”古今内衣是公司最主要也最稳定的盈利来源，近五年的收入复合增长14%，净利润复合增长17%，2007年以来在公司净利润中占比均超过60%。其盈利模式为生产-批发-零售，目前近1500家连锁门店中约70%出售古今品牌内衣，其他为公司统一批发的其他内衣品牌，因此，公司不仅可以充分分享古今内衣的品牌价值增长，还可以分享中国内衣行业增长带来的机会。
- **商业物业价值不菲：**公司近年低价建造和收购了一批核心商圈的商业物业，在零售业态为租金上涨头疼的时候，公司却可以坐享物业上涨带来的好处。目前公司自有物业面积18万平米，其中约10万平米为淮海中路核心商业物业资产，8万平米为工业物业。简单按保守的商业物业6万元/平米，工厂物业1万元/平米计算，目前物业价值RNAV对应的每股价格为8.5元。
- **可能的变化来自外生性因素：**作为上海市区属企业，公司近年发展获得了政府的支持，尤其是优质商业物业的支持，但同时缺乏激励机制也制约了公司的发展速度。我们认为，未来的可生之变来自：一是子公司古今引入战略投资者，确保并加快品牌在市场占有率的提升；另一方面，股东商业资产的进一步注入，也将进一步打破平稳的发展状态。
- **首次给予“推荐”评级：**我们预计公司2011~2013年的EPS分别为0.19、0.22、0.25元，目前对应PE为27.0、23.4、20.7倍。考虑其拥有的物业价值已经远超目前股价，我们认为公司具有相对安全边际，但短期缺乏股价向上的引导因素，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**物业承租方的经营风险会影响公司盈利；宏观经济运行及行业政策变化带来的风险。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	609	824	968	1145	
现金	216	297	345	407	
应收账款	29	34	41	48	
其他应收款	24	31	35	42	
预付账款	34	53	62	73	
存货	306	409	484	575	
其他流动资产	0	0	0	0	
非流动资产	1487	1491	1509	1519	
长期投资	34	29	29	30	
固定资产	179	190	186	181	
无形资产	44	47	51	57	
其他非流动资产	1230	1225	1242	1251	
资产总计	2096	2315	2476	2664	
流动负债	559	688	714	757	
短期借款	300	341	355	354	
应付账款	41	77	85	104	
其他流动负债	218	271	274	299	
非流动负债	180	172	187	192	
长期借款	130	130	142	148	
其他非流动负债	50	42	46	45	
负债合计	739	859	902	949	
少数股东 权益	6	7	7	8	
股本	732	732	732	732	
资本公积	136	136	136	136	
留存收益	484	581	700	839	
归属母公司股东权益	1352	1448	1567	1707	
负债和股东权益	2096	2315	2476	2664	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	136	107	157	167	
净利润	124	141	163	184	
折旧摊销	70	35	39	42	
财务费用	24	24	26	26	
投资损失	-8	-2	-4	-4	
营运资金变动	-78	-84	-72	-82	
其他经营现金流	5	-8	5	-0	
投资活动现金流	-19	-32	-48	-43	
资本支出	17	40	30	28	
长期投资	-4	-20	5	1	
其他投资现金流	-7	-13	-13	-14	
筹资活动现金流	-118	6	-61	-62	
短期借款	-55	41	14	-1	
长期借款	0	0	12	6	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-63	-35	-86	-68	
现金净增加额	-1	80	49	61	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1866	2333	2799	3262	
营业成本	1243	1591	1923	2279	
营业税金及附加	45	54	68	78	
营业费用	192	236	283	320	
管理费用	190	233	280	313	
财务费用	24	24	26	26	
资产减值损失	1	1	1	1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	8	2	4	4	
营业利润	179	196	222	249	
营业外收入	2	2	6	5	
营业外支出	7	4	5	5	
利润总额	174	194	224	249	
所得税	50	52	60	65	
净利润	124	141	163	184	
少数股东损益	1	1	1	1	
归属母公司净利润	123	141	163	183	
EBITDA	273	255	287	317	
EPS (元)	0.17	0.19	0.22	0.25	

#### 主要财务指标

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入 (%)	28.6%	25.0%	20.0%	16.5%
营业利润 (%)	28.4%	9.8%	13.5%	11.8%
归属母公司股东权益 (%)	10.9%	14.5%	15.5%	12.7%
获利能力				
毛利率 (%)	33.4%	31.8%	31.3%	30.1%
净利率 (%)	1.2%			
ROE(%)	9.1%	9.7%	10.4%	10.7%
ROIC(%)	36.1%	31.6%	30.6%	29.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	35.2%	37.1%	36.4%	35.6%
净负债比率 (%)	58.21%	58.64%	56.90%	54.88%
流动比率	1.09	1.20	1.35	1.51
速动比率	0.54	0.60	0.67	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.90	1.06	1.17	1.27
应收账款周转率	77	73	74	72
应付账款周转率	30.82	27.11	23.77	24.05
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.19	0.22	0.25
每股经营现金流	0.19	0.15	0.22	0.23
每股净资产	1.85	1.98	2.14	2.33
估值比率				
P/E	30.88	26.98	23.35	20.72
P/B	2.81	2.62	2.42	2.23
EV/EBITDA	10	11	10	9

## 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）

### 公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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：

此报告旨在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