

益民集团 (600824)

——多元化发展，谋取成长路径

长路径

摘要

益民集团以上海国企改革为受益标的，以“品牌内衣销售+商业物业出租+积极布局金融投资领域”为主要看点。

益民集团全资子公司古今内衣稳步发展，预计 2014 年网点数达 1700 家，年销售额将达到 7.2 亿元，净利润达到 1.2 亿元。

益民集团管理 18 万平米以淮海路地段为主的优质商业物业，淮海路商业街平均物业水平 4.43 元/天/平米，租金明显低于市场价格，预计未来提租会给公司带来丰厚收益。

公司与德同资本合作成立产业基金，公司通过收购股权、注资等方式持有 76% 东方典当股权，有望借力金融资本，实现盈利水平提升。

盈利预测和投资评级

结合公司最新的业绩表现，预测公司 2014-2016 年实现营业收入较快增长基础上，净利润将实现更快速增长，每股收益分别达到 0.21、0.38 和 0.43 元。给予公司“增持”评级。

投资风险

经济持续低迷，内衣销售受到较大程度影响；金价大幅下跌，从而产生较大幅度存货减值损失；国企改革低于预期；PE 并购资金不到位及找不到可投标的；商业物业到期后无法续租。

深度报告

编辑：杜新强

电话：0311-66006339

执业证书：S0400512030001

报告日期：2014-03-25 星期二

600824 [益民集团] 评级：买入

主要数据

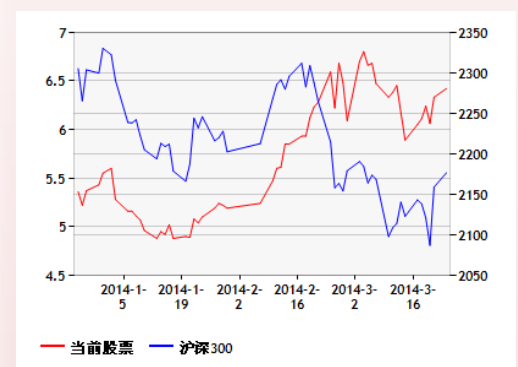
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------|---------------|-----------|-----------|
| | 0.13/0.04 | 0.28/0.07 | 0.45/0.16 |
| 总股本 | 878355894.000 | | |
| 流通 A 股 | 878355894.000 | | |
| 近 3 月日均成交量 | 10520972.444 | | |

主要股东

| | |
|-------------------|-----------|
| 上海市黄浦区国有资产监督管理委员会 | 39.040414 |
| 曾圣达 | 4.325126 |
| 沈宇清 | 0.999052 |

股价表现



公司动态

| | |
|------------|-------------------------|
| 2014-03-14 | 益民集团(600824)暂缓代理维多利亚的秘密 |
| 2014-02-26 | 益民集团(600824)牵手维多利亚的秘密 |

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 股权结构和主要看点..... | 3 |
| 2. 经营状况分析..... | 4 |
| 3. 古今内衣拓宽业务范围，成功试水电商经营..... | 4 |
| 3.1 开发尚十六少女系列，拓宽产品覆盖范围 | 4 |
| 3.2 线上线下销售相结合，电子商务助力二次发展 | 5 |
| 4. 自有物业有望提租，积极布局金融领域..... | 6 |
| 4.1 自有物业收益于提租和国企改革 | 6 |
| 4.2 成立产业基金，扩大公司投资能力 | 6 |
| 4.3 东方典当净利率存在提升空间 | 7 |
| 5. 天宝龙凤销售稳步增长，净利润存在提升空间发展..... | 7 |
| 6. 估值和投资建议..... | 8 |
| 7. 风险分析..... | 8 |
| 8. 指标分析..... | 9 |
| 9. 报表预测..... | 10 |

1. 股权结构和主要看点

黄浦区国资委为公司主要控股股东，直接控股 39.04%。益民集团旗下拥有全资子公司古今内衣集团，天宝龙凤珠宝集团，益民商业投资发展有限公司，益民置业发展有限公司，益民酒店管理有限公司，益民创新投资管理有限公司等。

图 1: 益民集团股权结构



数据来源：公司公告

图 2: 益民集团看点



数据来源：公司公告 财达研究

益民集团以上海国企改革为受益标的，以“品牌内衣销售+商业物业出租+积极布局金融投资领域”为主要看点，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。

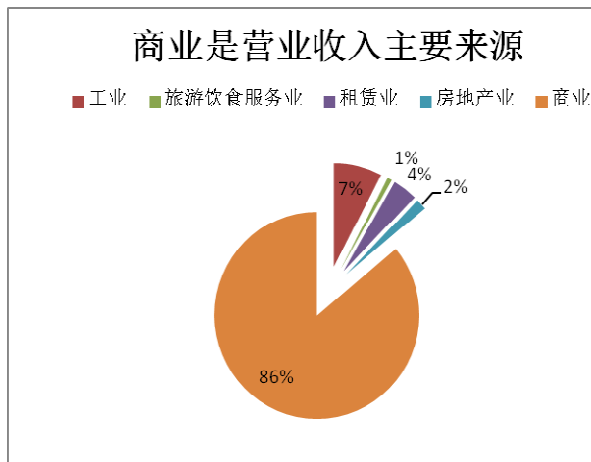
2. 经营状况分析

益民集团不仅打造品牌内衣、珠宝首饰和商业物业租赁的多元化经营格局，而且成立德益消费产业基金，控股东方典当，致力打造综合性平台公司。2013年，公司实现营业收入29.80亿元，同比增长14.41%；实现利润总额2.39亿元，同比增长14.59%；实现净利润1.69亿元，同比增长10.80%。

从2013年经营可以看到，商业成为公司的收入主要来源，商业占到营业收入的86.04%，约合25.63亿元。公司旗下两大商业品牌：天宝龙凤、古今内衣分别占比36%、21%，为公司主要收入来源。工业在营收中占比7.61%；物业租赁收入占比3.92%。

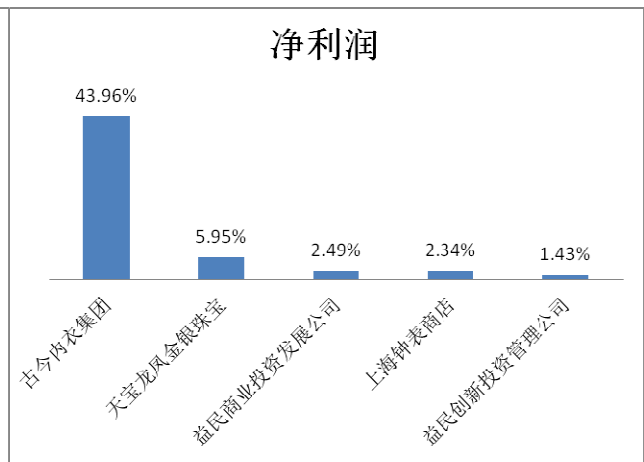
在利润结构中，2013年古今内衣集团净利润占比达到43.96%，约合1.05亿元；天宝龙凤珠宝集团实现净利润占比5.95%，约合0.14亿元；益民商业投资发展公司、上海钟表商店和益民创新投资管理公司分别实现净利润占比2.49%、2.34%和1.43%。

图 3: 商业上市公司主要收入来源



数据来源：公司公告 财达研究

图 4: 益民集团净利润分析



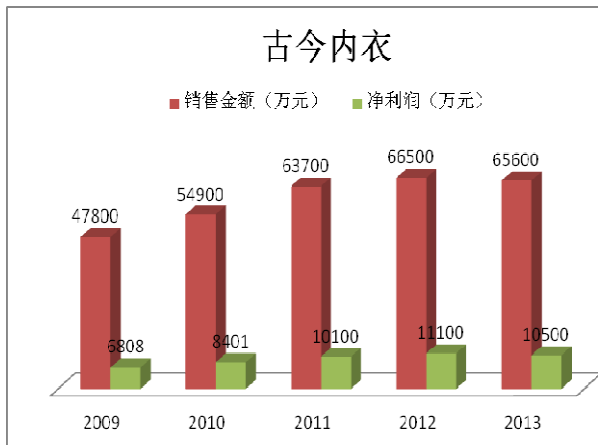
数据来源：公司公告 财达研究

3. 古今内衣拓宽业务范围，成功试水电商经营

3.1 开发尚十六少女系列，拓宽产品覆盖范围

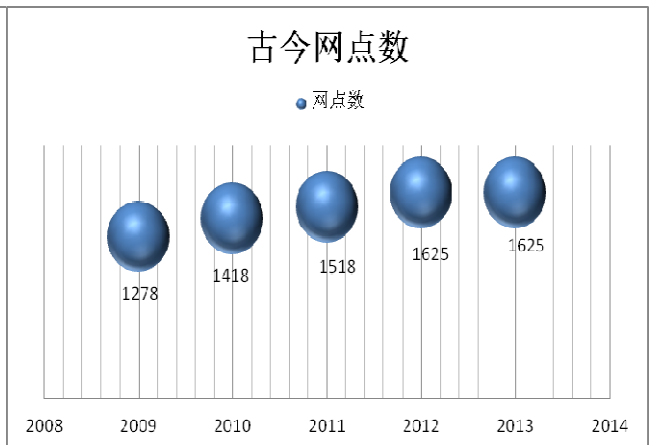
古今内衣保持良好的发展势头，从2009年1278家快速发展到2013年末1625家网点，其中43%为直营，57%为加盟，已覆盖全国除港澳台以外全部省区。古今内衣集团销售金额稳步提升，从2009年4.78亿元增长到2013年6.56亿元。

图 5: 古今内衣销售额和净利润



数据来源: 公司公告 财达研究

图 6: 商业市公司主要收入来源



数据来源: 公司公告

据调查分析, 不同年龄段女性属于不同消费群体, 对内衣的偏好和选择不尽相同。18-25 岁青年女性是开放型消费群, 追求时尚, 但该年龄段女性经济收入偏低, 一般选择中低档价位的内衣; 25-40 岁已婚女性是中立型消费群, 注重生活品质, 此年龄段女性经济收入稳定, 一般选择中高档价位的内衣; 40 岁以上中老年妇女属于保守型消费群体, 此年龄段女性经济稳定, 生活节俭, 一般选择中档价位的内衣。

古今内衣古今的目标人群广泛, 适合于 16-45 岁女性。古今内衣目前形成高端品牌美慕莎、主流品牌古今与少女品牌尚十六共同发展的品牌格局, 满足多层次、各年龄段女性的需求。作为古今旗下的少女品牌, 尚十六倡导自然舒适的健康生活, 是年轻时尚动感的少女系列, 她们充满活力、自信、爱心、可爱。尚十六系列价格定位适中, 产品分为三个年龄阶段。根据发育过程引导少女按体形、功能、季节进行选择, 以精致、私密、个性化的快乐内衣给予少女悉心呵护。根据调研数据, 目前尚十六系列产品销售约占总量的五分之一, 随着少女群体消费能力增强, 此系列产品有继续挖掘的潜力。

3.2 线上线下销售相结合, 电子商务助力二次发展

古今内衣 2013 年进一步完善了线上线下销售结合的互补机制, 古今已在天猫、淘宝、当当网等 7 家知名网站上线销售, 实现年销售额约 5000 万元, 同比增长 890.38%。2013 年整体接近 7 亿的销售, 线上贡献为 5000 万, 占比近 7%, 单双 11 期间达到销售额 1000 万元。伴随大众消费对品牌依赖性增强, 越来越多消费者倾向网络途径选择品牌内衣, 预计 2014 年网络销售金规模有望超过 1 亿元。

公司在上海拥有自有生产基地, 并在浙江萧山、嘉兴、广东南海建立 4 家定牌配套加工企业, 通过产销一体化缩短中间环节, 盈利能力较强, 2013 年古今净利润占比达 43.96%, 净利润额为 10,507.46 万元, 预计 2014 年将达到 7.2 亿元, 净利润达到 12000 万元。

4. 自有物业有望提租，积极布局金融领域

4.1 自有物业受益于提租和国企改革

益民集团管理 18 万平米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，其中淮海路商业街汇集了近 10 万平米公司，平均物业水平 4.43 元/天/平米，首层店铺价格 35-65 元之间，租金低于市场价格，随着租约陆续到期，提租可能性较大。

上海国资国企改革正紧锣密鼓推进，即将进入实质运营。根据上海国资改革意见，未来 3-5 年内，将使国有资本的 80%以上集中在战略产业、基础设施、民生改善领域，商贸领域国资改革有很强的政策预期性。作为 18 万平米的优质商业物业管理者，益民集团有望享受国企改革红利。

表 3: 益民集团优质物业

| 物业名称 | 位置 | 面积 (平米) | 日租金(元) | 入驻商户 |
|--------|----------------|---------|--------|---------|
| 柳林大厦 | 淮海中路 1 号 | 40000 | 4.11 | 赛博数码广场 |
| 新歌商厦 | 淮海中路 776-794 号 | 6600 | 9.10 | 巴黎春天摄影、 |
| 金雁坊大厦 | 雁荡路 29 号 | 5800 | 4.77 | 必胜客餐饮 |
| 巴黎春天商厦 | 淮海中路 939-949 号 | 22487 | 3.66 | 汇美百货 |
| 益民商厦 | 淮海中路 645-659 号 | 5990 | 6.86 | H&M |

数据来源：公司公告

4.2 成立产业基金，扩大公司投资能力

德同资本是一家专注于投资中国企业的私募股权投资集团，针对节能环保，先进制造，消费连锁，信息和医疗健康领域里的不同阶段进行投资。益民集团携手德同资本成立“德益消费产业基金”。基金规模 7.5 亿元，公司股权比例 95%。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；向市场成功募集租金 5 亿元。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。各合伙人首期出资均为其认缴出资额的 50%，剩余 50%的认缴出资额将按照资金使用需要按期缴付到位。基金的注册地设在上海市。

公司有望借力德同资本资源优势及专业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与其它新兴消费类企业，以及收购整合海外知名或有特色的消费连锁品牌发展国内外业务，推动公司在消费零售行业的扩张，从而进一步提升品牌价值。

4.3 东方典当净利率存在提升空间

典当行以其短期性、灵活性和手续便捷性等特点，成为银行贷款业务的一个有效补充。截至 2013 年 5 月底，全国共有典当企业 6833 家，资产总额共计 1196.1 亿元，从业人数 5.3 万人。典当行业全年实现典当总额 2764.6 亿元，同比增长 22.1%；营业收入 118.8 亿元，同比增长 19.5%；利润总额 44.1 亿元，同比增长 12.7%。从业务结构看，动产典当业务占 26.5%，房地产典当业务占 53.3%，财产权利典当业务占 20.2%，业务结构保持稳定。

表 4: 东方典当收购前股权结构

| 股东 | 东方典当 | 益民创新投资 | 王福明 | 其他 | 合计 |
|---------|------|--------|------|------|------|
| 出租额（万元） | 2100 | 500 | 1400 | 1000 | 5000 |
| 比例 | 42% | 10% | 28% | 20% | 100% |

数据来源：公司公告 财达研究

表 5: 东方典当收购后股权结构

| 股东 | 益民集团 | 益民创新投资 | 王福明 | 其他 | 合计 |
|---------|------|--------|------|------|------|
| 出租额（万元） | 6258 | 500 | 1400 | 1000 | 9158 |
| 比例 | 42% | 10% | 28% | 20% | 100% |

数据来源：公司公告 财达研究

表 6: 东方典当收购增资后

| 股东 | 东方典当 | 益民创新投资 | 王福明 | 其他 | 合计 |
|---------|------|--------|------|------|------|
| 出租额（万元） | 6600 | 1000 | 1400 | 1000 | 5000 |
| 比例 | 66% | 10% | 14% | 10% | 100% |

数据来源：公司公告

2013 年度，集团收购控股上海东方典当有限公司，将其成为集团在准金融板块的业务平台。东方典当历经 7 年发展成为拥有 5 家连锁网点的上海典当领军企业。公司通过收购股权、注资等方式持有 76% 股权，旨在做大做强东方典当，打造准金融平台。东方典当 2012 年实现收入 4037 万元，净利润 1221.5 万元，净利率为 30% 左右，2013 年由于收到部分房地产贷款政策锁紧和不良资金贷款影响，净利率滑落至 17.5% (13H1)，与市场上 30% 左右的净利率相比，净利率存在提升空间。随着对东方典当的不断注入资本，加之上海国资改革中金融类资产试水可能性预期较强，2014 年盈利水平有望进一步提高。

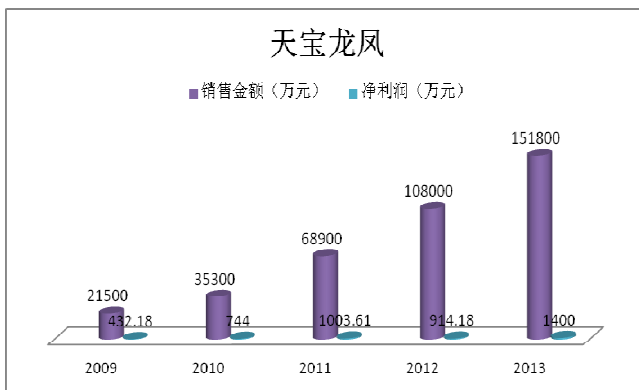
5. 天宝龙凤销售稳步增长，净利润存在提升空间

天宝龙凤珠宝公司由“天宝”和“龙凤”两家企业增资重组发展形成，初创于 1930 年左右，公司目前形成集黄金、铂金、钻石和珠宝玉器零售加工、批发为一体的综合珠宝企业。目前，公司开设了 50 家“天宝龙凤”直营店和加盟店，其中直营门店（专柜）31 家，加盟网点 12 家。分公司和专柜基本都位于上海，

而加盟店比较分散，其中上海 5 家，安徽省 6 家，浙江 1 家。2014 年全国范围内重点推广省份为浙江省、江苏省、山东省和安徽省。

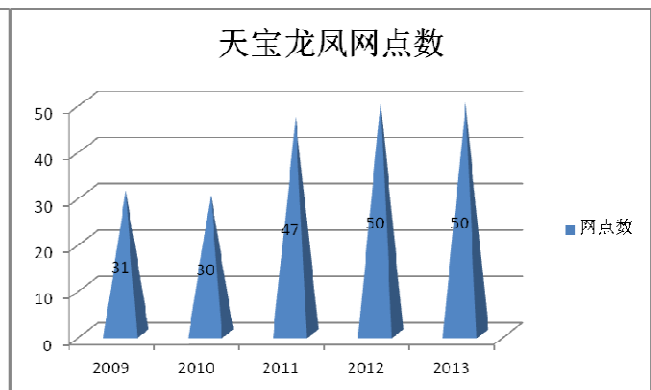
天宝龙凤销售金额逐年上升，由 2009 年 2.15 亿元快速提升至 2013 年 15.18 亿元，占到 2013 年销售规模中的 36%；与销售金额大幅增长不同的是，天宝龙凤净利润增长较为平稳，2009 年净利润为 432.18 万元，2013 年净利润为 1400 万元，目前黄金珠宝业务对业绩贡献较轻，净利率仅为 0.92%。与同类型行业老凤祥珠宝首饰 2013 年上半年 7.97% 的毛利率相比，天宝龙凤的前期费用支出略高，并且天宝龙凤 2012-2013 年增速放缓，未来还有较大提升空间。保守估计 2014 年实现净利润 1800 万元。

图7: 天宝龙凤销售额和净利润



数据来源：公司公告 财达研究

图8: 天宝龙凤网点数



数据来源：公司公告

6. 估值和投资建议

我们看好公司在国企改革大背景下的积极转型，结合公司最新的业绩表现，预测公司 2014-2016 年实现营业收入较快增长基础上，净利润将实现更快速增长，每股收益分别达到 0.21、0.38 和 0.43 元。给予公司“增持”评级。

7. 风险分析

- (1) 经济持续低迷，内衣销售受到较大程度影响；
- (2) 金价大幅下跌，从而产生较大幅度存货减值损失；
- (3) 国企改革低于预期；
- (4) PE 并购资金不到位及找不到可投标的；
- (5) 商业物业到期后无法续租。

8. 指标分析

| | 2012A | 2013 A | 2014F | 2015F | 2016F |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 业绩表现 | | | | | |
| 收入增长率 | 0.19 | 0.14 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| 净利增长率 | 0.11 | 0.11 | 0.09 | 0.82 | 0.13 |
| EBITDA 增长率 | 0.03 | (0.08) | 0.20 | 0.47 | 0.11 |
| EBIT 增长率 | 0.05 | (0.10) | 0.26 | 0.64 | 0.15 |
| 主营业务利润率 | 0.32 | 0.28 | 0.24 | 0.25 | 0.26 |
| EBITDAMargin (%) | 0.13 | 0.11 | 0.09 | 0.10 | 0.12 |
| ROE | 0.11 | 0.09 | 0.11 | 0.16 | 0.17 |
| 每股指标 | | | | | |
| 报表 EPS | 0.17 | 0.19 | 0.21 | 0.38 | 0.43 |
| 每股经营现金流 | (0.52) | 0.17 | 0.25 | 0.32 | 0.29 |
| 每股净资产 | 1.77 | 1.91 | 2.04 | 2.27 | 2.53 |
| 流动性 | | | | | |
| 净负债 / 权益 | 75.97% | 76.92% | 78.03% | 79.79% | 81.47% |
| 总负债 / 总资产 | 37.37% | 34.03% | 29.93% | 29.07% | 27.82% |
| 流动比率 | 1.38 | 1.39 | 1.95 | 2.25 | 2.54 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.39 | 0.88 | 1.07 | 1.25 |

9. 报表预测

| | 2012A | 2013 A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 利润表 (百万元) | | | | | |
| 主营业务收入 | 2604.65 | 2979.87 | 3426.85 | 3940.87 | 4532.00 |
| 销售费用 | 235.86 | 270.46 | 342.68 | 354.68 | 407.88 |
| 管理费用 | 188.44 | 186.56 | 188.43 | 190.31 | 192.21 |
| 财务费用 | 34.36 | 28.95 | 22.13 | 19.87 | 18.48 |
| 营业利润 | 472.44 | 484.44 | 458.04 | 514.03 | 669.95 |
| 投资收益 | 7.31 | 55.49 | 3.17 | 35.15 | 26.82 |
| 利润总额 | 208.41 | 238.82 | 249.37 | 454.09 | 512.04 |
| 净利润 | 152.11 | 168.55 | 184.54 | 336.02 | 378.91 |
| 资产负债表(百万元) | | | | | |
| 流动资产 | 970.31 | 994.05 | 1371.02 | 1650.27 | 1949.13 |
| 货币资金 | 160.31 | 131.52 | 442.68 | 582.69 | 721.41 |
| 应收帐款 | 63.49 | 90.79 | 102.81 | 118.23 | 135.96 |
| 存货 | 671.57 | 712.50 | 750.48 | 863.05 | 992.51 |
| 固定资产 | 173.73 | 174.46 | 122.12 | 85.48 | 59.84 |
| 无形资产 | 28.98 | 32.89 | 27.95 | 23.76 | 20.20 |
| 总资产 | 2360.92 | 2392.51 | 2521.09 | 2759.51 | 3029.16 |
| 少数股东权益 | 864.63 | 803.53 | 716.06 | 732.89 | 767.82 |
| 股东权益 | 1557.39 | 1676.45 | 1788.20 | 1991.70 | 2221.17 |
| 净营运资本 | 264.74 | 279.61 | 668.15 | 916.97 | 1180.83 |
| 现金流量表(百万元) | | | | | |
| 净利润 | 152.11 | 168.55 | 184.54 | 336.02 | 378.91 |
| 折旧摊销 | 60.54 | 59.20 | 57.27 | 40.83 | 29.21 |
| 净营运资金增加 | (648.09) | (77.38) | (77.38) | (108.82) | (125.14) |
| 经营活动现金流 | (454.72) | 152.23 | 215.56 | 285.10 | 251.15 |
| 投资活动现金流 | (55.01) | (52.27) | 190.52 | 7.31 | 55.49 |
| 融资活动现金流 | 893.21 | 944.82 | (94.91) | (152.40) | (167.92) |
| 现金净增(减) | 383.49 | 1044.78 | 311.16 | 140.00 | 138.72 |

 **评级定义**

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%

看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%

标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%

增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间

中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间

卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

 **免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

 **联系方式**

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话： 0311-66006330

传真： 0311-66006364

邮编： 050000