

益民集团 (600824)

沐浴国企改革春风，借力资本运作平台

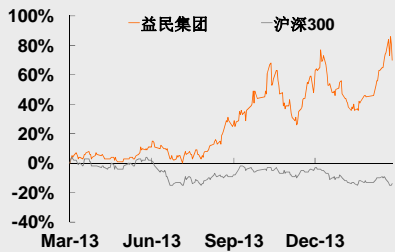
推荐 (首次)

现价: 6.33 元

主要数据

行业	平安商贸
公司网址	www.yimingroup.com
大股东/持股	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会/39.04%
实际控制人/持股	黄浦区国资委/39.04%
总股本(百万股)	878
流通 A 股(百万股)	878
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	55.6
流通 A 股市值(亿元)	55.6
每股净资产(元)	1.88
资产负债率(%)	29.8

行情走势图



证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

研究助理

林浩然

一般从业资格编号
S1060112080041
0755-22627559
linhaoran074@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

■ 内衣产业目前集中度偏低，实体店为销售主力渠道

中国内衣市场容量已超过 1000 亿元、复合增速超 20%，但市场集中度较小 (TOP10<10%)，2012 年仅有爱慕、古今等 7 个品牌销售额超过 10 亿元，1 亿元以下小品牌多达数百个。全球内衣网购渠道销售占比仅 1%，而品牌专卖店购买比例近 50%，由于线下渠道占据体验优势未来仍将发挥主力作用。

■ 打造完整内衣产业链，成立合资公司拟独家经销“维秘”

古今内衣 2012 年对收入及利润的贡献占比分别为 25.5%/74.2%，连锁网点数达 1625 个。公司建有上万平方米自有生产基地，开设 4 家定牌配套加工企业，从而打造完整内衣产业链。古今拟与麦思投资成立合资公司以独家经销“维秘”、Selmark 等品牌 (古今现金出资入股 35%，麦思投资以代理权及资产折价入股 65%)，以扩大古今品牌行业影响力，并优化古今产品设计、研发等环节效率。未来公司可依托自贸区政策优势，同更多国际品牌进行深层次合作。

■ 自有物业提供较强安全边际，珠宝业务目前仍属点缀

公司拥有自有物业超过 17 万平米，2012 年实现租金收入约 1.5 亿元、占总收入 5.8%；我们测算公司目前平均日租金水平约 4.3 元/平米，参照上海中高端购物中心首/二层单位租金水平 (30/20 元以上)、写字楼有效租金 (8 元/平米)，租赁业务贡献稳定现金流外，还有一定提租空间。按照淮海中路商业物业 6 万/平米、其余 5 万/平米测算，剔除净负债后公司重估价值达 72.6 亿元，相当于每股重估价值为 8.27 元、较现价高出 30%。

公司还经营“天龙宝凤”品牌黄金珠宝业务。根据公司网站，共计拥有 45 家网点 (直营 31 家)，2013 年实现营业收入约 12.8 亿。目前黄金珠宝业务对业绩贡献较轻，2012 年实现净利润约 900 万元、仅占当期净利润 6%。

■ 成立并购产业基金，积极向金融投资平台转型

公司近期与德同资本共同成立“德益消费升级产业基金”，目标规模 7.5 亿 (公司出资 2.36 亿、管理人德同资本出资 1400 万，向市场募集 5 亿)，以产业整合与并购重组等方式，投资消费及电子商务等新兴渠道企业。德同资本团队国际投资经验丰富，投资互联网信息技术 (梦芭莎等)、节能环保、医疗健康、制造及消费连锁五大领域，投资成功案例包括 91 手机助手、机锋网、无锡尚德等。

成立并购产业基金不仅将获得稳定现金分红，更可以利用德同资本资源优势及专业金融工具放大投资能力，推动公司向产业整合及创新投资平台转型，与现有各项业务产生良性协同效应，从而进一步提升品牌价值。

■ 受益沪版国企改革深化，或成国有资产整合平台

随着上海国企改革逐步深化，我们认为公司可能从三方面受益：1) 引入激励机制，改善费用结构。公司目前人工/“黑箱”费用率分别高达 8.3%/4.0%，均大幅高于行业均值 (5.0%/3.0%)，费用结构的改善将显著提升公司盈利能力。2) 引入战略投资者。通过多元化的股权结构和利益制衡机制，嫁接股东优质资产及客户资源，如与麦思投资成立合资公司拟独家经销“维秘”、Selmark 等国

际内衣品牌；3) 资源整合或产业并购。公司有望成为国企资源整合平台载体，并可经由并购基金推动产业并购及整合。

■ 预测 14/15 年 EPS 为 0.22/0.25 元，首次覆盖给予“推荐”评级

益民集团是上海国企改革受益标的，以“品牌内衣销售+商业物业出租”为主营业务架构。成立德益产业基金及控股东方典当帮助公司向金融投资领域转型，通过产业整合、并购重组等方式推动公司发展。我们看好公司在国企改革大背景下的积极转型，预测 13-15 年 EPS 分别为 0.19/0.22/0.25 元，对应 14 年动态 PE=29.3X，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示：国企改革进度低于预期；网购对内衣销售的冲击；商业物业到期后无法续租。

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,605	3,027	3,279	3,534
YoY(%)	19.1	16.2	8.3	7.8
净利润(百万元)	150	168	190	217
YoY(%)	10.3	12.3	13.0	14.1
毛利率(%)	27.3	25.1	25.0	24.8
净利率(%)	5.7	5.6	5.8	6.1
ROE(%)	9.7	9.8	10.0	10.2
EPS(摊薄/元)	0.17	0.19	0.22	0.25
P/E(倍)	37.2	33.1	29.3	25.7
P/B(倍)	3.0	3.2	2.9	2.6

正文目录

一、基本情况介绍与股权结构.....	5
1.1 公司基本情况及业务介绍.....	5
1.2 公司股权结构.....	5
二、内衣产业整体向好，“古今”打造完整产业链.....	6
2.1 内衣产业前景璀璨，未来集中度有待提升.....	6
2.2 打造完整内衣产业链，若独家经销维秘将提升品牌价值.....	8
三、自有物业提供市值安全边际，黄金珠宝业务仍属点缀.....	9
3.1 核心地段物业提供安全边际.....	9
3.2 黄金珠宝业务现阶段仍属点缀.....	11
四、积极向金融领域延伸业务.....	12
4.1 成立并购产业基金，推动业务结构调整与转型.....	12
4.2 收购东方典当行 42% 股权，继续拓宽并完善业务结构.....	13
五、受益沪版国企改革.....	14
六、盈利预测.....	15
七、风险提示.....	15

图表目录

图表 1	商业对公司收入贡献最大	5
图表 2	商业毛利率处于下降通道	5
图表 3	公司实际控制人为黄浦区国资委	6
图表 4	内衣行业整体处于竞争升级阶段	6
图表 5	中国内衣市场目前集中度极低	7
图表 6	各区域往往有各自主导品牌	7
图表 7	内衣品类的网购渗透率极低	7
图表 8	文胸是品牌内衣购买比例最高品类	7
图表 9	古今内衣营收增长及净利率	8
图表 10	古今内衣连锁网点不断增加	8
图表 11	“维秘”营业收入及增速	9
图表 12	“维秘”毛利率受经济周期影响明显	9
图表 13	“维秘”门店分布情况	9
图表 14	“维秘”门店面积及坪效	9
图表 15	益民集团现有物业资产超过 17 万平方米	9
图表 16	物业租赁业务收入及毛利率	10
图表 17	上海中高端购物中心租金水平（元/天/平米）	10
图表 18	上海甲级写字楼季度供应量（千平米）	10
图表 19	上海甲级写字楼净有效租金（元/天/平米）	10
图表 20	测算物业价值重估后每股价值 8.27 元	11
图表 21	天宝龙凤销售额及净利润（百万元）	11
图表 22	天宝龙凤连锁网点数	11
图表 23	德同资本投资组合主要分布在五大领域	12
图表 24	东方典当股权结构（收购后）	14
图表 25	东方典当组织架构	14
图表 26	人工费率高于行业平均	15
图表 27	“黑箱”费率高于行业平均	15

益民集团是上海国企改革受益标的，以“品牌内衣销售+商业物业出租”为主营业务架构，拟独家经销维秘等国际内衣品牌将有效提升古今品牌市场影响力。公司成立德益产业基金及控股东方典当成功转型创新投资平台，将通过产业整合、并购重组等方式极大推动公司扩张，与现有品牌产生良性协同效应。公司拥有自有物业超过 17 万平米，重估值后每股价值 8.27 元、较现价高出 30%。

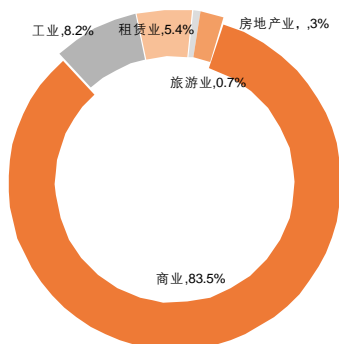
一、基本情况介绍与股权结构

1.1 公司基本情况及业务介绍

益民集团于 1993 年由卢湾区国营企业益民百货改制为股份有限公司，成立 15 年来经营业务由传统百货零售经营调整发展为专业特色连锁商业、房地产业、酒店业等多种经营业态。公司旗下拥有近二十家子公司，并拥有众多上海著名品牌资源，如古今内衣、天宝龙凤等。截至 2012 年底，古今公司网点总数达 1625 家，天宝龙凤公司网点总数达 50 家。同时，公司管理着大量以淮海路地段为主的优质商业物业，如柳林大厦、新歌商厦、上海巴黎春天商厦、嘉丽都商厦、金雁坊娱乐总汇、上海莘庄厂房等，商业地产业务结合商业结构调整稳步推进。

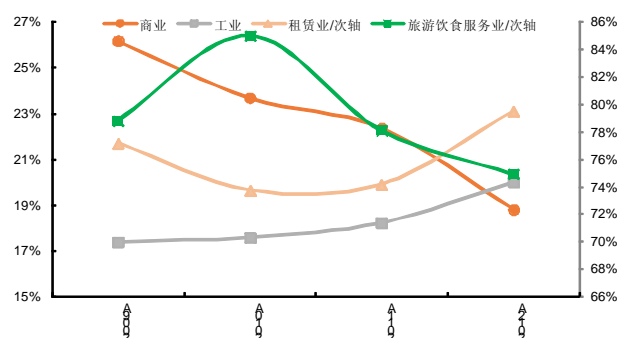
从收入结构来看，以内衣+黄金珠宝为主打品类的商业业务占据绝大部分（其中“古今”品牌内衣销售是公司的主要盈利来源，2012 年净利润占比达 73%），而工业、物业租赁、地产及旅游餐饮等业务贡献率不足 20%；从毛利率上来看，由于金价的波动，整体商业的毛利率从 2010 年开始进入下降通道，而受益于核心地段物业的稀缺性租赁业毛利率逆势上扬。

图表1 商业对公司收入贡献最大



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 商业毛利率处于下降通道



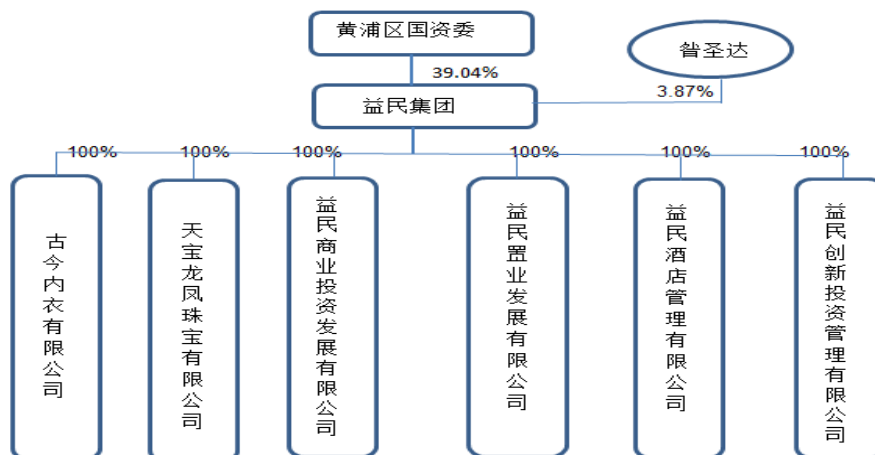
资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 公司股权结构

公司原控股股东为上海市卢湾区国资委，2011 年 6 月黄浦区、卢湾区合并为新黄浦区，公司控股股东变更为黄浦区国资委，直接控股 39.04%。黄浦区下属商业公司主要有老凤祥、新世界、益民集团、豫园商城等。黄浦区国资委主要有两大上市商业平台：益民集团和新世界。新世界主要在南京东路，淮海路商业物业主要被益民集团和淮海商业集团所持有，其中淮海商业总公司在淮海路拥有 9 万平米商业物业，随着上海国企改革推进，同区位同类资产整合力度有望加强。

公司第二大股东是自然人晁圣达，截至三季度末已持有 3399 万股份（占总股本的 3.87%），根据公司定期报告披露的股权变化数据，粗略测算晁先生购入股价中位数为 4.57 元。晁先生为江苏综艺集团、江苏综艺股份有限公司董事长、总经理。晁圣达先生致力于国产电脑芯片可开发全球新能源产业，2012 年福布斯中国富豪榜单第 63 位，并入围 2013 胡润全球富豪榜，个人资产达 120 亿元。晁圣达早期专注于 IT 领域投资，曾投资 8848 网站、洋河股份等，曾荣获“全国劳动模范”、第九届“中国十大杰出青年”、“中国十优秀乡镇企业家”等，并当选中共“十六大”代表。

图表3 公司实际控制人为黄浦区国资委



资料来源：公司年报，平安证券研究所

二、内衣产业整体向好，“古今”打造完整产业链

2.1 内衣产业前景璀璨，未来集中度有待提升

作为“最贴近消费者”的服装品类，内衣按照需求主要分为六大品类：文胸、内裤、家居服、保暖内衣、塑身内衣以及情趣内衣，其中文胸占据内衣消费的60%以上。根据尚道营销发布的《中国内衣行业研究报告》，目前中国内衣市场销售额已经超过1000亿元，且仍然以超过15%的复合增长率发展。现阶段中国内衣产业充分享受着经济发展和消费升级所带来的消费增量，经过日用品模式、保健品模式、时装模式三次洗牌，产业环境日趋理性。

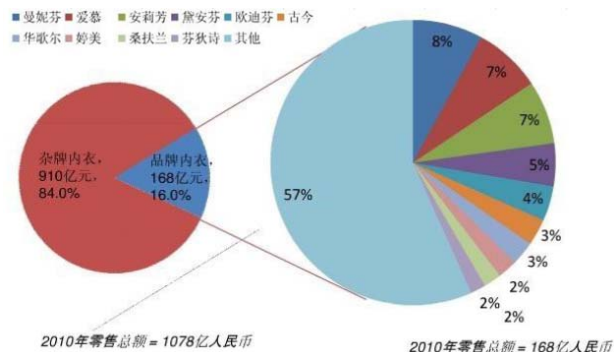
内衣行业在中国发展约20年时间，从发展阶段上看仍处于竞争升级初级过程。内衣行业属于劳动密集型产业，行业壁垒较低但同时毛利率相对较高，因而吸引了众多中小企业涌入市场。目前中国整体内衣市场仍然呈现零散型产业结构，集中度较低且无绝对领导品牌，行业整合空间巨大。从2012年来看，仅有爱慕、黛安芬、古今等七个品牌销售额超过10亿元，而销售额在1亿元以下的区域小品牌则超过百个。

图表4 内衣行业整体处于竞争升级阶段



资料来源：《中国内衣行业研究报告（尚道营销）》，平安证券研究所

图表5 中国内衣市场目前集中度极低



资料来源：尚道营销，平安证券研究所

图表6 各区域往往有各自主导品牌



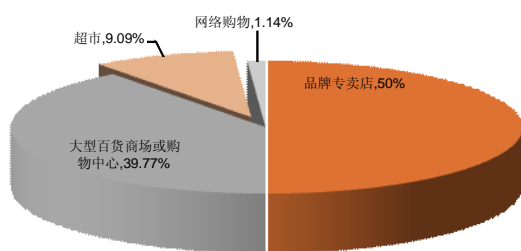
资料来源：尚道营销，平安证券研究所

作为贴身衣物，消费者往往对内衣的材质、款式、尺码等方面有较高的要求，而由于网购不能提供体验感因此在渠道占比中仍处较低水平。根据国际内衣网的数据，网购渠道占行业整体的销售占比仅 1% (2012 年网购对服装品类整体的渗透率达 14.3%)，而在品牌专卖店渠道购买比例超过 50%。分品类来看，文胸则在品牌内衣中购买比例最高达 85% 以上。我们判断，随着内衣行业规模的不断发展，品牌化将成为内衣消费的主流趋势，而具备线下体验优势的品牌专卖店、购物中心等实体渠道将继续发挥主力作用。

根据《中国内衣市场投资分析及前景预测报告》数据，内衣行业未来几年仍将保持 15% 以上的增长速度，主要原因有：

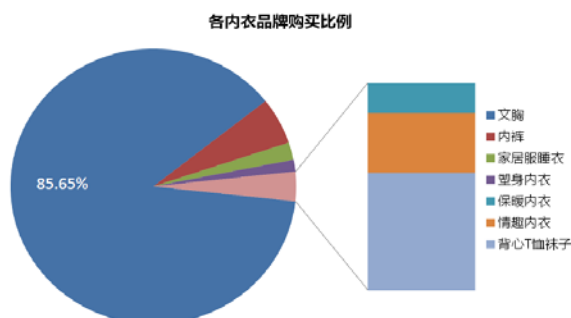
- 1、中产阶级人群的扩大。未来 10 年中产阶级将达到 1.4 亿，在中国服装消费增量中占比达 30%；
- 2、随着全民收入水平的提升，人均服装消费金额将得到提升。
- 3、城镇化的推动。目前城镇、农村的服饰消费存在巨大差距，根据测算城市化率每提高一个百分点，将带来超过 100 亿元的消费增量，而内衣消费将享受此消费升级过程。

图表7 内衣品类的网购渗透率极低



资料来源：国际内衣网，平安证券研究所

图表8 文胸是品牌内衣购买比例最高品类



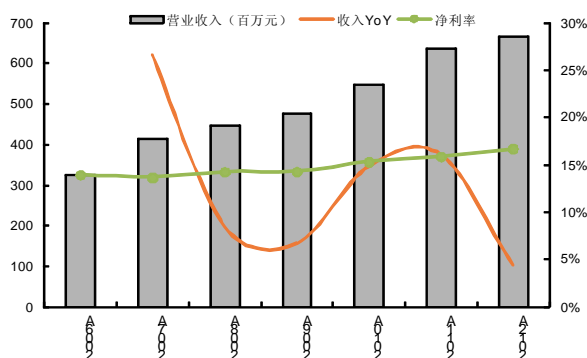
资料来源：淘宝网，平安证券研究所

2.2 打造完整内衣产业链，若独家经销维秘将提升品牌价值

古今内衣是业内唯一被授予“中华老字号”的企业，其业务涵盖设计、生产、销售（批发/零售）多个环节，从而打造整体内衣产业链，是公司收入及利润的主要贡献力量。经过多年的经营发展古今销售网络日益完善，截至 2012 年报连锁网点数已经达到 1625 家，其中一半左右为自营。受益于品牌影响力的扩大和销售网络的完善，近五年古今内衣保持了 10% 以上的收入复合增长率。除经营古今品牌外，公司还代理华歌尔、漫多姿等其他品牌。2012 年古今内衣销售额约 6.65 亿元，终端销售额超过 14 亿元，其中自营约占一半。

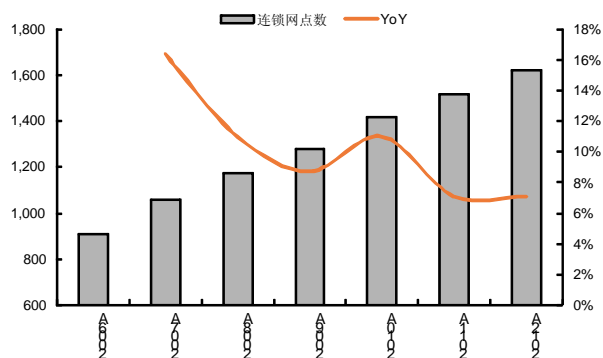
公司坚持通过研发设计提升产品定位，以保证较高的净利率水平（2012 年古今内衣净利率达 16.7%）；同时公司在上海建有上万平方米的自有生产基地，并在浙江萧山、嘉兴、广东南海等地开设 4 家定牌配套加工企业，自行设计、生产品牌内衣及其延伸产品，形成了集产品研发、生产基地、市场开发、营销管理、批发配送、财务信息等 6 大中心的现代企业管理架构，产业链的延伸更利于突出古今品牌设计的溢价，从而获得高回报率。

图表9 古今内衣营收增长及净利率



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表10 古今内衣连锁网点不断增加



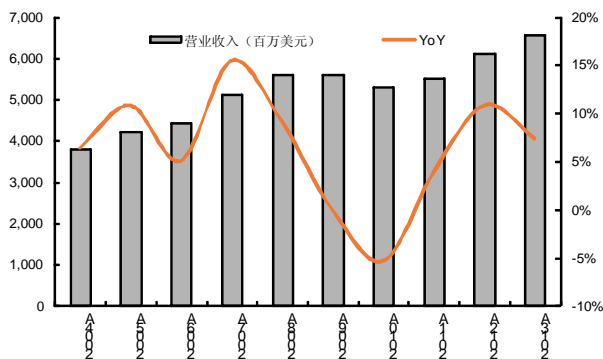
资料来源：公司年报，平安证券研究所

此外，公司积极引入战略合作方谋求转型，并提升古今品牌价值。2014 年 2 月，公司公告子公司古今内衣集团与上海麦司投资管理有限公司达成合作意向，双方拟设立合资公司以独家经销中国区“维多利亚的秘密”、Selmark 等品牌内衣，麦斯公司以相关品牌代理权及资产评估后折价入股 65%，古今集团拟以现金方式出资入股 35%，合资公司将在上海自贸区注册。

我们认为古今内衣拟获得维多利亚的秘密、Selmark 品牌的中国区独家经销权具有重要意义。首先，双方以股权形式进行合作，获得国际高端内衣品牌的独家经销，有利于扩大古今内衣在行业内的品牌影响力；其次，与国际品牌合作有利于改善古今内衣产品设计、研发等环节，推动公司高端内衣品牌的销售；再次，新子公司在自贸区注册，未来可能将继续依托自贸区政策优势，同更多国际品牌进行更深层次合作，进一步丰富完善内衣产业链。

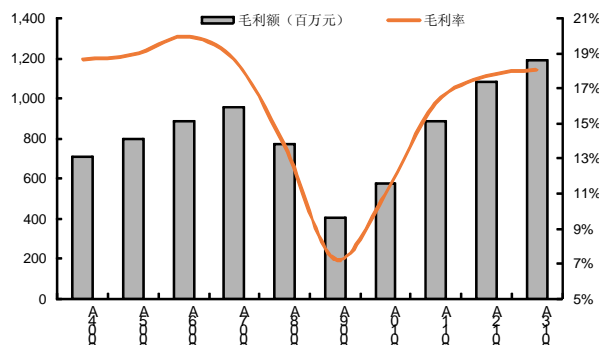
维多利亚的秘密于 1977 年创建于在美国旧金山。1982 年，维多利亚的秘密品牌以四百万美元卖给 The Limited，同时扩大了品牌的售卖产品，如鞋、晚礼服、香水等。90 年代初期，维多利亚的秘密就成为全美最大的、超过 10 亿美元年销售额的女式内衣零售商。维多利亚的秘密为中高端定位，风格成熟性感。旗下品牌 PINK 则是以青春的设计风格主攻年轻消费群体。同时，维多利亚的秘密注重科技研发，创造性地引进了新材料、新产品生产线，如“第二层皮肤缎面”。今后，维多利亚的秘密计划每年开发一种新式产品，影响着全球 30 亿女性的内在美学。

图表11 “维秘”营业收入及增速



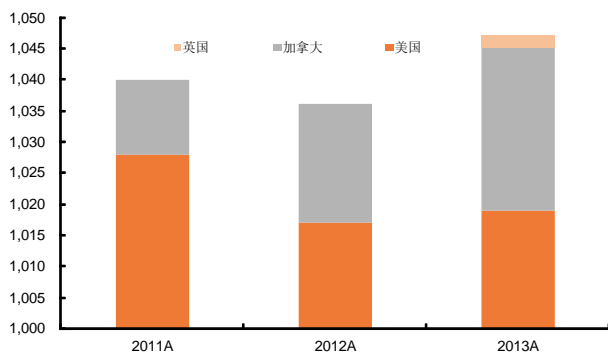
资料来源: bloomberg, 平安证券研究所

图表12 “维秘”毛利率受经济周期影响明显



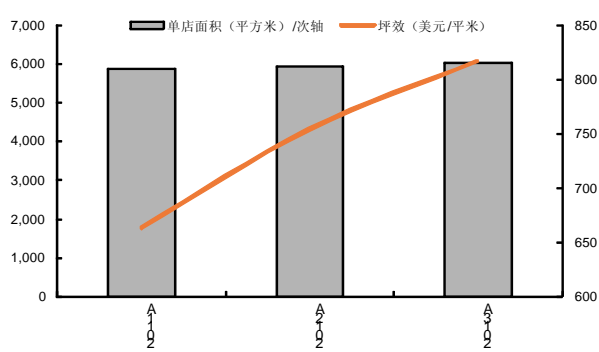
资料来源: bloomberg, 平安证券研究所

图表13 “维秘”门店分布情况



资料来源: bloomberg, 平安证券研究所

图表14 “维秘”门店面积及坪效



资料来源: bloomberg, 平安证券研究所

三、自有物业提供市值安全边际，黄金珠宝业务仍属点缀

3.1 核心地段物业提供安全边际

物业出租是公司的另一项主营业务。公司目前合计拥有 17 万平物业，其中淮海路 9 万平米，主要为商铺、写字楼或酒店等，此外公司在莘庄和浦东拥有约 7.5 万平米工业厂房，其中莘庄厂房用于出租，浦东厂房生产古今内衣。2012 年物业租赁业务为公司带来 1.5 亿元收入，约占总收入的 5.8%；实现毛利额 1.2 亿，占比达 16.8%。

益民集团于若干年前开始建造或低价收购了大量核心商圈商业物业，随着房地产价格不断攀升，核心商圈物业价值将进一步凸显。上海商业物业租金持续走高，2013 年四季度中高端购物中心首层、二层日租金分别超过 30/20 元/平米，整体较三季度环比增长 5.6%；写字楼有效日租金水平约 8 元/平米。根据年报披露的物业基本实现满租测算，公司目前平均物业租金水平约 4.3 元/天/平方米，低于市场平均水平。考虑到公司所属商业物业租约将陆续到期，我们认为租金水平有较大提升空间。

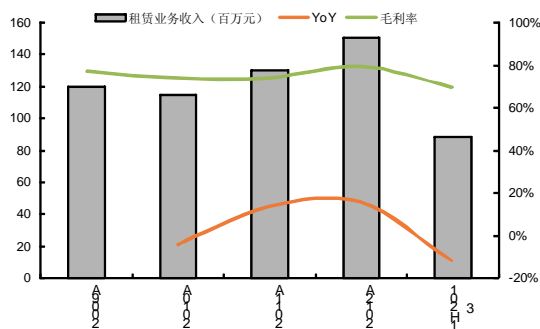
图表15 益民集团现有物业资产超过17万平方米

	开业时间	面积 (平方米)	物业属性	位置	业态
巴黎春天商厦	1995	22487	自有	淮海中路	百货
柳林大厦	2009	40590	自有	淮海中路	百货

	开业时间	面积 (平方米)	物业属性	位置	业态
新歌商厦	-	6600	自有	淮海中路	百货
嘉丽都商厦	-	6991	自有	淮海中路	百货
益民商厦	1994	5990	自有	淮海中路	百货
金辰大酒店	1998	7000	自有	淮海中路	酒店
海兴广场	1999	2500	自有	瑞金南路	购物中心
金雁坊娱乐总汇	2001	5800	自有	雁荡路	写字楼
浦东厂房	-	25000	自有	浦东	工业厂房
莘庄厂房	-	48000	自有	莘庄	工业厂房
上海钟表店及其它		10000	自有		
合计		180958	自有		

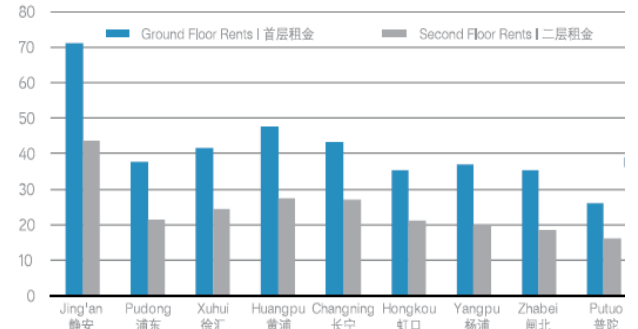
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 物业租赁业务收入及毛利率



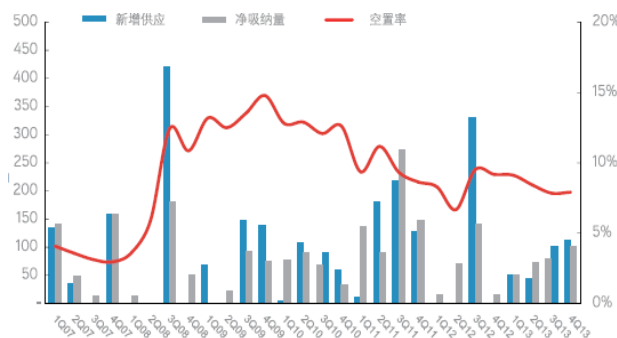
资料来源：wind，平安证券研究所

图表17 上海中高端购物中心租金水平(元/天/平米)



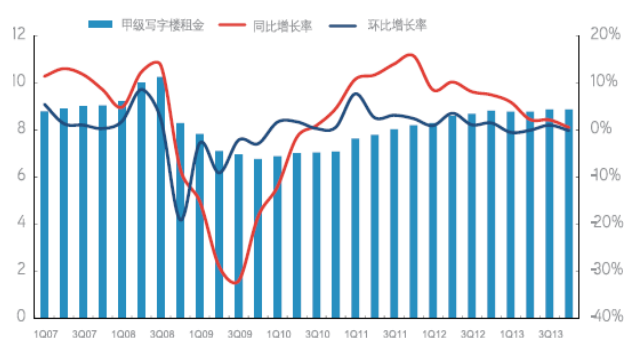
资料来源：高力国际，平安证券研究所

图表18 上海甲级写字楼季度供应量 (千平米)



资料来源：高力国际，平安证券研究所

图表19 上海甲级写字楼净有效租金 (元/天/平米)



资料来源：高力国际，平安证券研究所

大量的自有商业物业不仅给公司带来稳定的租金收入，也给公司价值带来足够的安全边际。我们用RNAV对公司旗下商业物业进行了粗略重估。其中淮海路商业物业给予6万元/平方米的重估单价，其余商业5万元/平方米，而莘庄及浦东的厂房分别给予1.5万和2万元/平方米。据此测算，公司自有物业的市场价值超过75亿元。剔除净负债（短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债）后，公司自有物业重估后价值仍达72.6亿元，相当于每股重估价值为8.27元（较现价高出27.8%）。

图表20 测算物业价值重估后每股价值8.27元

物业位置	面积 (万平方米)	假设单价 (万元/平方米)	重估值 (亿元)
淮海路商业	8.97	6.0	53.82
其它商业	1.83	5.0	9.15
莘庄厂房	4.8	1.5	7.2
浦东厂房	2.5	2.0	5
物业总估值			75.17
净负债			-2.54
重估值			72.63
股本 (亿)			8.78
重估后每股价值 (元)			8.27

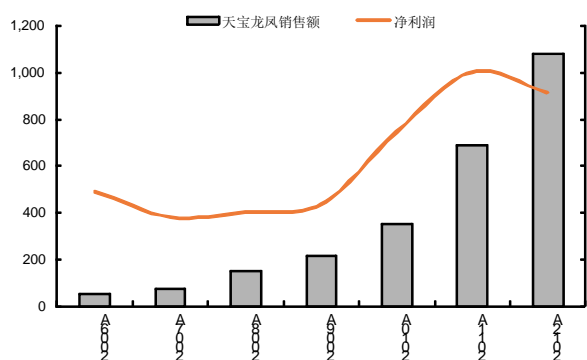
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 黄金珠宝业务现阶段仍属点缀

天宝龙凤金银珠宝有限公司始创于上世纪三十年代，2003年5月为拓展“天龙宝凤”品牌的黄金、珠宝、钻石经营业务，在母公司益民集团主持下实施增资重组。近年来，天宝龙凤不断谋求差异化发展，实施错位竞争战略，努力开拓终端消费市场。根据公司网站数据，2013年天宝龙凤实现销售额15亿元，拥有直营门店（专柜）31家，加盟网点10家，另有4家特许经营专柜。

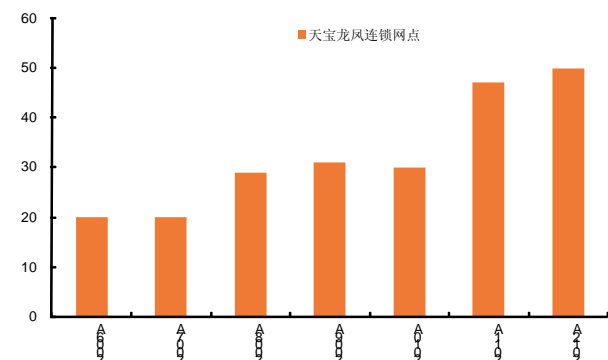
目前黄金珠宝业务对公司利润贡献较小。由于主要以黄金产品销售为主且市场占有率不足，品牌优势不突出使得业务净利率受金价影响而持续走低，近年来虽然销售规模扩大但净利润很难同步提升。2012年天龙宝凤实现净利润约900万元，同比下降8.9%，仅占当期净利润的6%。综合来看，黄金珠宝业务对公司更大的贡献来自收入端。

图表21 天宝龙凤销售额及净利润 (百万元)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表22 天宝龙凤连锁网点数



资料来源：公司年报，平安证券研究所

四、积极向金融领域延伸业务

4.1 成立并购产业基金，推动业务结构调整与转型

为加快推动公司产业结构调整 and 转型发展，培育公司在商业领域新增长点，公司与德同（北京）投资管理有限公司共同发起设立“德益消费升级产业基金”，基金目标规模 7.5 亿元，公司作为基石投资人出资 2.36 亿元，基金管理人德同资本出资 1400 万元，并向市场配套募集 5 亿元。德益消费升级产业基金将利用德同资本的资源优势及各种金融工具放大公司投资能力，以产业整合与并购重组等方式，专注于投资消费连锁行业和电子商务及其他新兴渠道的消费类企业，以及收购海外知名或有特色的消费连锁品牌整合后发展国内业务。

德益基金存续期为 5 年，其中前 2 年为投资期，后 3 年为项目回收期，存续期满后可投票表决是否将存续期限延长一至两年。德益基金成立后，由德同资本提供日常运营及投资管理服务，以及投资项目的筛选、立项、行业研究分析、尽职调查、资源整合优化、投资项目管理及推出等。双方将成立专门的投资与退出决策委员会，负责对德益基金的项目投资与退出变现事项作出决策。投资决策委员会由 4 名成员组成，其中德同资本委派 3 名，益民集团委派 1 名。

德同资本是一家专注于投资中国企业的风险投资基金，针对消费、科技、传统行业和能源/清洁能源领域里的不同阶段进行投资，搜寻市场机遇，拥有优秀的管理团队和清晰的运营模式。目前管理资金超过 60 亿元，与美国沃尔玛创始人沃顿家族的投资实体 Madrone Capital 联系密切，在投资界有良好声誉，投资组合涉及节能环保、先进制造、消费连锁、信息科技和医疗健康等诸多方面，投资成功案例包括 91 手机助手、机锋网、无锡尚德等（信息来自德同资本公司网站）。

德同资本的团队由中美两国有着丰富的国际投资和运作经验的专家组成。合伙人曾经是诸如尚德电力，讯龙科技（新浪收购），Billpoint（eBay 收购）和银联电子支付（中国银联收购）等著名企业的早期投资人或创业者。凭借在上海、北京、香港、苏州和美国硅谷职业团队，德同资本融合了丰富的经验、资源和人脉。

我们认为，共同成立产业基金对益民集团来说绝不仅仅是较为稳定的分红回报，更大的意义在于通过与德同资本的合作，益民集团可以利用其资源优势及专业金融工具放大公司投资能力，成为产业并购整合及创新领域投资平台。利用产业整合、并购重组等方式，推动公司在消费零售行业的扩张，并可能与公司现有各项业务产生良性协同效应

图表23 德同资本投资组合主要分布在五大领域

公司名称	备注
互联网信息技术	
91 无线	中国领先的移动互联网平台开发商及运营商。
康普	面向美国市场的 B2C 公司，主要产品是中国制造。
汉鼎	为拟上市公司提供上市咨询和数据资讯服务以及在此基础上拓展一级市场数据服务，是目前国内最大的 IPO 咨询服务机构。
乐淘	中国最大的网上鞋城，销售各大品牌的运动鞋、皮鞋等。
机锋	为用户提供第一手的 Android 硬件、软件及技术分享信息。
梦芭莎	梦芭莎是国内领先的女性时尚电子商务企业。
海润影视	海润影视为中国最大的民营电视剧制作公司，代表作品《亮剑》、《血色浪漫》、《重案六组》、《永不瞑目》等。
酷 6 网	中国领先的原创视频门户之一，致力于发展用户原创视频内容和用户原创广告业务。
节能环保	
旭阳焦化	最大的煤化工产品供应商之一，旭阳焦化也是中国最大的焦炭供应商。
华丽环保	中国领先的生物塑料材料生产商

公司名称	备注
洁驰科技	目前国内最大的工业废液的金属在线回收设备的设备制造商。拥有国内 PCB 产能最大的企业如瀚宇博德、富士康、深圳五洲集团等企业作为其客户。
美国石油钻采系	国内领先的“井口采油树”以及相关石油、天然气勘探开采设备和工具的生产商之一。
奥瑞安能源	国内领先的煤层气多分支水平井钻井项目和排采服务商。也是国内煤层气开发及井下瓦斯抽放的技术领导者。
喜瑞能源技术	开发一种下一代的薄膜太阳能电池解决方案，直接在玻璃衬底上制造多晶硅太阳能电池以实现高的光电转换效率和低成本。
中天环保	目前主要运营危险废弃物的收运处置及电子废弃物回收处理项目。
海洋石化	主要从事液化石油气(LPG)的加工和高效利用。公司已收购优质资产枫林实业。
北京普能世纪科	专注于新型大容量储能产品——钒电池的技术研发与商业化应用
明阳风电	致力于高压大功率智能电器、节能新能源、高低压输配电设备、特种变压器等电网输电设备的
先进制造	
爱司凯机械设备	集研发、制造、专业服务和材料供应于一体的大型高新技术印前企业集团。
重庆川仪	国内规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合性自动化仪表制造企业。
中窑窑业	中国陶瓷窑炉装备的龙头企业
华富储能	研发、生产和销售阀控式密封胶体蓄电池和后备电池
吉山光电	从事 LED 光源、LED 电源及 LED 照明系统研发、生产、销售
山东银鹰	世界最大的棉浆粕生产企业和国内最大的出口浆生产企业
新竹集团	中国消防产业 30 强企业之一
消费连锁	
卡帝乐鳄鱼	以男装为核心业务的亚洲著名的高品质服饰品牌，在全国已经拥有超过 1850 家各类专卖店。
北方汽修	国内最大的汽车维护和修理职业培训学校，现有 13 个分校和超过 10 万名毕业生。
飞远配送	主要服务于电视购物、网络购物等 B2C 企业，提供专业的物流配送服务。
广汇汽车	广汇汽车服务股份有限公司是中国汽车销售及后市场服务领域的龙头企业。
城市魔方	城市魔方目前在中国提供连锁经营公寓租赁服务，致力于成为国内连锁服务式公寓龙头企业。
天才宝贝	天才宝贝为三到六岁的儿童提供早期教育服务。
来伊份	国内规模领先的休闲食品直营连锁机构，目前已经在全国范围内开设直营连锁店超过 2000
医疗健康	
山东步长制药	集医药研发、生产、销售为一体，跨越医药和医疗服务产业的高科技健康产业集团。
诺尔康	致力于成为世界领先的神经电子产品供应商的高科技企业。公司目前主要从事多通道人工电子耳蜗系统的研发和生产。
罗益生物制药	专注于人用疫苗的研发和生产。
希力药业	生产销售中成药和原料药提取(国家限制的品种除外)的制药企业。
重庆博腾制药	主营业务为创新药的定制研发和生产。
普爱	专业从事医学 X 射线影像设备的研发、生产、销售。
天圣制药	主营基药生产，以重点产品为核心、以基本药物为基础、以医药流通为渠道。

资料来源：德同资本本公司网站，平安证券研究所

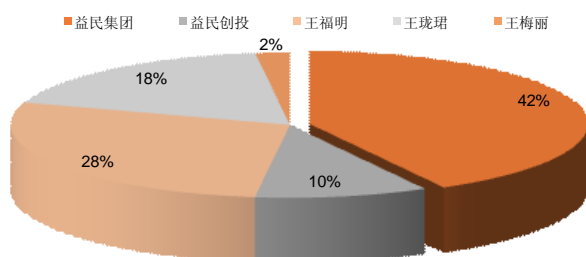
4.2 收购东方典当行 42%股权，继续拓宽并完善业务结构

典当是指当户将其动产、财产权利作为当物质押或者将其房地产作为当物抵押给典当行，交付一定比例费用，取得当金并在约定期限内支付当金利息、偿还当金、赎回当物的行为。为改善公司业务结构，培育和打造新兴业务板块，公司收购了东典投资有限公司持有的上海东方典当有限公司 42%

股权，收购对价为 6258 万元。收购完成后，益民集团将合计持有东方典当 52% 的股权，东方典当将成为控股子公司。随后公司对东方典当增资 5000 万，增资后公司合计持有东方典当 76% 股权。

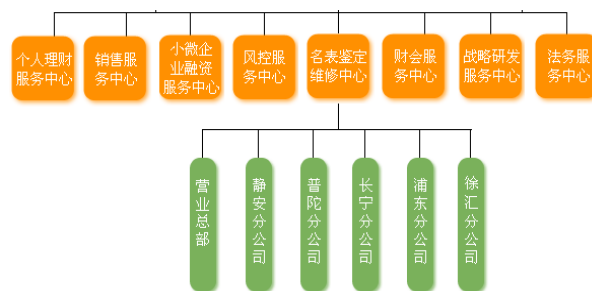
东方典当七年来以“中小企业融资绿色通道”为企业市场定位，以专业融资、特色理财为服务定位，先后开创了九大融资宝特色业务，并开发了独创的“东典融资一卡通”等多项融资服务项目。“东典模式”的核心内容在于“融资模式大突破，闲置资产大流通”，这成为广大消费者、媒体、行业对东方典当乃至整个行业的共识，并完全颠覆了传统典当的固有形象。典当作为“实物银行”，作为一种必不可少的融资途径，为越来越多的人所接受和认同。公司至今已累计发放当金近 62 亿元，向国家缴纳各项税收 2850 万元。2005 年至今，上海东方典当有限公司五家分公司相继开业。

图表24 东方典当股权结构（收购后）



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表25 东方典当组织架构



资料来源：公司网站，平安证券研究所

五、受益沪版国企改革

十八届三中全会《决定》明确了要积极发展混合所有制经济、推动国有企业现代企业制度的完善、进一步深化国企改革，并准确界定了不同国有企业的功能，提出应放开竞争性业务，加大对公益性企业的投入，推进公共资源配置市场化。

上海是仅次于北京的国有资产重镇，具有较强的经济与资金优势、人才市场优势和产业基础优势，有望成为本轮国企改革的领头羊和标杆。上海的国企改革目标提出要明确划分国资的功能定位，建成统筹协调分类监管的国资监管体系，将国资委系统 80% 的国资集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业，推行职业经理人制度和股权激励。零售业作为充分竞争性行业，本轮改革明确了将以市场为导向、净利润最大化为主要考核目标。在此背景下，竞争力较强的公司则有望成为整体上市、资产注入、兼并收购等平台。

从历史经验和最近案例来看改革路径，我们认为益民可能从以下三方面受益：

1、引入激励机制，改善费用结构。

从历史经验来看，老的国有企业体制往往导致零售公司股权结构不顺、管理层缺乏激励、冗员较多等问题。而一旦体制问题得到解决，跑冒滴漏、冗员等问题将得到有效改善，利润提升空间很大。从费用结构来看，益民集团目前人工费用率（员工薪酬+其它劳动报酬+借用人员费用）高达 8.3%，明显高于百货业平均值的 5.0%；“黑箱”费用率达 4.0%，而同行业的港股百货公司此项费用仅 1% 左右。值得关注的是，2010 年起公司费用率已经进入下行通道（两年下降 4.2 个百分点），费用率下降将明显改善公司盈利状况。

2、引入战略投资者。

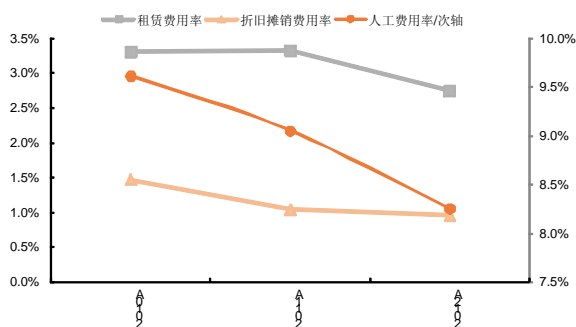
通过引入战略投资者，实现多元化的股权结构和利益制衡机制，嫁接股东的优质产业和客户资源。古今内衣集团近期与麦思投资公司在上海自贸区成立合资公司，拟独家经销维多利亚的秘密、Selmark 等品牌内衣，未来公司可能将继续通过这种方式获得客户资源，并不断优化公司治理机构，加快产业结构升级，增强自身竞争力和创新能力，从而获得可持续发展。

3、推动资产整合或产业并购。

同一控制人旗下的国有商业资本可能走向整合，这一方面有利于解决同业竞争问题，另一方面具备竞争优势的国企可能成为产业发展的平台载体。从这个角度看，黄浦区国资委旗下淮海商业集团持有数万平米商业物业，未来有望注入益民集团。

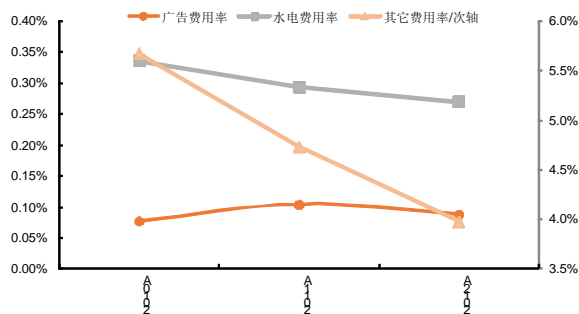
上市公司并购基金以产业整合需求为指导，对横向或纵向标的的资产的收购、整合、重组及运营，并以向上市公司出售为退出方式，有望成为国企改革资产资本化的重要载体，基金设立过程中，若将管理层一并纳入并购基金的设立出资方，也是变相实现激励的手段。益民集团近期设立“德益消费升级产业基金”，未来公司可能利用德同资本的资源优势及其专业金融工具放大投资能力，以产业整合与并购重组等方式，投资消费连锁行业和电子商务及其他新兴渠道。

图表26 人工费率高于行业平均



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表27 “黑箱”费率高于行业平均



资料来源：公司年报，平安证券研究所

六、盈利预测

益民集团是上海国企改革受益标的，以“品牌内衣销售+商业物业出租”主营业务架构。成立德益产业基金及控股东方典当帮助公司成功转型创新投资平台，通过产业整合、并购重组等方式将极大推动公司扩张，并与现有品牌产生良性协同效应。公司自有物业超过 17 万平米，为公司价值提供足够安全边际。未来随着国企改革进程推进，黄埔国资委旗下淮海商业集团 9 万平米物业存在注入预期。我们看好公司在国企改革大背景下向金融投资平台的积极转型，预测 13-15 年 EPS 分别为 0.19/0.22/0.25 元，现价对应 14 年动态 PE 估值约 29.3X，首次覆盖给予“推荐”评级。

七、风险提示

- 1、国企改革进度低于预期；
- 2、网购对内衣销售的冲击；
- 3、商业物业到期后无法续租

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	970	1070	1169	1201
现金	155	151	197	177
应收账款	35	21	23	25
其它应收款	29	30	33	35
预付账款	75	68	74	80
存货	672	794	836	877
其他	6	6	7	8
非流动资产	1391	1555	1640	1862
长期投资	53	53	53	53
固定资产	164	319	438	645
无形资产	29	20	5	5
其他	1144	1164	1144	1159
资产总计	2361	2625	2809	3064
流动负债	706	800	791	826
短期借款	490	553	531	553
应付账款	53	68	74	80
其他	162	179	186	193
非流动负债	98	98	98	98
长期借款	50	50	50	50
其他	48	48	48	48
负债合计	804	898	889	924
少数股东权益	8	11	13	16
股本	732	878	878	878
资本公积	136	136	136	136
留存收益	681	703	893	1110
归属母公司股东权益合计	1557	1728	1920	2139
负债和股东权益	2361	2625	2809	3064

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	60	206	281	317
净利润	152	168	190	217
折旧摊销	70	75	95	103
财务费用	34	32	33	33
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-160	-72	-41	-39
其它	-37	2	3	3
投资活动现金流	-16	-240	-180	-325
资本支出	-160	-240	-180	-325
长期投资减少	0	0	0	0
其他	144	0	0	0
筹资活动现金流	-140	31	-55	-12
短期借款增加	60	63	-22	22
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-200	-32	-33	-33
现金净增加额	-97	-3	45	-20

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2605	3027	3279	3534
营业成本	1894	2267	2459	2658
营业税金及附加	51	61	66	71
营业费用	236	251	266	276
管理费用	188	197	207	212
财务费用	34	32	33	33
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	204	219	249	285
营业外收入	6	10	10	10
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	208	227	257	293
所得税	56	57	64	73
净利润	153	170	192	219
少数股东损益	3	2	3	3
归属于母公司净利润	150	168	190	217
EBITDA	310	347	385	450
EPS (元)	0.17	0.19	0.22	0.25

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入%	19.1	16.2	8.3	7.8
营业利润%	4.2	7.2	13.5	14.5
净利润%	10.3	12.3	13.0	14.1
获利能力				
毛利率%	27.3	25.1	25.0	24.8
净利率%	5.7	5.6	5.8	6.1
ROE%	9.7	9.8	10.0	10.2
ROIC				
偿债能力				
资产负债率%	34.0	34.2	31.6	30.2
净负债比率%	67.2	67.2	65.4	65.3
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	13.3	27.0	37.1	37.1
应付账款周转率	9.0	9.3	8.7	8.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.19	0.22	0.25
每股经营现金流	0.1	0.2	0.3	0.4
每股净资产	2.1	2.0	2.2	2.4
估值比率				
P/E	37.2	33.1	29.3	25.7
P/B	3.0	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	17.9	17.0	18.2	16.3

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

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 2014 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257