

益民集团 (600824)

具有安全边际的商业连锁和物业经营公司

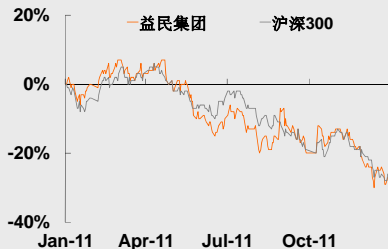
推荐 (维持)

现价: 4.95 元

主要数据

行业	商贸
公司网址	www.yimingroup.com/
大股东/持股	卢湾区国资委/39.04%
实际控制人/持股	卢湾区国资委/39.04%
总股本(百万股)	732
流通 A 股(百万股)	732
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	36.23
流通 A 股市值(亿元)	36.23
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	36.6

行情走势图



相关研究报告

调研简报: 连锁+租赁=优质+便宜 2011年12月22日

证券分析师

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

联系人

何苗
 一般证券从业资格编号
 S1060110070153
 0755-22625790
 hemiao160@pingan.com.cn

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。

投资要点

■ 上海两区合并, 公司控股股东变为黄浦区国资委

公司业务主要包括商业连锁和商业物业经营, 在收入中分别占 80%和 20%。公司原控股股东为卢湾区国资委, 2011 年下半年, 上海市卢湾区、黄浦两区合并使公司的控股股东变为黄浦区国资委。

■ 内衣业务不仅受益于古今品牌的成长, 同时受益于行业增长

中国内衣行业集中度高, 前 10 个品牌的市场占有率高达 66%, 可见内衣消费的品牌意识强烈。公司内衣业务涵盖生产—批发—零售三个环节, 其中批发和零售环节不仅涉及自有品牌——古今, 还代理销售其他品牌, 因此公司可以分享中国内衣行业的成长。通过古今和安莉芳的对比发现, 古今连锁的发展战略较为稳健, 同时和安莉芳的业绩波动相比, 古今的净利率处于稳步提升的状态。未来若能引入战略投资者, 则有望在现有渠道及品牌基础上, 发展速度得以提升。

■ 租赁业务的资源优势将逐步凸显

随着城市的发展, 房地产价格不断攀升, 城市中核心商圈物业的资源属性愈发明显, 根据世邦魏理仕的统计, 上海优质零售物业首层租金的指数自 99 年中期至今上涨了 2.6 倍。由于公司的商业物业多处在核心商圈, 因此空置率极低, 仅为 5%左右。但由于历史上, 有些物业签约时间较长, 因此, 公司并没有完全享受到市场租金的上涨。未来若物业到期或重新租赁, 则公司租赁业务收入将大幅提升, 而由于成本固定, 增加的租赁业务收入扣税后全部转化为利润。

■ 或有收益对应 EPS0.04 元

2006 年公司向荷兰 HAL 公司转让红星眼镜公司 78%的股权, 由于红星文字商标尚未注册到红星名下, 双方约定红星文字商标注册成功后若 HAL 有意购买, 则应支付不超过 4282.8 万元, 这是未来的或有收益, 对应 EPS0.04 元。

■ 维持“推荐”评级

不考虑或有收益, 预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元、0.25 元, 对应 PE 分别为 25.7 倍、22.3 倍、19.8 倍。和安莉芳相比, 公司的 PE 估值偏贵, 但公司的内衣业务盈利能力较安莉芳高且增长稳定, 因此不完全可比。且公司物业出租业务 RNAV 折合每股价值 8.5 元, 为股价提供绝对安全边际。同时, 公司分红稳定, 近三年每年分 0.06 元, 分红比例超过 30%。潜在的投资时点在于古今战略投资者的进入以及大股东商业资产的注入。

■ 风险提示: 物业租赁纠纷带来的盈利损失; 新光数码的存货管理风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,450	1,866	2,333	2,799	3,262
YoY(%)	22.5	28.6	25.0	20.0	16.5
净利润(百万元)	111	123	141	163	183
YoY(%)	10.3	10.9	14.5%	15.5%	12.7%
毛利率(%)	35.9	33.4	31.8	31.3	30.1
净利率(%)	7.7	6.6	6.0	5.8	5.6
ROE(%)	8.7	9.1	9.7	10.4	10.7
EPS(摊薄/元)	0.15	0.17	0.19	0.22	0.25
P/E(倍)	32.6	29.4	25.73	22.27	19.77
P/B(倍)	2.8	2.7	2.50	2.31	2.12

正文目录

一、 业务结构和股东情况	3
1.1 古今和商业物业租赁是主要盈利构成	3
1.2 上海两区合并带来股东变动	4
二、 未来增长主要取于内衣及物业租赁业务	5
2.1 内衣业务受益于品牌自身增长及行业增长	5
2.2 租赁业务的资源优势将逐步凸显	7
2.3 其他业务的或有收益将贡献 EPS0.04 元	9
三、 盈利预测和投资建议	9
3.1 维持“推荐”	9
3.2 风险提示	10

图表目录

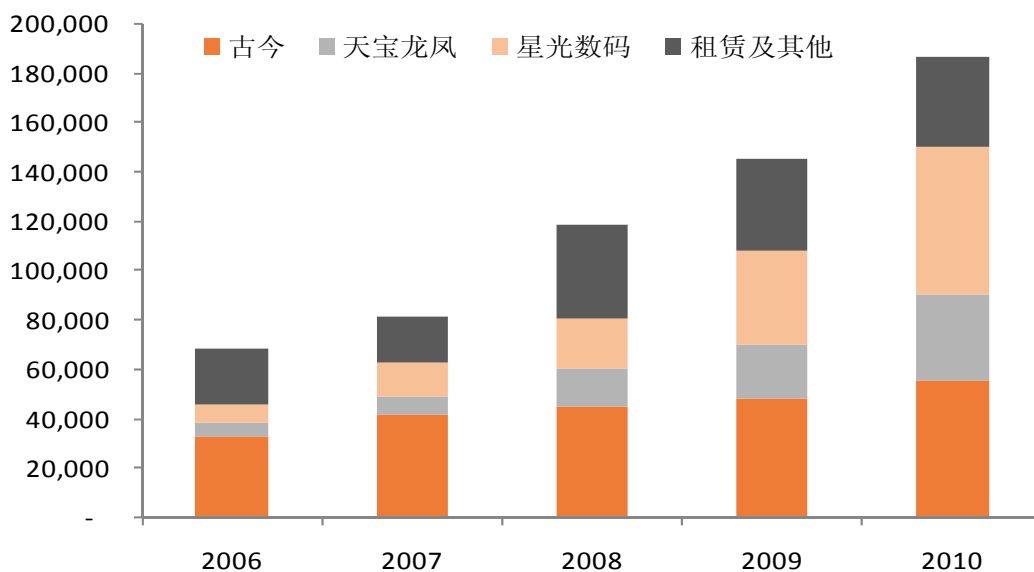
图表 1 近年公司各业务收入变化 单位：万元	3
图表 2 截至 2011 年中期各类商业连锁家数分布 单位：家	3
图表 3 2010 年收入中古今占 29.4% 单位：%	4
图表 4 2010 年净利润中古今占 68.3% 单位：%	4
图表 5 公司股东结构及主要子公司情况	4
图表 6 2005 年以来古今连锁网点的扩张情况 单位：家	5
图表 7 2010 年我国内衣行业品牌排名及市场占有率	6
图表 8 古今和安莉芳的收入比较 单位：万元、万港币	6
图表 9 古今和安莉芳的店铺增速比较 单位：%	6
图表 10 古今和安莉芳的净利率变化比较 单位：%	7
图表 11 上海优质零售物业租金不断上扬	8
图表 12 公司主要物业及位置分布 单位：万平方米	8
图表 13 巴黎春天合约租金收入 单位：万元/年	9
图表 14 公司历史及 Wind 预测 PE 变化 单位：倍	10
图表 15 安莉芳控股历史及 Bloomberg 预测 PE 变化 单位：倍	10

一、 业务结构和股东情况

1.1 古今和商业物业租赁是主要盈利构成

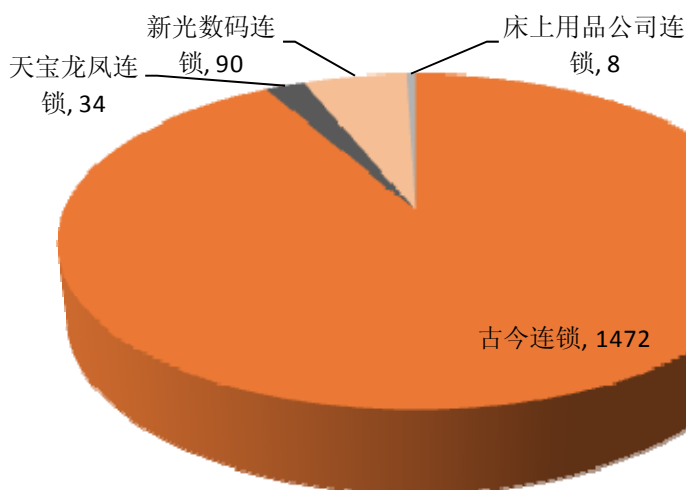
公司业务主要包括商业连锁和商业物业经营，在收入中占比分别为 80%和 20%。其中，商业连锁包括“古今内衣”连锁、“天宝龙凤”金银珠宝连锁、“新光数码”连锁。从连锁数量来看，2011 年中期，古今内衣占商业连锁的 92%，达 1472 家。古今内衣也是公司的主要盈利来源，在 2010 年公司的净利润中占 68.3%。

图表1 近年公司各业务收入变化 单位：万元



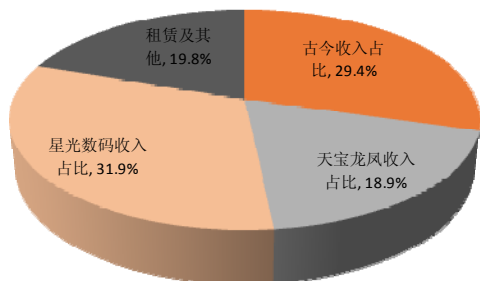
资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

图表2 截至2011年中期各类商业连锁家数分布 单位：家



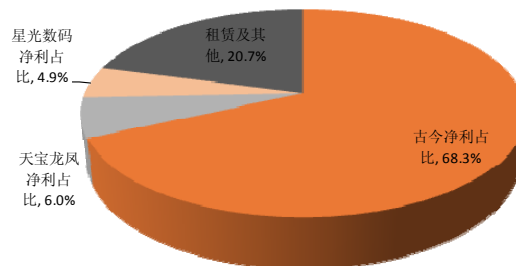
资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

图表3 2010年收入中古今占29.4%



资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

图表4 2010年净利润中古今占68.3%

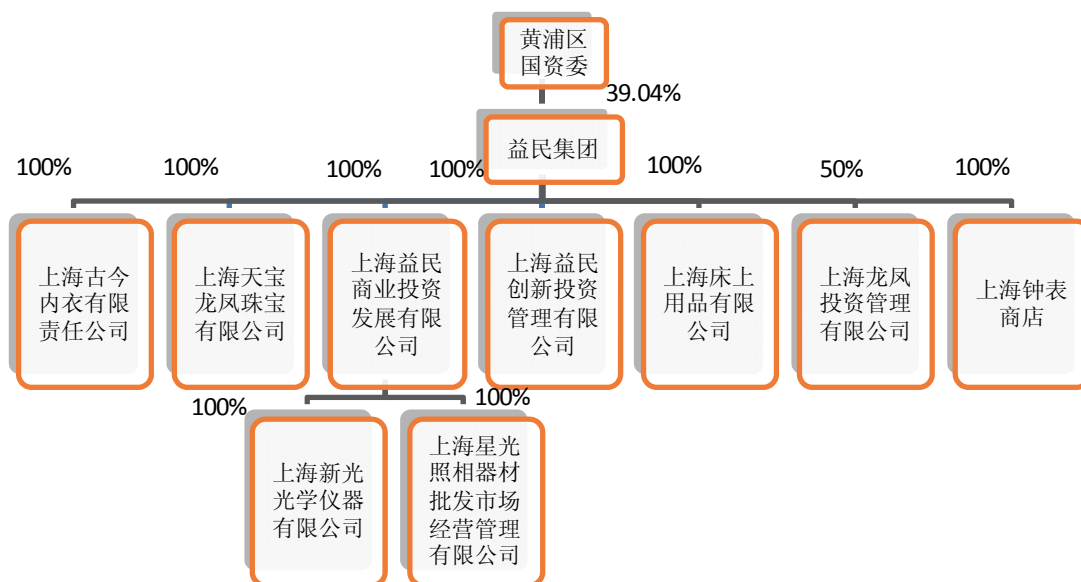


资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

1.2 上海两区合并带来股东变动

公司原控股股东为上海市卢湾区国资委，2011年6月，上海市卢湾、黄浦两区行政区调整方案获得国务院正式批复，黄浦区、卢湾区合并为新的黄浦区，因此，公司控股股东变更为新的黄浦区国资委。历史上，公司的发展得到区政府的支持，股东的变化对公司的影响几何，需要进一步观察。

图表5 公司股东结构及主要子公司情况



资料来源：平安证券研究所整理

二、 未来增长主要取于内衣及物业租赁业务

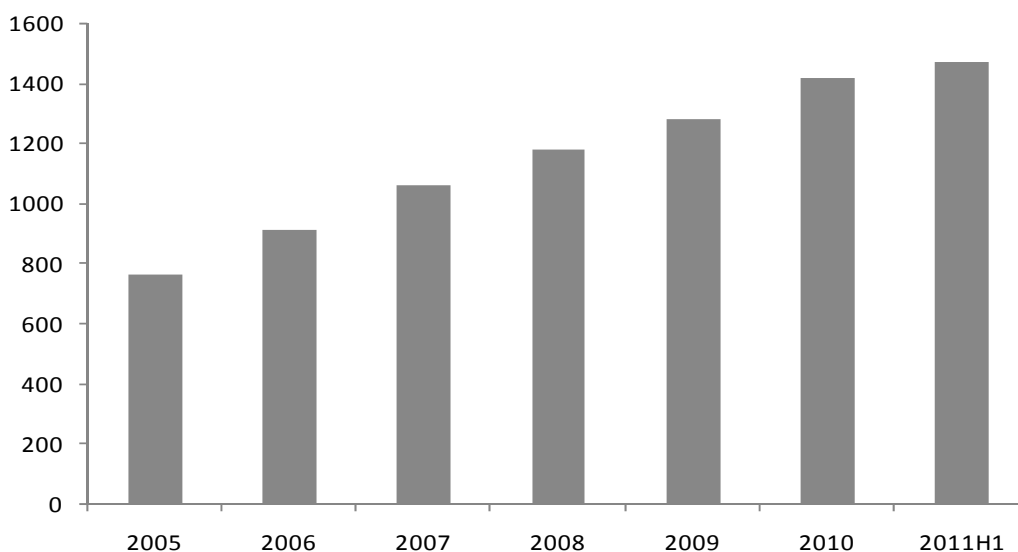
2.1 内衣业务受益于品牌自身增长及行业增长

内衣业务涵盖生产——批发——零售三个环节，其中，生产环节主要进行古今内衣新产品的研发、生产，批发和零售环节不仅涉及自有品牌——古今内衣，还代理销售其他品牌内衣。中国内衣行业集中度较强，前 10 个品牌的市场占有率高达 66%，因此，伴随居民品牌意识的提升和对生活质量的追求，公司内衣业务不仅受益于品牌自身的增长，同时受益于内衣行业的增长。

“古今”品牌可以自行设计生产文胸、内衣裤、睡衣、泳衣、沙滩衣、调整型衣裤等六大系列产品，于 2001 年通过了 ISO 90001 质量体系认证，并于 2005 年被国家评为“中国名牌产品”。我们将古今和港股上市的安莉芳控股（1388.HK）进行对比发现，公司的发展战略较为稳健：收入方面，2005~2010 年古今收入复合增速 15.4%，安莉芳 19.7%；开店速度方面，安莉芳近年的增速明显快于公司，古今 06 年的开店速度 20%，近年逐步回落到 10%左右，目前公司渠道遍布 24 个省及直辖市，共有约 1500 家连锁店。但从业绩的稳定性来看，古今的净利率处于稳步提升的状态，目前稳定在 15%左右，而安莉芳波动较大，07 年一度达到 17.2%，目前则回落到 9.3%。

未来，公司若能成功引入战略投资者，则有望在现有的渠道及品牌基数上，发展速度得以提升。

图表6 2005年以来古今连锁网点的扩张情况 单位：家



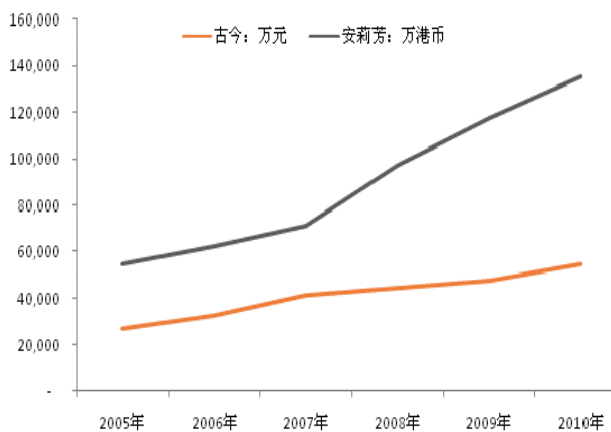
资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表7 2010年我国内衣行业品牌排名及市场占有率

排名	品牌	市场占有率
1	爱慕	11.81%
2	曼妮芬	9.47%
3	安莉芳	8.96%
4	黛安芬	8.92%
5	古今	<5%
6	华歌尔	<5%
7	欧迪芬	<5%
8	桑扶兰	<5%
9	婷美	<5%
10	芬狄诗	<5%
	CR10	66.10%

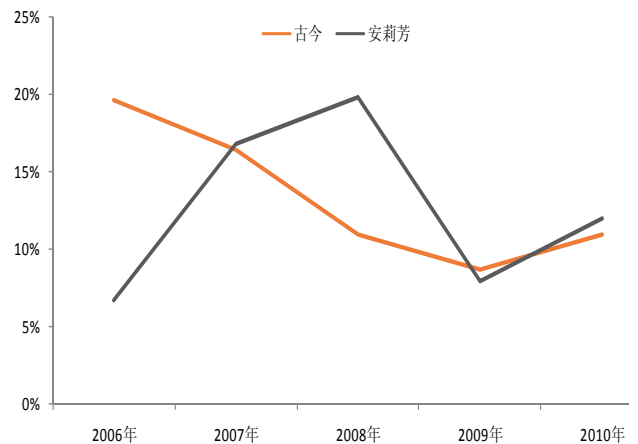
资料来源：梦芭莎、平安证券研究所整理

图表8 古今和安莉芳的收入比较 单位：万元、万港币



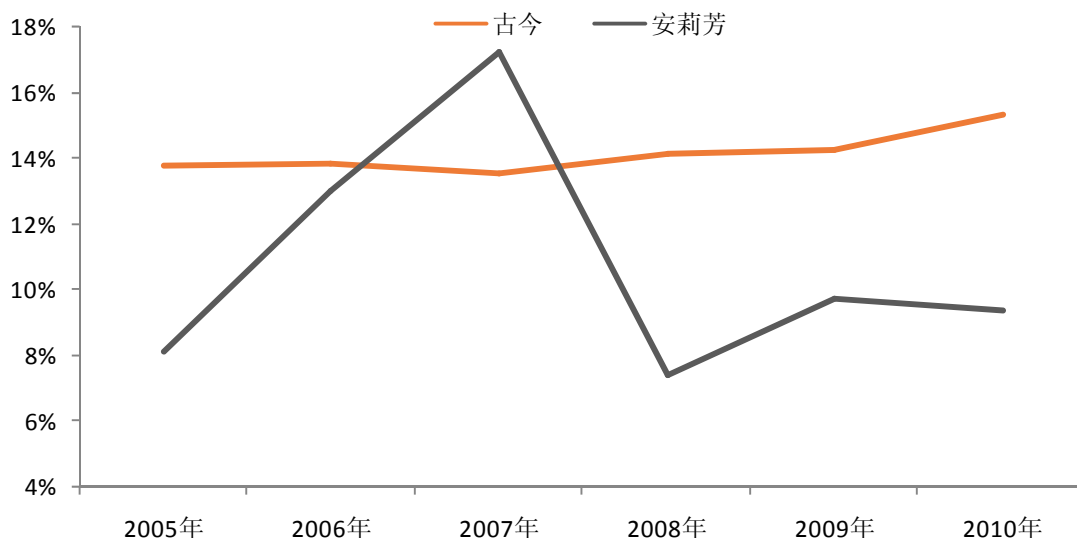
资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

图表9 古今和安莉芳的店铺增速比较



资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

图表10 古今和安莉芳的净利率变化比较



资料来源：公司资料、平安证券研究所

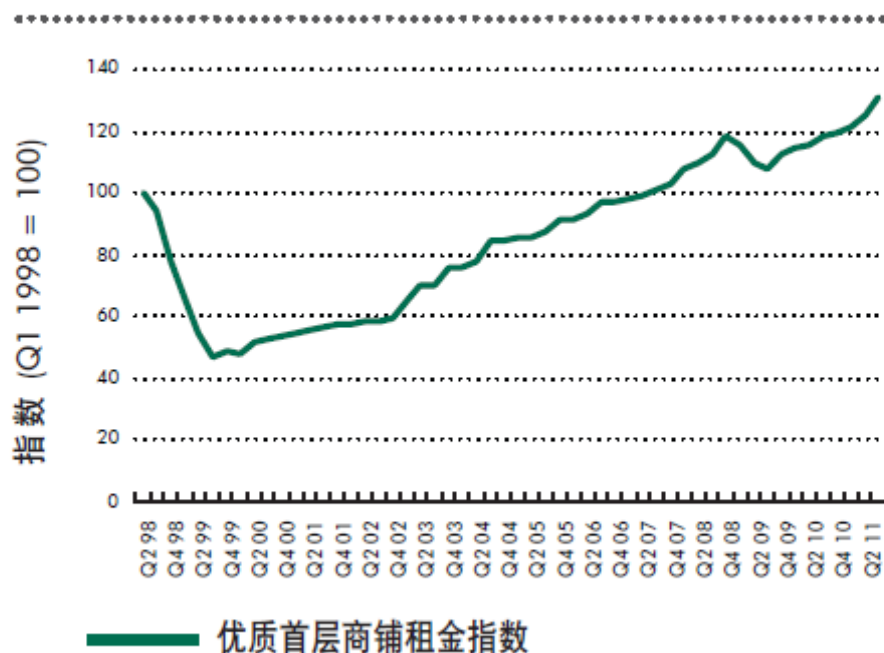
2.2 租赁业务的资源优势将逐步凸显

公司另一主营业务是商业物业租赁，公司拥有 18 余万平米商业房产，涵盖商铺、办公楼、酒店和工业厂房，其中在淮海中路商业街的物业约 10 万平米。简单按商业物业 6 万元/平米，工业物业 1 万元/平米计算，公司拥有的物业 RNAV 为 62.2 亿元，折合每股 8.5 元，因此公司目前股价具有绝对安全边际。

随着城市的发展，房地产价格不断攀升，城市中核心商圈物业的资源属性愈发明显，根据世邦魏理仕的统计，上海优质零售物业首层租金的指数自 99 年中期至今上涨了 2.6 倍。由于公司的商业物业多处在核心商圈，因此空置率极低，仅为 5% 左右。但由于历史上，有些物业签约时间较长，因此，公司并没有完全享受到市场租金的上涨。以上海巴黎春天商厦为例，按 2001 年公司签订的租赁合同计算，目前的租金仅 3200 万元/年，而按市场价计算，年租金将达 7000 万元。若物业到期或重新租赁，则公司租赁业务收入将有大幅提升，而由于成本相对固定，租赁业务的增量收入扣税后全部转化为利润。

图表11 上海优质零售物业租金不断上扬

上海优质零售物业市场



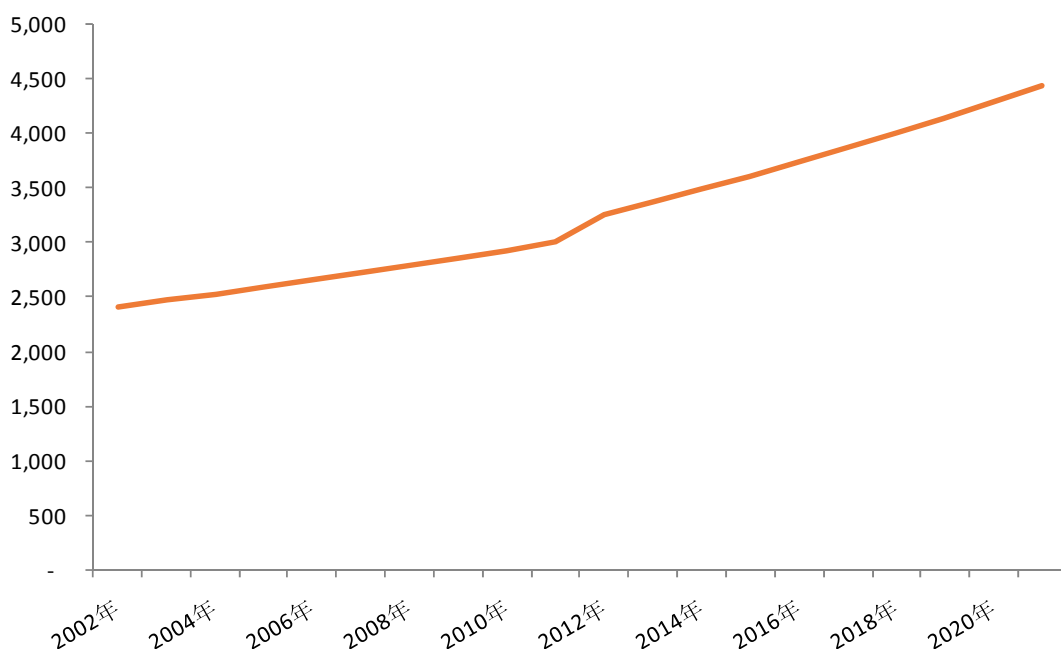
资料来源：世邦魏理仕、平安证券研究所

图表12 公司主要物业及位置分布 单位：万平米

物业名称	位置及面积
柳林大厦	淮海中路 1 号
新歌商厦	淮海中路 766 号
上海巴黎春天商厦	淮海中路 939 号-949 号
嘉丽都商厦	淮海中路 651 号
金雁坊娱乐总汇	黄浦区雁荡路 5—49
海兴广场	瑞金南路 1 号
金辰大酒店	淮海中路 795 号
益民商厦	淮海中路 645 号
商业物业小计	10 万平米
上海莘庄厂房	上海莘庄工业区
浦东工业区厂房	浦东工业区
厂房小计	8 万平米
合计	18 万平米

资料来源：平安证券研究所

图表13 巴黎春天合约租金收入 单位：万元/年



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 其他业务的或有收益将贡献 EPS0.04 元

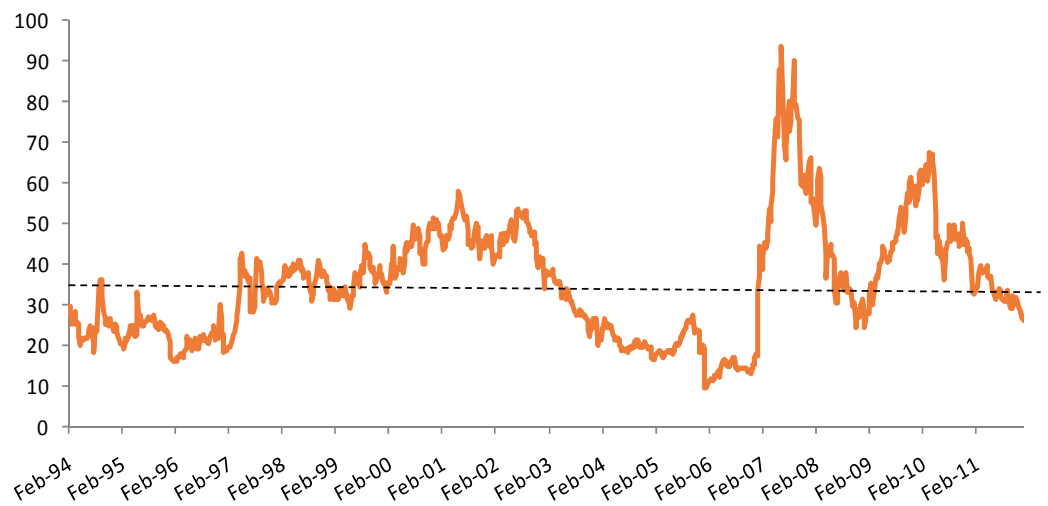
2006 年公司将其旗下的红星眼镜公司进行中外合资改造，向荷兰 HAL 公司转让 78% 的股权。由于红星文字商标尚未注册到红星名下，双方约定红星文字商标注册成功后归益民集团所有，若 HAL 有意购买，则应支付不超过 4282.8 万元的购买价格，这是未来的或有收益，对应 EPS0.04 元。

三、 盈利预测和投资建议

3.1 维持“推荐”

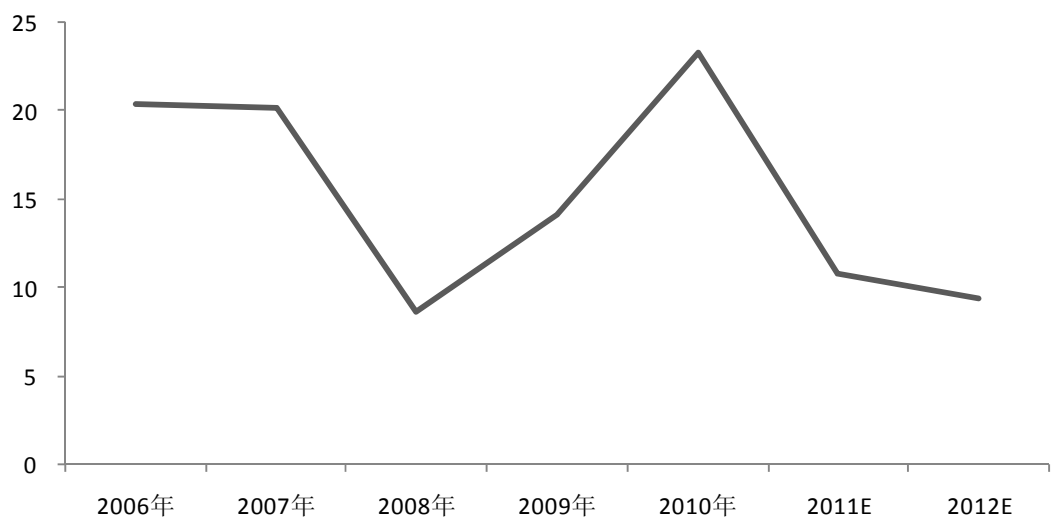
不考虑或有收益，我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元、0.25 元，对应 PE 分别为 26.4 倍、22.8 倍、20.1 倍。和安莉芳相比，公司的 PE 估值偏贵，但公司的内衣业务盈利能力较安莉芳高且增长稳定，因此不完全可比。且公司物业出租业务 RNAV 折合每股价值 8.5 元，为股价提供绝对安全边际。同时，公司分红稳定，近三年每年分 0.06 元，分红比例超过 30%。公司潜在的投资时点在于古今战略投资者的进入以及大股东商业资产的注入，考虑公司业绩历史表现稳定，目前股价具有安全边际，维持“推荐”评级。

图表14 公司历史及Wind预测PE变化 单位：倍



资料来源: wind、平安证券研究所

图表15 安莉芳控股历史及Bloomberg预测PE变化 单位：倍



资料来源: wind、平安证券研究所

3.2 风险提示

- 1、物业租赁纠纷带来的盈利损失；
- 2、新光数码的存货管理风险。

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 (%)	6.6%	6.0%	5.8%	5.6%
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 (%)	58.2%	58.6%	56.9%	54.9%
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	30.8	27.1	23.8	24.1
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	25.73	22.27	19.77
P/B	2.81	2.50	2.31	2.12
EV/EBITDA	10	10	9	8

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