

益民集团 (600824.SH)

百货零售行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

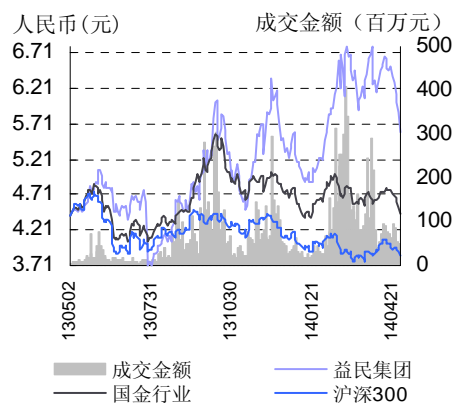
市价(人民币): 5.58元

目标(人民币): 7.20元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	878.36
总市值(百万元)	49.01
年内股价最高最低(元)	6.80/3.71
沪深300指数	2134.97
上证指数	2003.49



相关报告

1. 《维密才露尖尖角,已望古今突破中》, 2014.2.26

赵海春 联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

拥品牌、物业、国资平台, 转型、改革进行时

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.204	0.188	0.207	0.236	0.271
每股净资产(元)	2.12	1.90	2.07	2.28	2.52
每股经营性现金流(元)	0.08	0.17	0.27	0.15	0.17
市盈率(倍)	21.78	29.54	29.57	25.87	22.53
行业优化市盈率(倍)	14.36	15.78	15.53	15.53	15.53
净利润增长率(%)	10.26%	10.35%	9.96%	14.30%	14.83%
净资产收益率(%)	9.65%	9.90%	9.96%	10.36%	10.76%
总股本(百万股)	731.96	878.36	878.36	878.36	878.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **业绩稳健, 资源丰厚:** 公司 2013 年营收/净利 29.8/1.65(古今 6.82/1.05)亿元, 增速 14.41%/10.35%, EPS 0.188 元。1. **品牌:** 古今稳定贡献盈利、天宝龙凤快速增长; 2. **核心商圈物业:** 拥有淮海路等近 17 万平的自有物业; 3. **国资平台:** 近年来公司频频增资古今、东方典当, 并拟投资 2.36 亿与德同资产合资设立德益消费产业基金, 黄浦国资委旗下有企业 18 家, 未来可选注入标的资源丰厚, 资产整合概率较大。
- **加快投入, 转型进行时:** 1. **古今:** 13 年线上销售猛增近 9 倍达 5000 万, 积极寻求品牌合作; 公司在全国近 1700 家门店(上海市内门店点 200 多个); 2. **天宝龙凤:** 力拓多渠道营销, 13 年销量增 41%, 净利率有提升空间; 3. **东方典当:** 行业成长性好, 上海地区具规模优势(注册资金 1 亿)显著, 将是未来增利亮点。
- **上海国企, 改革预期强烈:** 1. 国势所趋, 质地适合, 14 年改革概率大; 2. 可能性分析: 注入资产、股权激励, 业绩、估值双提升。
- **盈利预测:** 预计公司 14~16 年营收 34.54、39.8、45.97 亿元, 盈利 1.81、2.07、2.38 亿元, EPS 0.207、0.236、0.271, 净利增速在 9.96%、14.3%、14.83% (古今 1.06、1.08、1.11 亿元, EPS 0.121、0.123、0.126)

投资建议

- 我们认为公司是上海黄浦区国资旗下零售公司, 拥有古今、天宝龙凤及东方典当等品牌资源, 主业稳健、新增类金融业务盈利贡献将快速增长, 国资平台资源丰厚, 未来资产整合与激励改革的概率很大; 是值得长期投资的白马标的, 建议增持。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 7.20 元目标价位, 对应于 14 年 20x 对应 4.14 元以及物业 RNAV3.06 元。

风险

- 改革推进受阻; 国内经济超预期下滑。

内容目录

业绩稳健，资源丰富	5
公司简介：业绩稳健，求新求变	5
三大自主品牌，奠定发展基础	7
核心商圈物业，提高安全边际	8
国资平台资源丰富，整合空间大	9
加快投入，转型进行时	9
古今：线上猛增、积极寻求品牌合作，转型积极、实绩可见	9
天宝龙凤：力拓多渠道，13年销量增41%	11
东方典当：行业好，规模优，是未来盈利亮点	13
上海国企，改革预期强烈	15
改革概率大：国势所趋，质地适合	15
可能性分析：资产整合、股权激励，都将业绩估值双提升	15
财务分析：	15
营收：营收稳增，增速承压	15
盈利：盈利能力承压，必须变革求生	17
存货水平正常；经营性现金流稳增，投资加速	19
盈利预测：	20
古今：短期以价换量，未来或有创新空间	20
天宝龙凤：预计营收增速40%，净利率有提升空间	20
东方典当：预计营、利都快速增长	21
物业租赁及其他：盈利增长稳定	21
公司：预计14~16年，盈利增速10%以上	22
估值与投资建议：	22
估值	22
投资建议	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1: 益民集团股权结构.....	5
图表 2: 古今仍是主力, 但增长承压; 天宝龙凤等其他盈利显著上升.....	5
图表 3: A 股百货 39 家销售净利率中位数低于 2%.....	6
图表 4: 益民集团销售净利率 5.66%显著业内较高.....	6
图表 5: A 股百货 39 家总营收同比下降 10%.....	6
图表 6: 益民集团 2013 年营收同比增 14.4%.....	6
图表 7: “古今”品牌 2013 年全国销售额过 14 亿.....	7
图表 8: 国内文胸品牌分析-古今属于中高端.....	7
图表 9: 益民集团现有物业归属上市公司的 RNAV3.06 元.....	9
图表 10: 2014 年 1~2 月服装类累计同比 8.75%.....	9
图表 11: 但比较近三年, 每年的增速下滑加速度在变小.....	9
图表 12: 从安莉芳看大陆地区文胸发展趋势.....	10
图表 13: 中国黄金珠宝行业总体消费偏低但动力充足.....	11
图表 14: 中国人均可支配收入与欧美澳相比, 差距巨大.....	12
图表 15: 中国人均可支配收入正快速增长.....	12
图表 16: 天宝龙凤的营收增速很靓丽 13 年 41.13%.....	13
图表 17: 天宝龙凤的净利率还太低, 有较大提升空间.....	13
图表 18: 天宝龙凤目前的净利率接近明牌珠宝的水平, 未来有较大提升空间.....	13
图表 19: 东方典当在上海市规模位列行业前四.....	14
图表 20: 上海典当行业近年来快速增长.....	14
图表 21: 典当行业息费率承下滑态势, 13 年 2.04%.....	14
图表 22: A 股百货 39 家-营收-总体负增长-益民 14.4%增速优秀.....	16
图表 23: A 股百货 39 家(中位数)-净利增速 8.7%-益民业绩中上 10.4%.....	16
图表 24: 益民集团 13 年营收增速较 12 年回落 4.71%.....	17
图表 25: 益民集团 2013 年 4 季度营收增速回升 4.74%.....	17
图表 26: 短期主业利润率承压-主因: 古今促销与在线零售的增长.....	18
图表 27: 毛利润缓增, 毛利率下降.....	18
图表 28: 毛利下滑与费用微增, 净利率承压.....	18
图表 29: 益民集团存货水平较 2010 年有所提升.....	19
图表 30: 公司存货高峰每年出现在 1 季度.....	19
图表 31: 益民集团历年存货/营收占比维持稳定.....	19
图表 32: 益民集团经营性现金流稳增, 投资加速.....	20
图表 33: 古今内衣盈利预测.....	20
图表 34: 天宝龙凤营收预测.....	21
图表 35: 天宝龙凤净利预测.....	21
图表 36: 东方典当-预计 3 年实现盈利翻番.....	21
图表 37: 物业租赁业务承下滑态势.....	22

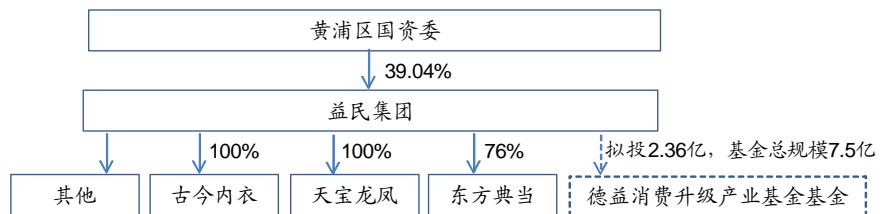
图表 38: 其他子公司营收却有诸多亮点-钟表、创投等	22
图表 37: 益民集团销售预测	22
图表 40: 益民集团 PE-Band	23
图表 41: 益民集团 PB-Band	23

业绩稳健，资源丰厚

公司简介：业绩稳健，求新求变

- 黄浦国资旗下老字号商业集团之一，资源丰厚，业绩稳健。
 - 公司股权结构与构架：
 - ✚ 上海益民商业集团股份有限公司，是由卢湾区益民百货总公司在1993年改制而来，是上海黄浦区国资旗下老字号的零售公司及其下属18家国有商业集团之一；
 - ✚ 公司成立20多年来，由原来单一的百货零售调整为特色商业连锁、商业物业及酒店等；目前，母公司主业物业租赁，旗下子公司有古今内衣、益民商投、天宝龙凤、益民置业、上海床上用品、金辰酒店、新光光学仪器、淮海电子商务、上海钟表商店等近二十家子公司；共拥有近18万平米的商业房产。

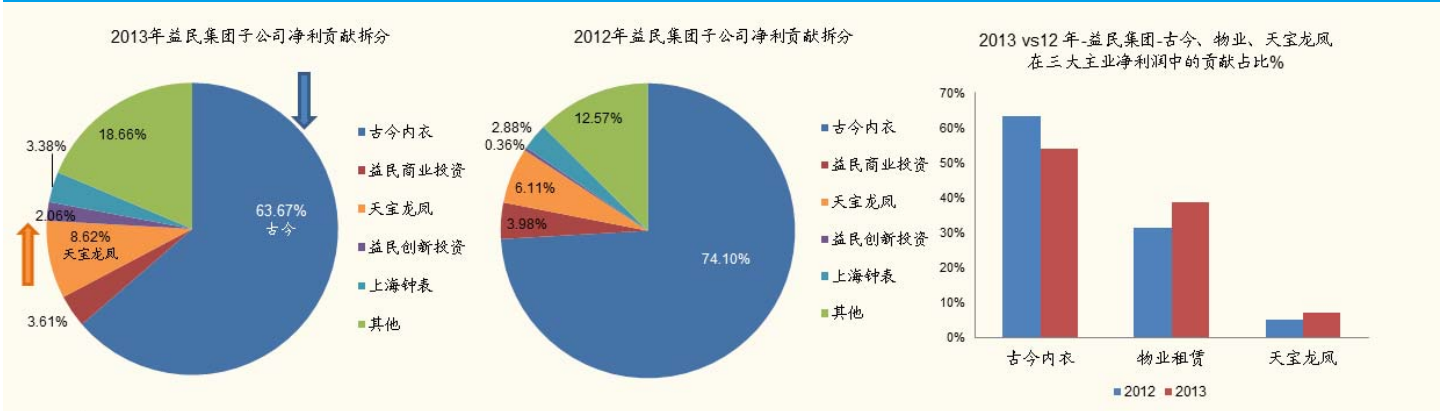
图表1：益民集团股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司主业现状与趋势：
 - ✚ 公司2013年营收与净利分别为29.8、1.65亿元，增速分别为14.41%、10.35%；古今内衣是目前业绩主力，营收与净利润分别为6.82与1.05亿元，净利贡献64%；下图中我们可以看到，虽然古今仍是公司盈利主力，但增长承压；天宝龙凤增长迅速，但主因其基数低，而营收多、净利率低，仍有提升净利率的空间与必须；右下图显示，物业租赁在三大主业净利贡献中占比的提升，是因古今净利下滑所致，物业净利本身也是下降的；

图表2：古今仍是主力，但增长承压；天宝龙凤等其他盈利显著上升

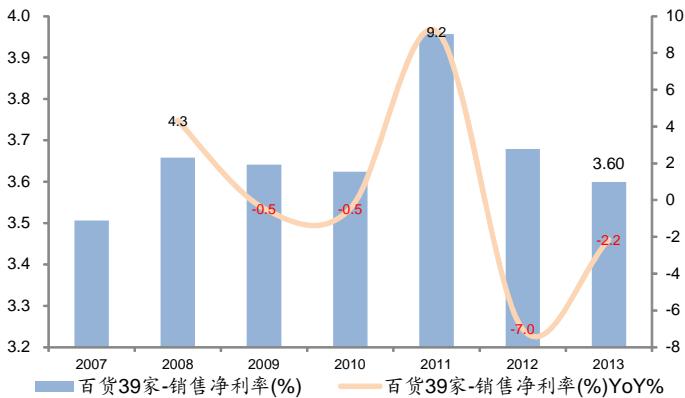


来源：公司公告，国金证券研究所 注：右图中显示，物业租赁在三大主业净利贡献中占比的提升，是因古今净利下滑所致，物业净利本身也是下降的。

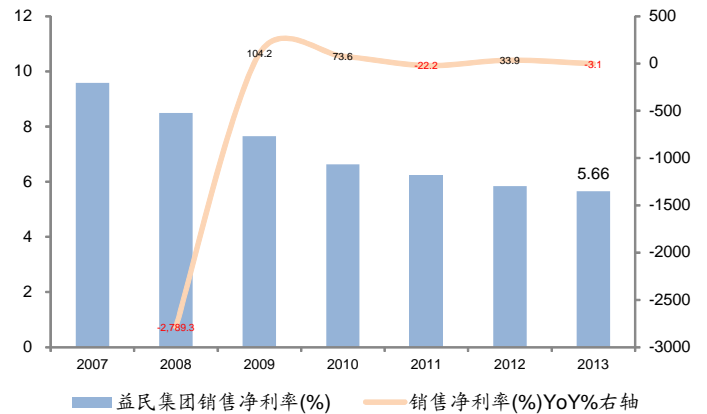
- 公司销售净利率呈下滑态势，变革转型成为必须；而公司5.66%的净利率水平在所有已公布2013年报的A股39家百货企业中，仍处显著

较高水平，截至 4 月 26 日的行业中位数在 2.6%；这可能得益于公司主业-古今内衣，所在内衣细分子行业本身毛利率高于成衣服装类。

图表3: A 股百货 39 家销售净利率中位数低于 2%



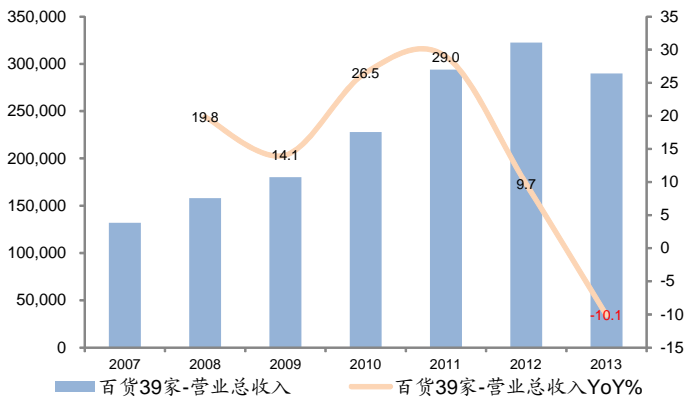
图表4: 益民集团销售净利率 5.66%显著业内较高



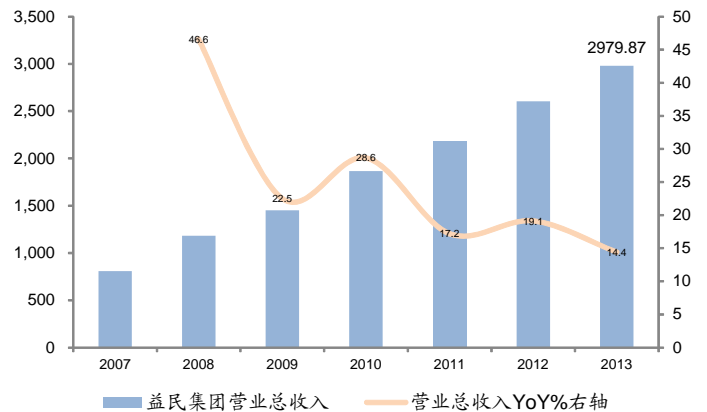
来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

- 从营收增速来看，益民集团 2013 年 14.4% 的增速亦是显著高于最新数据的百货行业中位数-10.1%；

图表5: A 股百货 39 家总营收同比下降 10%



图表6: 益民集团 2013 年营收同比增 14.4%



来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

■ 2013 年投资频频，求新求变意图明确。

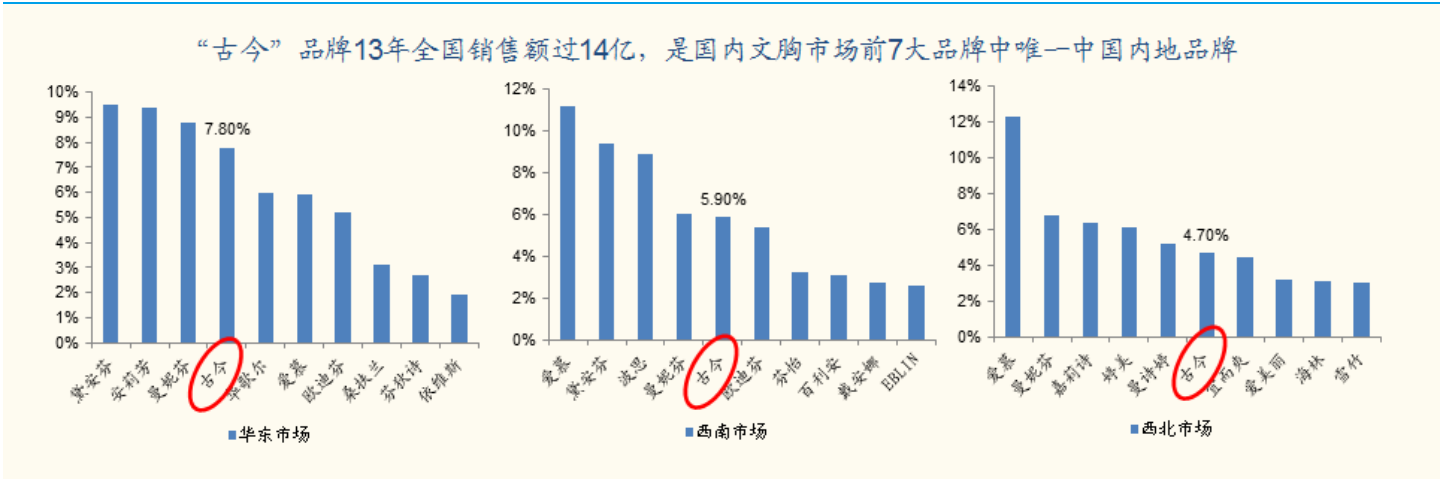
- 2013 年 10 月与 12 月，公司两次对 2010 年参股 10% 的东方典当进行增资，分别投入 6258 万元与 5000 万元，最终将东方典当注册资金增至 1 亿元，并将公司持股增至 76% 控股地位，预计 2014 年可见并表收益；公司积极开拓类金融业务意图明确；
- 2013 年 10 月，公司公告将与德同资本共同设立德益消费升级产业基金（2 年投资+3 年回收期，存续期 5 年），而公司将作为基石投资人出资 2.36 亿元（德同资本出资 1400 万元，并负责募集配套资金 5 亿元），意在通过与专业金融机构的合作，借助其资源及专业手段放大公司投资能力，以产业整合与并购重组等方式，积极谋求对消费连锁行业、电子商务及其他新兴渠道的消费类企业及海外品牌的整合；公司对现存主业增长压力与未来发展路径的求新求变确定。
- 2013 年 12 月，为增强古今在电子商务、产品研发以及对外合作等领域的综合实力，公司对上海古今内衣集团有限公司增资 7700 万元，至此古今的注册资本达到 2 亿元。

三大自主品牌，奠定发展基础

作为上海 20 多年历史的老牌国资零售企业，益民集团旗下品牌众多；目前，古今内衣、天宝龙凤、东方典当是公司的三大主力品牌与业绩增长来源。

- **古今内衣：**上海古今内衣有限公司，多年来，占益民集团净利润贡献过半，是集团旗下的全资子公司，是始创于 40 年代、国内女性内衣行业唯一被国家商务部授予“中华老字号”的企业；拥有从研发设计，到生产、销售整个产业链的完整布局，现有全国网点近 1700 家，近半为直营；古今品牌在全国内衣市场占有率前七，华东地区更是位居前五，拥有较好的品牌认知度；

图7：“古今”品牌 2013 年全国销售额过 14 亿



来源：中国品牌服装网，中华商业信息网，国金证券研究所

图8：国内文胸品牌分析-古今属于中高端

	代表品牌	特点	优势
高端市场 (商场、百货)	爱慕、曼妮芬、华歌尔、安莉芳、黛安芬、 古今 、桑扶兰	注重内衣的色彩、款式、质量以及整体形象，产品推出呈现系列化的特点	成熟的销售渠道，注重服务
中档市场 (专卖店)	嘉莉诗、姐妹花、奥丝蓝黛、依之妮、美思、欧迪芬、芬狄诗、黛安芬、水中花、奥丽依、依曼丽、芬狄诗、伊维斯、雅黛丽、37°love	合理的价格和信得过的质量	综合性价比高
低端市场 (组合店、连锁)	都市丽人、都市女人心、珠密琪、贵夫人、仙宜岱、随意、黄金身段、黑夜午后、彩婷、曼蝶莉	用料同品牌产品存在差距，生产工艺也比较粗糙	色彩、款式紧跟流行，价格成为最大优势

来源：尚道营销，国金证券研究所

- 2011 年，古今公司举办了“天使之舞，品味古今”等两场大型时尚内衣展览，并加大产品研发力度，推出新产品近百余款
- 2012 年，公司以中西部地区和新兴商业区为重点不断完善网点布局，同时全力推进电子商务销售渠道的建设。古今销售网点已达 1625 家，覆盖全国除港澳台以外全部省区；同时设立了产品发展公司和研发中心，根据市场需求推出了 70 余款新品；公司还参加了当年 7 月份在法国举行的“国际高端品牌内衣展”，10 月份在上海举办的“老字号

品牌展"中与法国团队合力打造了"Opera 魔幻&光影"和"古今 2013 年创意新品专场秀", 获得市场广泛好评, 当年古今品牌全年实现销售 6.65 亿元, 净利润 1.11 亿元;

- 2013 年, 公司顺利完成古今集团化战略发展构架。经过内部资源优化调整后, 上海床上用品有限公司纳入上海古今内衣集团有限公司控股管理, 并按发展需要设立了古今电子商务公司等子公司, 做好了"古今龙"公司的前期策划准备工作, 有力地推动了古今产品向多元化、多品类、系列化发展; 公司针对不同目标客户群, 将产品整合为古今、古今龙、古今凤、古今花; 在当年年初举办了"古今-嘉年华"内衣秀, 9 月参展了上海第十届东盟博览会。
- **天宝龙凤:** 上海天宝龙凤金银珠宝有限公司是公司的全资子公司, "天宝龙凤"创始于上世纪三十年代, 是公司又一家被国家商务部认定的"中华老字号"、集黄金、铂金、钻石与珠宝玉器零售加工、批发为一体的综合性珠宝企业; 系 2003 年 5 月, 由上海天宝金银珠宝有限公司和上海龙凤金银珠宝有限公司增资重组而来。
 - 以销定购将库存: 2013 年, 为应对贵金属原料市场大幅波动, 公司实行以销定购, 有效降低了商品库存风险;
 - 提高设计, 多渠道发展: 公司在通过参股首饰制作公司等多种渠道培养自身的产品设计和加工能力的同时, 也进一步优化自营网点结构, 提高盈利能力, 推动电视网络、礼品重器和投资储值板块建设, 形成新的经济增长点; 并通过旗下合资的礼品公司和销售公司, 成功进军高端礼品及收藏品制作领域, 实现销售大幅增长(同比增 41.13%);
- **东方典当:** 公司早在 2010 年初就由旗下全资子公司益民创投, 出资 1150 万元, 收购了东方典当 10% 股份, 积极储备与百货零售也可协同发展的类金融业态的发展项目; 2013 年与 10 月与 12 月就连续增资至 76%, 控股了东方典当。
 - 上海东方典当有限公司成立于 2002 年 5 月 18 日, 是经国家商务部、上海市经济委员会批准组建, 拥有 5000 万人民币注册资金(现已增至 2 亿元)和市中心 3000 余平方米经营场所的大型综合性典当融资特种服务企业。
 - 2003 年 8 月, 东方典当成为行业内首家通过 ISO 国际质量管理体系认证的企业。东方典当, 以"市民身边的理财融资窗口"、"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, 建设了"三大网络远程管理及评估体系", 开发了全国独创的"东典融资一卡通"等多项融资服务项目, 2010 年 3 月公司商标荣获"上海市著名商标", 在业内认同度较高。

核心商圈物业, 提高安全边际

- 作为老牌卢湾区国资零售企业, 益民集团拥有淮海路等近地段近 17 万平自有物业; 而位于淮海路商圈的柳林大厦、新歌上市、上海巴黎春天商厦、嘉丽都商厦、金雁坊等就有 9 万多平米, 公司在上海莘庄还有近 4 万平米厂房; 公司物业大多处于核心商圈, 物业价值日益增高(2013 年度又成功完成了柳林商厦和新歌商厦的招商工作), 公司物业经营为业绩提供了长期稳定的安全边际。

图表9: 益民集团现有物业归属上市公司的RNAV3.06元

开业时间	位置	业态	面积(万m ²)	可比重估单价-万元	重估总值-亿元	RNAV	
益民商厦	淮海中路 645-659 号	百货	0.60	5.0	3.00	净资产	5.91 亿元
巴黎春天商厦	淮海中路 939-949 号	百货	2.2	4.5	10.12	净值	44.79 亿元
金陵大酒店	淮海中路 795 号	酒店	0.7	4.0	2.80		
海兴广场	瑞金南路 1 号	综合	0.2	3.0	0.60	股本	8.78 亿元
金雁坊	原宿路 29 号	写字楼	0.6	5.0	3.00	RNAV	5.10 元
柳林大厦	淮海中路 1 号	百货	4.08	4.5	18.27		
新凯商厦	淮海中路 776-794 号	百货	0.66	4.5	2.97	折价率	60%
嘉丽都商厦	淮海中路 645-659 号	百货	0.7	4.5	3.15		
浦东厂房	浦东	工业厂房	2	1.0	2.00	归属上市公司权益的RNAV	3.06 元
莘庄厂房	莘庄	工业厂房	4.8	1.0	4.80		
合计			16.57		50.70		

来源: 公司公告, 网络资料, 国金证券研究所

国资平台资源丰富, 整合空间大

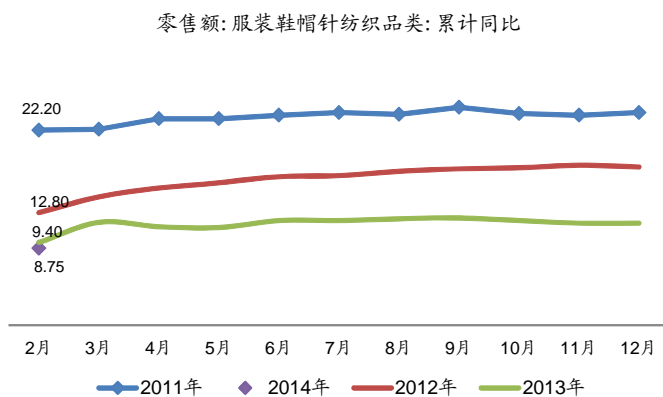
- 合并了卢湾区之后的黄浦区国资委旗下共有集团企业 18 家, 作为主业相对单纯、物业又具备安全边际的益民集团, 比较大的概率是国资旗下资产整合的首选之一。
- 据中国上海政府网站的区县动态栏目显示, 2014 年, 黄浦区进一步深化国资国企改革, 力争在国资布局、转型发展和国资监管上实现突破。不但要“将有品牌、有市场、有竞争力的优势企业作为推进国资证券化的重点, 探索区属优势企业资本运作新路径”, 而且要“充分发挥南京路、淮海路、豫园地区的商业资源优势, 鼓励区属商业企业探索新型商业业态、创新营销手段”。
- 作为淮海路上老牌国资零售, 益民集团获得优质资产注入的可能性比较大。

加快投入, 转型进行时

古今: 线上猛增、积极寻求品牌合作, 转型积极、实绩可见

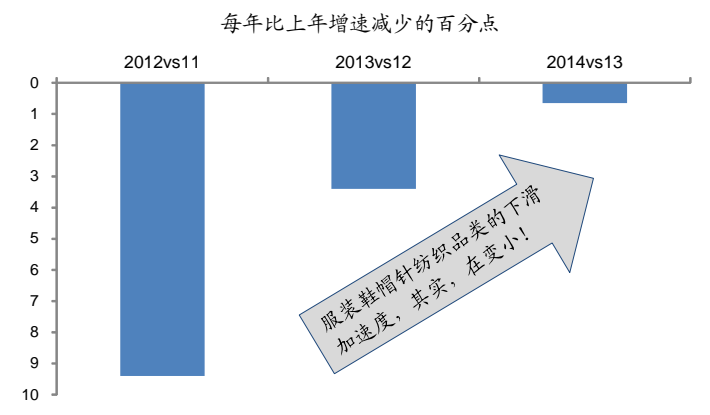
- 行业稳增, 但增速承压; 求新求变或是出路在我国社销增速跟随 GDP 增速放缓的同时, 服装零售行业自然难免需求受挫, 再加电商分流, 行业增速更是逐年下滑;
- 但同时, 我们也看到, 近三年, 每年的增速下滑加速度正在变小;

图表10: 2014 年 1~2 月服装类累计同比 8.75%



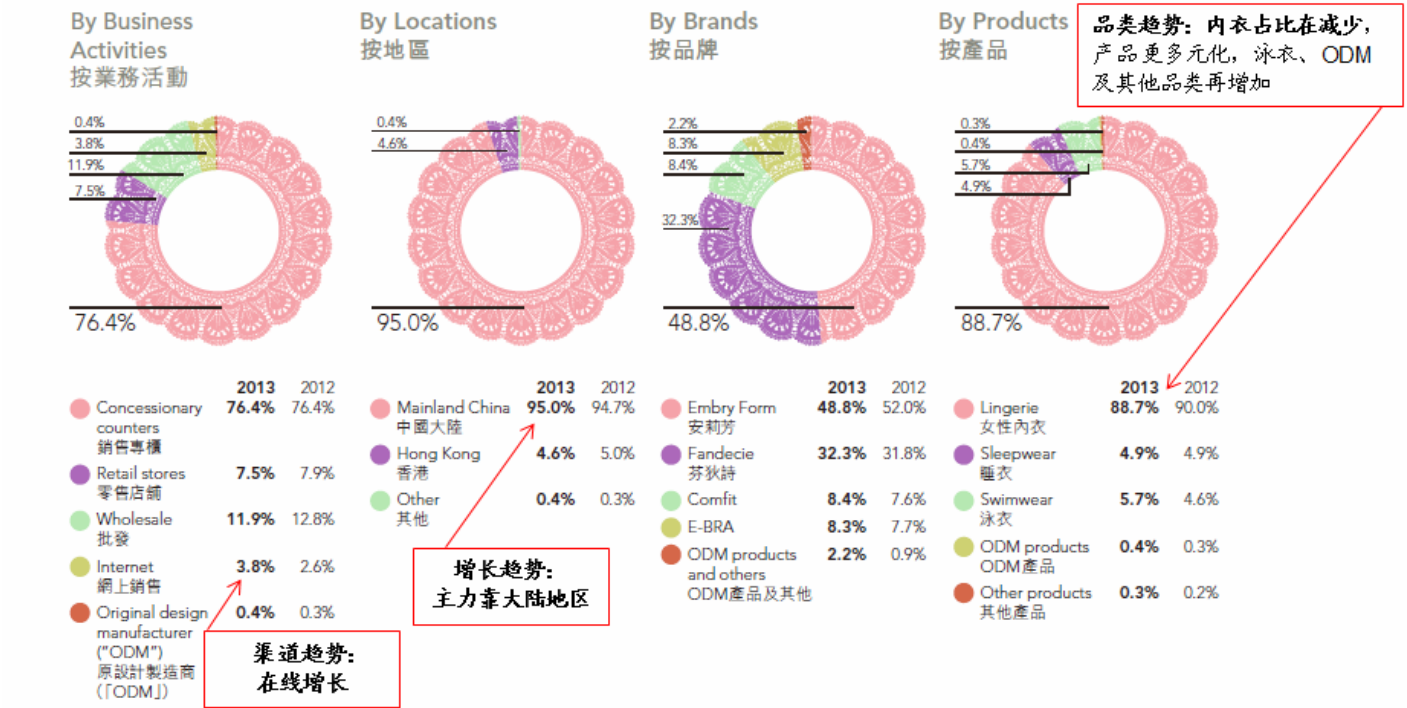
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表11: 但比较近三年, 每年的增速下滑加速度在变小



- 再看细分子行业-内衣行业，据中国行业企业信息发布中心（国家统计局下属，1992 年设立）的数据显示，2013 年品牌内衣整体销售额同比增速 7.3%；虽仍有显著增长，但增速甚至低于逐年下落的服装 11.6%的全行业增速；
- 从行业龙头的增速来看，2013 年安莉芳还是保持了归属上市公司净利润高达 14.7%的增速，但有三点值得关注的变化：1. 内衣品类多元化，泳衣、ODM 及其他品类在增加；2. 其增长主力还是依赖大陆地区，国内的消费力量还是可以挖掘的；3. 与 2012 年相比，作为高端品牌的安莉芳也开始发展在线渠道，并获得了增长。

图表12：从安莉芳看大陆地区文胸发展趋势



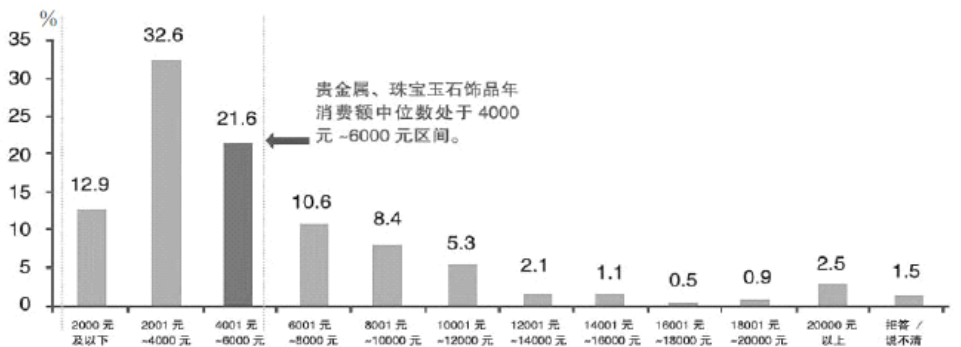
来源：公司公告，国金证券研究所

- “古今”求变，需求定位多元化，全渠道发展以及寻求并购标的借力发展或是未来突破点。
- 公司针对不同目标客户群，提高产品的**精准定位能力**，将产品整合为古今、古今龙、古今凤、古今花四大品牌系列；尤其针对少女顾客的“尚十六”，是依据女孩生长时期的不同胸型来体现由设计师按人体立体设计剪裁和自主研发生产的全新品牌，“尚十六”倡导自然、舒适、活力的青春少女生活和运动生活，价格定位适中，产品面料以棉质为主，推出 3 个成长阶段的系列产品还能够引导少女根据发育过程按体型、功能、季节选择正确的内衣。
- 公司采取了线上线下**多渠道互补**的机制，目前，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 年度，公司也顺利完成了 ERP 系统的升级改造和上线运营，实现了数据的综合利用，为未来进一步采用店内科技、渠道突破打下了基础；
- 公司还**加大投资力度**，增资古今内衣至注册资本金 2 亿，并将积极整合并购新消费渠道、模式、海外品牌等战略清晰陈述于 2013 年报中。

天宝龙凤：力拓多渠道，13年销量增41%

- **行业：**金价低迷，行业短期承压；但中国黄金珠宝消费市场的大众消费属性决定了这一市场的**低消费、大基数、较大成长空间**。
 - 不但长远期黄金仍具备高投资属性，而且作为大众消费——中国的黄金饰品，目前的时尚饰品属性尚且较弱，更远未达到 Tiffany、Cartier 等奢侈品牌的消费层次，常常是大妈压箱底的传家宝或送小辈的礼物；这部分消费人群众多而随着城镇化推进，更多乡村人口消费升级，将给黄金饰品的消费带来更广阔的成长空间。
 - **低消费：**根据 2013 年 2~8 月中国黄金报社和零点研究咨询集团在全国 30 个直辖市、省会城市和重点地级城市的 84 个拦截点、最终获取 2584 个有效样本最新的联合调查结果显示，中国的黄金珠宝消费还处于一个较为初级的发展阶段：
 - ✚ **低消费占比：**在近 3 年内有实际购买行为的消费者中，人均持有各种材质的贵金属、珠宝玉石饰品 4.7 件。如果以持有 3 件和 6 件为标准来界定消费者，可以将消费者分为三级：仅拥有 3 件以下贵金属、珠宝玉石饰品的“入门消费者”将近四成；拥有 4 件~5 件的“中级消费者”占比 35.2%，拥有 6 件及以上的“资深消费者”尚不足三成。在调查中，贵金属、珠宝玉石饰品年消费额在家庭年可支配收入中的平均占比仅为 7.6%，近四成消费者的饰品年花费总额占家庭可支配收入的比值尚不足 5%。
 - ✚ **低消费价位：**目前中低端价位的贵金属、珠宝玉石饰品占据了主流市场。以单件非婚庆饰品的最高价位为例，数据显示，超过四成的消费者所持有的最贵重非婚庆饰品价值都在 4000 元以下，而拥有价值超过 1 万元的单件非婚庆饰品的消费者仅占 12.5%。最近 3 年内贵金属、珠宝玉石年均消费额在 6000 元以下的消费者占据总量的 67.1%。
 - ✚ 随着中国经济的持续发展、国民人均收入的提高、整体教育水平的提升和中西方文化交流的深入，这个市场也将呈现更大的发展空间。

图表 13：中国黄金珠宝行业总体消费偏低但动力充足



最近 3 年内，贵金属、珠宝玉石年消费在 6000 元以下的消费者占 67.1%。

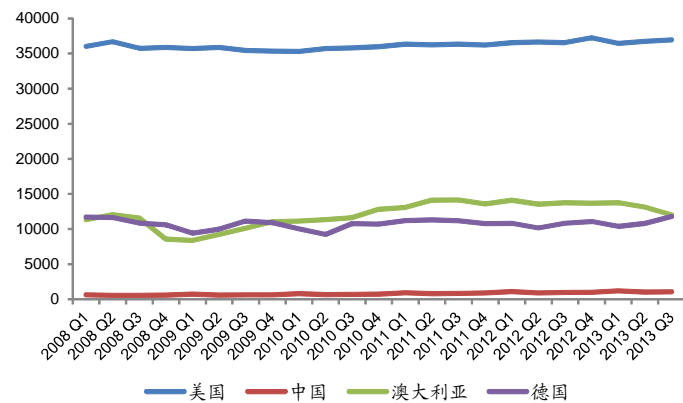
来源：2013 年 2~8 月中国黄金报社联合零点研究咨询集团所作的消费者调查结果，国金证券研究所

- **大基数：**世界黄金协会在 2013 年 7 月 25 日发布的黄金需求报告显示，2013 年中国黄金总需求预计达到 1000 吨，并将取代印度成为头号黄金消费大国。另据国际铂金协会监测数据显示，中国自 2000 年起蝉联世界铂金饰品第一消费大国，在世界范围的市场份额从 1993 年的 1% 上升至近 60%。
- ✚ 2013 年，国内终端黄金卖场价格下调 7 次。自 2 月至今，有北京“金价风向标”之称的菜百公司千足金每克降幅超过 60 元。伴随着降价风潮，中国消费者的购买热情在 2013 年出现井喷：上半年

全国黄金饰品、金条消费量同比增 53.7%，达到 706.36 吨。8 月以来，国内市场白银价格整体走低，部分城市又掀起了抢购银饰、银条风潮。

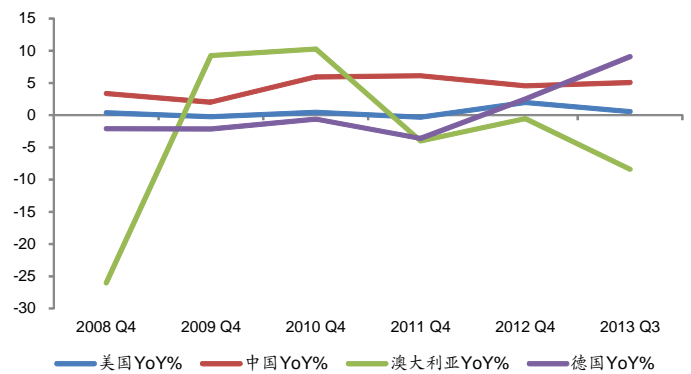
- 2013 年圣诞节，在全国各地金价跌破 300 元大关后，各地再现圣诞折扣下的抢金潮。
- 中国庞大的人口基数、快速增长的人均收入和迅速膨胀的消费需求，为市场的繁荣提供了强劲动力。
- **高成长空间：**中国目前的黄金珠宝首饰消费，还处于较低级的阶段，消费者对贵金属、珠宝玉石饰品装饰功能的要求并不是很高，而婚庆、寿庆、节庆等喜庆场合是中国消费者考虑购买贵金属、珠宝玉石饰品的主要时机，这与中国的送礼文化密不可分。在情人节等特殊节日，高达 60.4% 的 20 岁~30 岁男性消费者会考虑购买珠宝饰品作为礼物。未来，随着中国居民收入以及消费文化的随之提升，更高层次的“非时机性”常态消费或将有较大成长空间。

图表 14: 中国人均可支配收入与欧美澳相比, 差距巨大



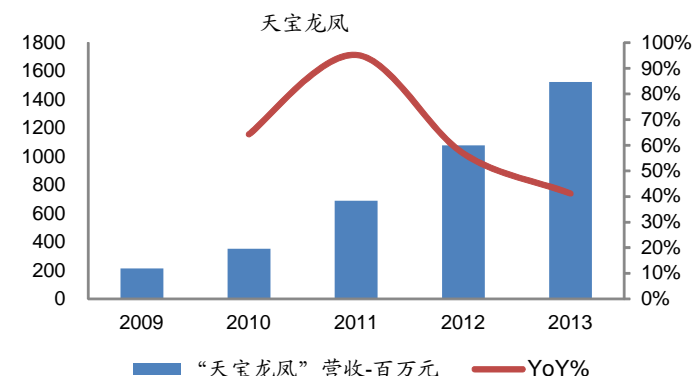
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 15: 中国人均可支配收入正快速增长

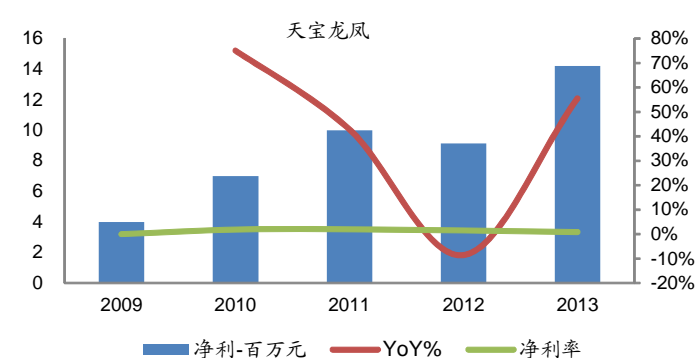


- **天宝龙凤：**是一个处于二线阵营的黄金珠宝类品牌资源，但在近年来在渠道拓展上的大力投入，专柜/门店快速发展，使得这部分营收快速增长，2013 年取得了 41.13% 高增速（这部分增速，也得益于 2013 年金价暴跌阶段引发的全国抢金潮，这种情况在 2014 年再次出现的概率不大）。
- 近年来，公司通过快速通过自营（近半）与加盟结合的手段快速扩店的方式，使得业绩增长很快；但品牌相对不强，净利率始终徘徊在 1% 上下，处于行业低位；未来“天宝龙凤”通过强化品牌、自建销售点或借助多渠道发展以及定制化特色服务等方式来提升利润率的进展，将是公司盈利弹性的一个看点。

图表16: 天宝龙凤的营收增速很靓丽 13年41.13%



图表17: 天宝龙凤的净利率还太低, 有较大提升空间



来源: 国金证券研究所

图表18: 天宝龙凤目前的净利率接近明牌珠宝的水平, 未来有较大提升空间

Profitability	1929.HK 周大福	0580.HK 六福	0417.HK 谢瑞麟	0118.HK 周生生	800812.SH 老凤祥	002345.SZ 潮宏基	800088.SH 东方金钰	800865.SH 绿园商城	002574.SZ 明牌珠宝
EBITDA	689.28	147.64	14.58	83.89	-	23.76	-	-	29.41
EBIT	648.41	140.54	11.53	73.59	66.14	19.26	7.77	35.77	28.42
Operating Margin	13.32%	10.83%	4.20%	4.05%	4.51%	10.57%	8.08%	3.87%	2.70%
Pretax Margin	12.00%	11.46%	3.11%	5.55%	4.59%	11.33%	3.81%	3.37%	1.57%
Return on Assets	14.65%	21.56%	3.93%	11.61%	8.24%	6.83%	3.80%	9.81%	1.83%
Return on Common Equity	22.19%	25.65%	9.08%	16.99%	25.52%	10.55%	20.12%	19.98%	2.63%
Asset Turnover	1.42%	2.26%	1.78%	2.33%	3.57%	0.81%	1.68%	2.07%	1.64%
Margin Analysis									
Gross Margin	26.42%	20.10%	43.07%	14.64%	7.11%	28.28%	10.36%	7.89%	5.85%
EBIT Margin	12.67%	10.90%	4.20%	5.38%	4.31%	10.09%	2.95%	2.06%	2.70%
Net Income Margin	9.29%	9.59%	2.23%	4.36%	2.69%	9.42%	3.16%	3.07%	1.11%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

东方典当: 行业好, 规模优, 是未来盈利亮点

■ 伴随现金流充沛的零售主业, 开拓类金融类业务, 是我们非常看好的方向。而典当行业相对风险小, 行业成长性好, 且东方典当在上海地区具规模优势(注册资金1亿)显著, 未来三年这部分业务将是**增利亮点**。

■ 行业空间大:

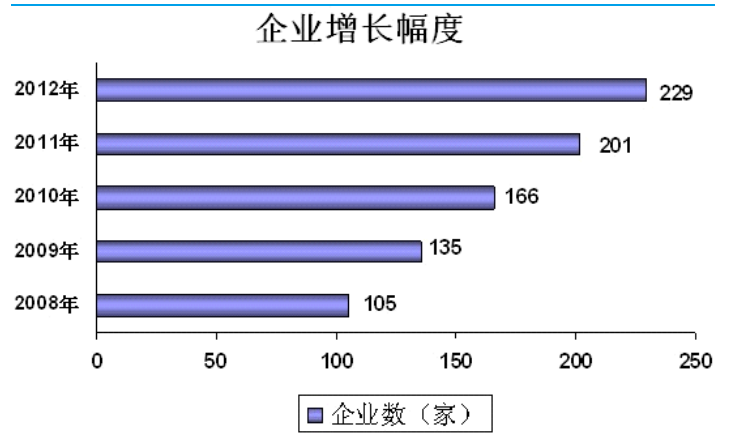
- ✚ 典当是以特定物品或者财产权利质押的形式, 向典当机构借贷的特殊融资方式。其本质特征是以物换钱。而随着经济发展, 企业和个人对资金融通的需求也越来越迫切。国内资金链越紧, 典当需求越旺盛;
- ✚ 据上海典当行业协会数据, 截至 2013 年 6 月底, 全市典当企业为 251 家(新设典当企业 23 家); 分支机构 63 家(新设分支机构 7 家), 共计 315 家典当经营网点。全市注册资金(按 251 家企业计算)为 558326 万元, 同比 2012 年增加 74300 万元, 增长 15.35%;
- ✚ 始于南北朝时代的中国典当行业, 自 1987 年 12 月, 四川成都市华茂典当服务商行开业(北京典当行业的复出以 1992 年北京市金保典当行的成立为标志), 首个重新开始典当业至今, 也不过短短的三十年不到的时间, 且远小于欧美的同行业规模, 还处于朝阳阶段。

图表19: 东方典当在上海市规模位列行业前四

注册资本金分类。	企业数。
1000 万元以下 (不含 1000 万)。	13 家。
1000 万元 — 2000 万元以下 (不含 2000 万)。	114 家。
2000 万元 — 5000 万元以下 (不含 5000 万)。	109 家。
5000 万元 — 1 亿元 (不含 1 亿)。	12 家。
1 亿元—2 亿元 (不含 2 亿)。	2 家。
2 亿元以上。	1 家。
共计。	251 家。

来源: 上海典当行业协会, 国金证券研究所

图表20: 上海典当行业近年来快速增长



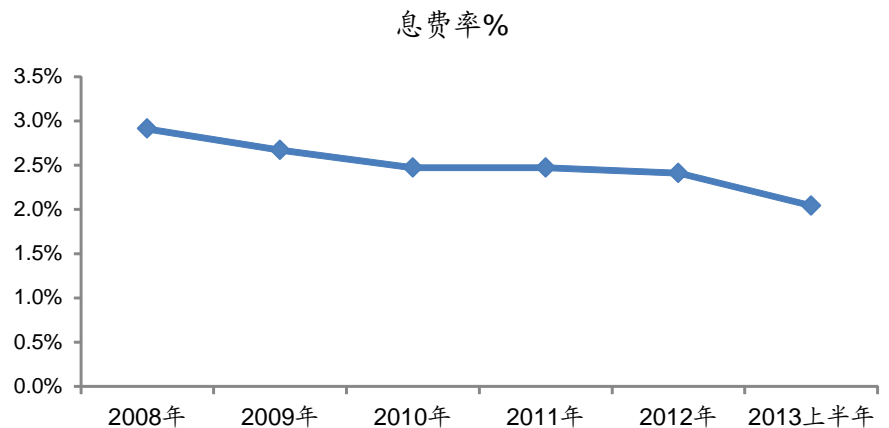
■ 风险适中:

- ✚ 作为特殊的工商企业, 典当行在救急解难、拾遗补缺、便利融资、支持中小企业发展和服务居民生活等方面发挥着独到的作用; 但并非高利贷, 典当行业放贷资金的来源和规模都有限制: 典当行主要是以自有资金发放贷款, 且典当行只能以不超出其注册资本为限向商业银行融资, 也就是资金杠杆最大放到 1:1; 这也是国家允许典当行收取较高综合费用的原因;
- ✚ 这也是为什么说东方典当 (2 个亿) 在上海具有规模优势, 因为经营规模直接取决于注册资本金的规模。

■ 未来有多种协同发展的增长出路:

- ✚ 典当业也面临同业竞争, 使得息费率承下滑态势; 且融资规模的限制, 也使得资金效率降低; 如果单一从事典当, 又不如银行也可以用储蓄资金来放贷, 典当业务的资金效率将处于低位; 但典当与担保、拍卖、银行业务等行业的合作, 却是企业可以向类金融领域稳步发展的方向;
- ✚ 比如益民集团, 本身是有天宝龙凤这样金银珠宝经营内容的, 就可以在接受、鉴定以及拍卖处理方面发挥协同。

图表21: 典当行业息费率承下滑态势, 13 年 2.04%



来源: 典当行业协会, 国金证券研究所

上海国企，改革预期强烈

改革概率大：国势所趋，质地适合

- **改革概率大：**我们认为，随着上海自贸区以及上海国企改革 3.0 版本的推进，伴随上海城市价值提升的同时，处于充分竞争行业的、且大多拥有核心商圈物业资源或悠久品牌的上海本地商贸零售行业，必将通过**深化股权激励、国企整合或资产注入、产业基金参与的并购、以及引入战略投资者等改革措施**而获得新一轮长足发展。
 - **上海或提速：**据东方早报，进入 4 月，上海新一轮国企改革有望提速。今年一季度，各企业集团、委托监管单位和区县国资委，都要完成改革工作方案，而目前这一工作已基本完成；截至 3 月 31 日，上海本轮国企改革有所动作的也已有多家，包括上海东浩兰生集团、上海蔬菜集团、上海国盛集团、上海商投集团等；上海已成立由副市长周波任组长的国资国企改革工作推进领导小组，有 25 个委办局参加，今年将推进 12 个方面的 41 项工作。
 - 据金融界网站等报道，《深化国有企业改革的指导意见》有望在今年上半年出台，内容包括国企下一步改革的原则、方向、目标、任务、路线、时间等方面，因种种原因还在酝酿中。此前拟定方案的少部分内容将体现在十八届三中全会的报告中，大部分内容将进入会后国资委出台的指导意见中。不同于十八大报告中的寥寥几句，业内预期此次全会关于国企改革的报告内容将较为细致、可操作。
- **益民集团质地适合：**
 - 公司有主业、有品牌、地处黄浦区要大力发展的淮海路商圈；而公司股权结构又相对简单，除了绝对控股的黄浦区国资委拥有其 39.4% 的股份外，没有 B/H 股，不论是激励方案还是资产整合都相对更好操作；
 - 公司零售与物业主业与所在位置，与黄浦区国资旗下诸多未上市集团更容易产业协同，比如，上海淮海商业集团等更容易主业协同；
 - 公司管理层本身积极求变，增资天宝龙凤、增资古今以及增资至控股东方典当，以及积极开始线上业务等。

可能性分析：资产整合、股权激励，都将业绩估值双提升

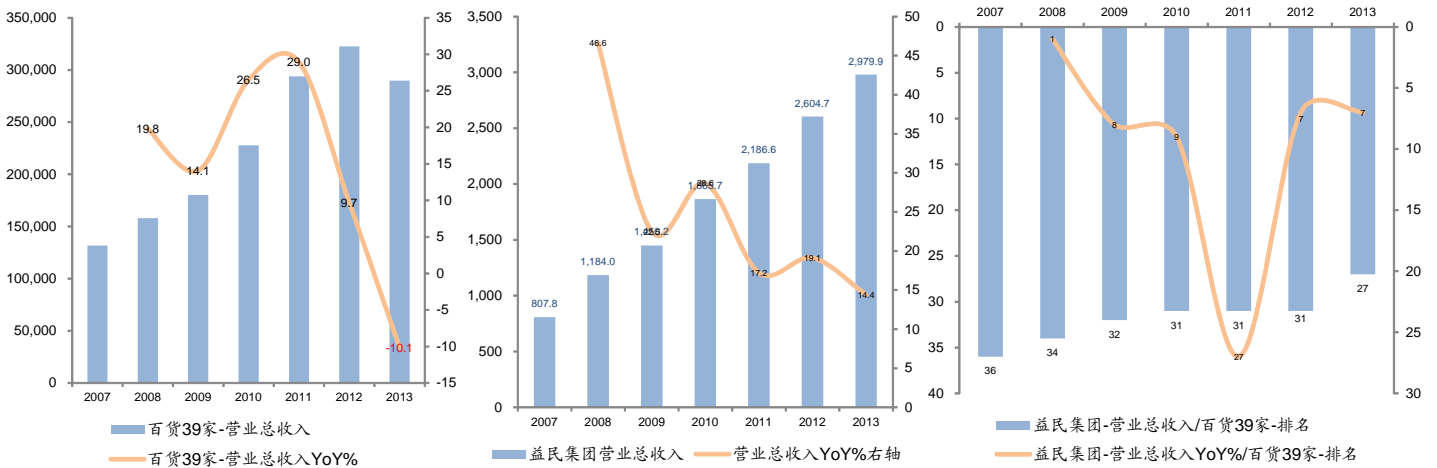
- 不论是注入资产、部分国有股权释放、股权激励深化；上述何种或叠加，都将利好国资零售企业因激励加大或民营资本进入增加活力而业绩提升剂。

财务分析：

营收：营收稳增，增速承压

- 从益民集团总体业绩来看：短期，行业承压中，以价换量；长期，公司将通过多渠道营销、精准客户定位与商品设计、编辑来获取突破。
- 从最新已公告业绩的 39 家百货企业来看，营收总增速为负，而益民的增速 14.4%，营收增速业内排名前 10；这主要得益于天宝龙凤的销量激增 41%（也与金价暴跌，“大妈”狂抢有关）。

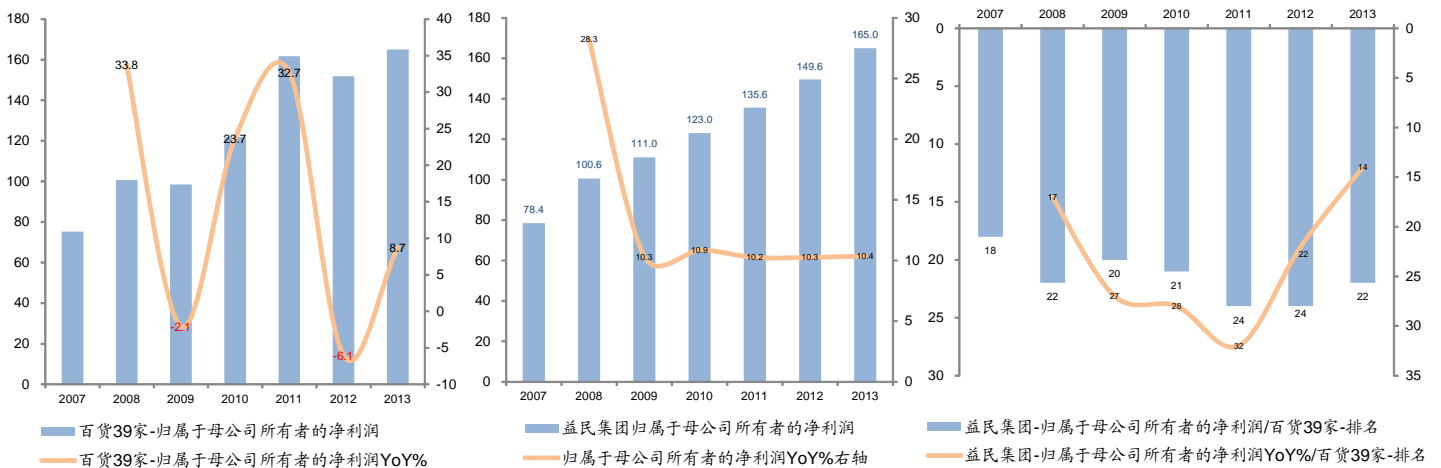
图表22: A股百货39家-营收-总体负增长-益民14.4%增速优秀



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所 注: 共统计 A 股百货 39 家中, 尚有 4 家未公布业绩

- 而从净利润来看, 益民的增速 10.4%, 略好于行业中位数 8.7%, 名列 14 位, 中等偏上。

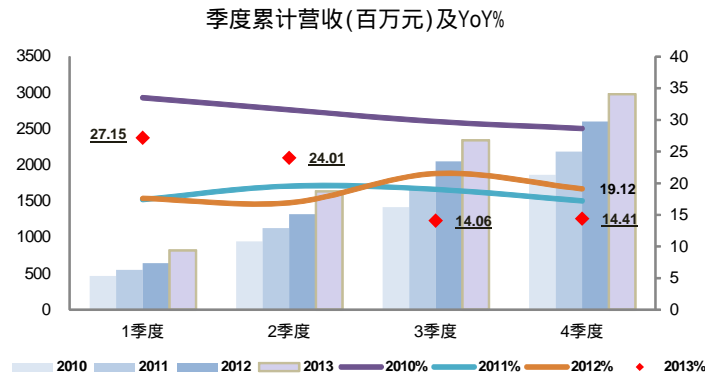
图表23: A股百货39家(中位数)-净利增速8.7%-益民业绩中上10.4%



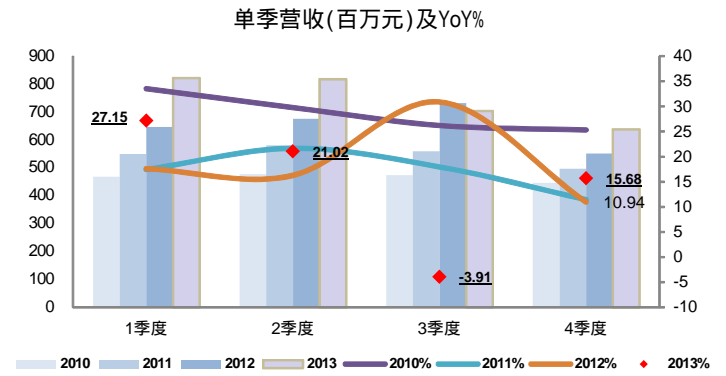
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所 注: 共统计 A 股百货 39 家中, 尚有 4 家未公布业绩

- 就益民集团历史增速来看, 增速有逐年下滑的态势; 2013 年 4 季度略有回升; 处于行业承压, 求变求新才可突破的状态。

图表24: 益民集团 13 年营收增速较 12 年回落 4.71%



图表25: 益民集团 2013 年 4 季度营收增速回升 4.74%

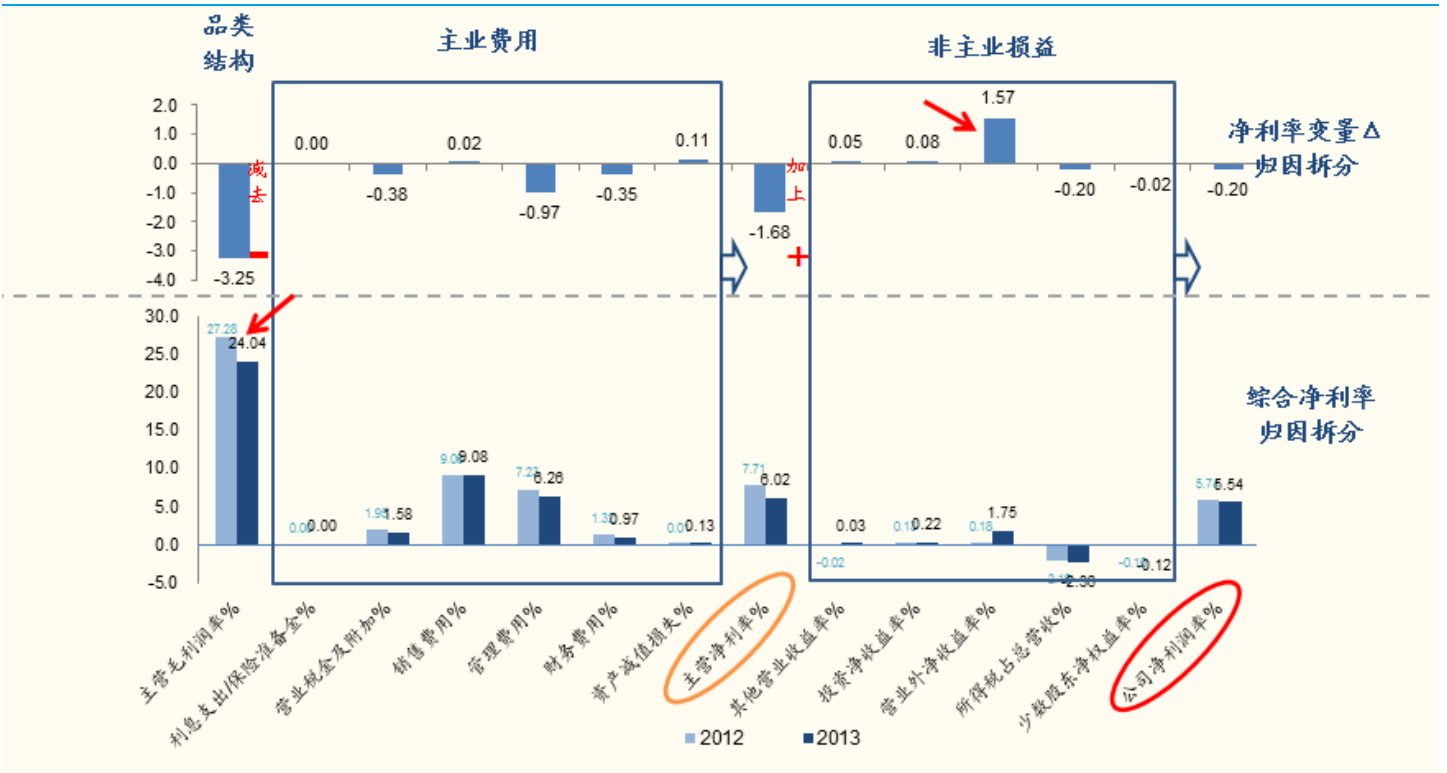


来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利: 盈利能力承压, 必须变革求生

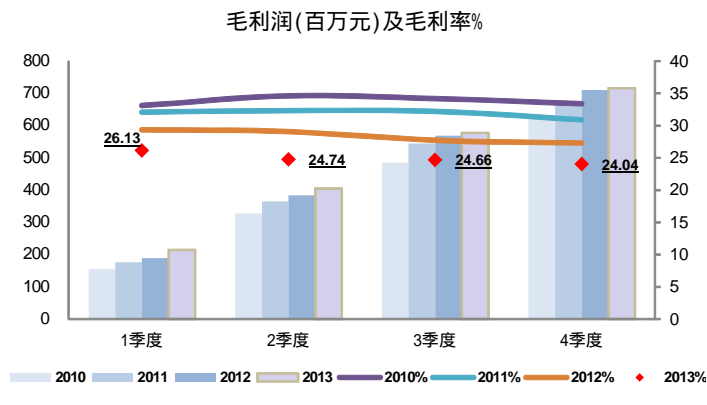
- 下面这张图分三个部分, 分析了公司品类、费用以及营业外盈利能力的变化:
 - 最左边毛利率变化, 显示了公司营收中品类占比的变化: 公司 2013 年毛利率有所下滑, 这有两个原因, 其一是产品构成发生了变化, 高毛利率的古今与物业收入占比下降, 低毛利率的天宝龙凤销量大涨; 其二, 是古今与物业租赁本身的利润率在下降, 古今下降 1.3 个百分点, 物业租赁下降 6.26 个百分点;
 - 中间主业费用的各项比率变化, 导致了主业净利率的变化, 我们发现公司管理费、财务费用以及营业税金及附加等的营收占比, 都在下降, 因此, 主业净利率只下降了 1.68%, 好于毛利率下降的 3.25 个百分点;
 - 最右边是公司营业外净收益的增加, 即报告期内收到政府补助, 改善了公司综合净利率的下降, 至只下降了 0.2 个百分点。
 - 因此, 撇开国企改革、资产注入的预期, 抛开今年其实很大可能会发生的店内科技变革, 就目前情况看, 公司目前面临的行业压力还是较为严峻的。所以, 改革与变革势在必行!

图表26: 短期主业利润率承压-主因: 古今促销与在线零售的增长



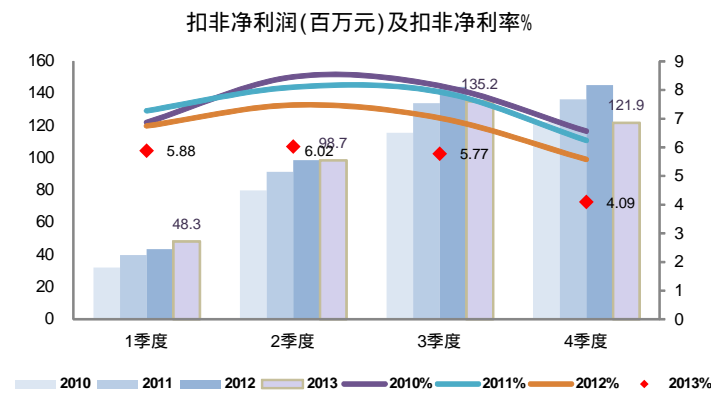
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表27: 毛利润缓增, 毛利率下降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

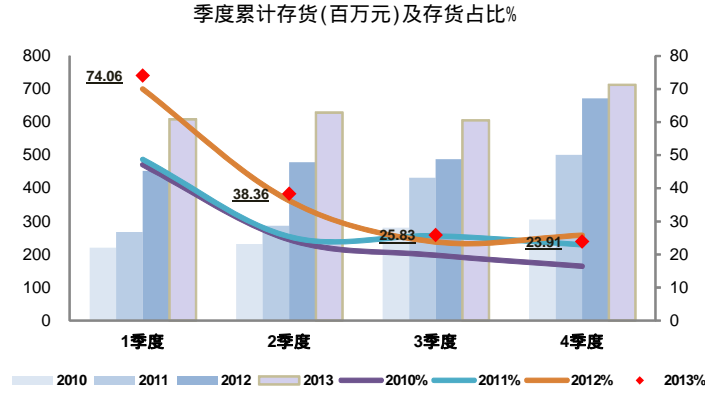
图表28: 毛利下滑与费用微增, 净利率承压



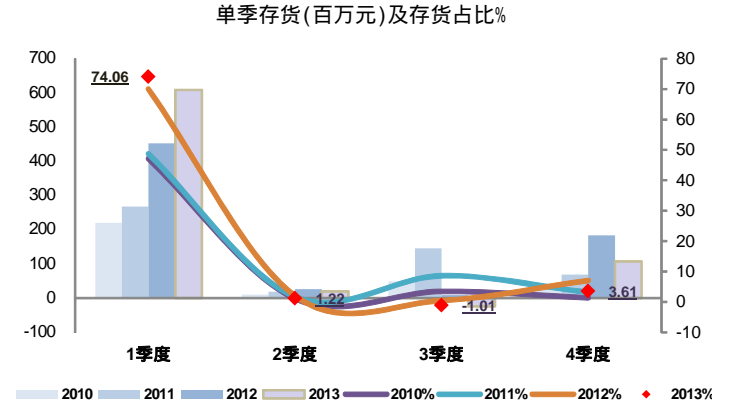
存货水平正常；经营性现金流稳增，投资加速

- 从年度存货占比来看（图表 31），公司历年的存货占比相对稳定；而 2011 年存货金额有所上升，是天宝龙凤的黄金库存有所增加所致；从季度规律来看，公司的 1 季度与 4 季度相对存货较多，四年数据比较-比例基本稳定；

图表29：益民集团存货水平较 2010 年有所提升

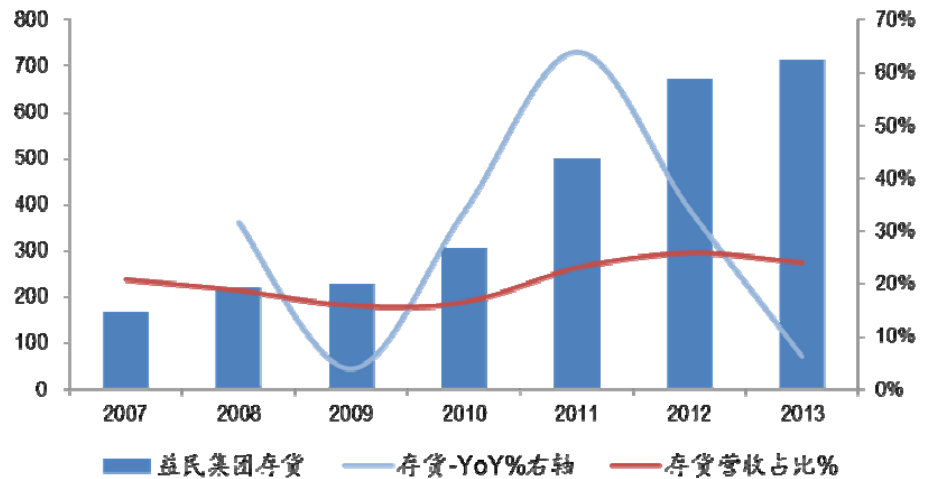


图表30：公司存货高峰每年出现在 1 季度



来源：公司公告，国金证券研究所

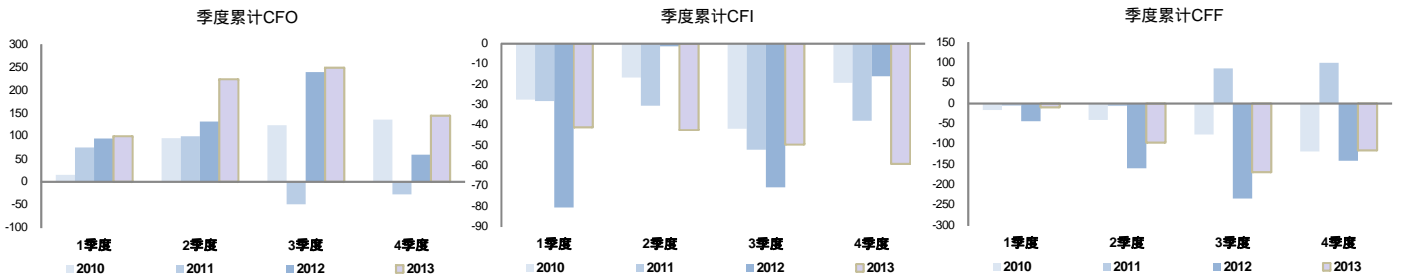
图表31：益民集团历年存货/营收占比维持稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从现金流来看，公司经营性现金流稳定，投资加速（对天宝龙凤、古今、东方典当等以及在线渠道等的投资），未来收获可期。

图表32: 益民集团经营性现金流稳增, 投资加速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测:

古今: 短期以价换量, 未来或有创新空间

- 公司 2013 年取得了 5000 多万的在线销售, 线上突破值得关注; 但就目前情况看, 未来营收可能因为线上的拓展 (目前在线销售基数较小, 总体占比小) 有少量增长 (14-16 年: 2.8%、3%、3.2%), 而利润率估计会持续回落的态势。
- 过去的 2 年欧美的传统零售都在进行店内科技变革, 试图的移动互联的新消费场景下获得突破; 公司在上海市内门店点 200 多个 (全国近 1700 家), 完全有条件也有可能进行店内科技应用的尝试, 未来应密切关注。
- 随着公司营收增长, 各项销售、管理费用有下降的趋势, 我们推算公司 14-16 年的期间费用率将在 15.62%、15.15%、14.85%;
- 古今内衣 14~16 年的盈利为 1.06、1.08、1.11 亿元, 贡献 EPS0.121、0.123、0.126。

图表33: 古今内衣盈利预测

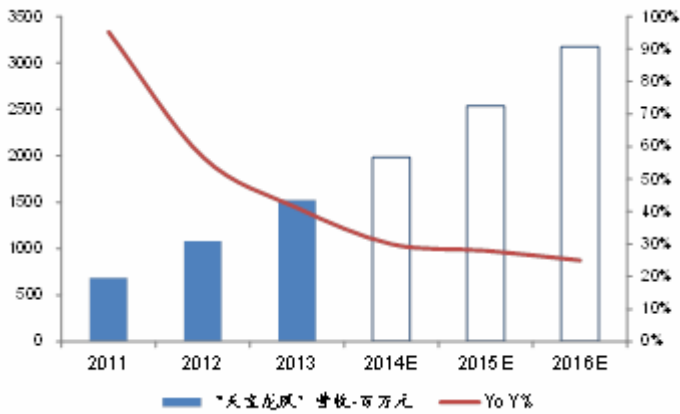
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	3yrCAGR
“古今”营收-百万元	637.00	665.00	682.36	701.46	722.51	745.63	
YoY%		4.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	
净利-百万元	101.00	111.00	105.00	106.62	108.38	111.10	1.90%
YoY%		9.9%	-5.4%	1.5%	1.6%	2.5%	
净利率	15.86%	16.69%	15.39%	15.20%	15.00%	14.90%	
推算毛利率	35.80%	34.31%	31.83%	30.82%	30.15%	29.75%	
贡献EPS	0.115	0.126	0.120	0.121	0.123	0.126	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

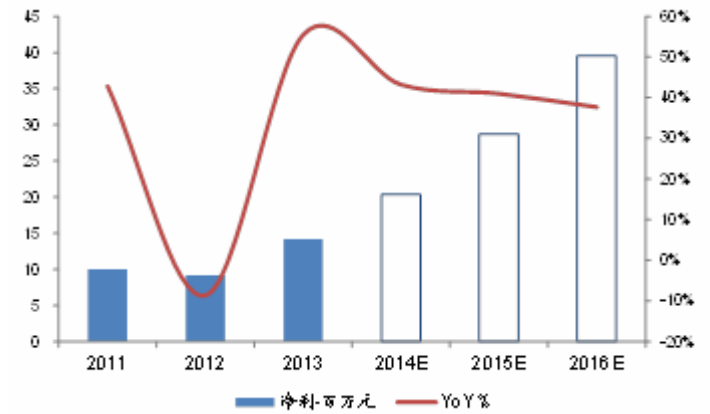
天宝龙凤: 预计营收增速 40%, 净利率有提升空间

- 天宝龙凤本身营收基数不高、薄利多销的模式, 预计 2014 年仍将可维持 40%的增速;
- 预计 2014~16 年, 天宝龙凤净利 2035、2869、3951 万元, 贡献 EPS0.023、0.033、0.045 元。

图表34: 天宝龙凤营收预测



图表35: 天宝龙凤净利预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

东方典当: 预计营、利都快速增长

- 由于典当公司的营收规模是由注册资本金规模决定的, 最多做到本金的 2 倍; 而利润率是行业水平在结合自身规模、位置与综合服务能力与经验的优势, 我们较保守的预测东方典当未来三年的营收如下:
 - 2014~16 年营收 7064、7912、8863 万元, 净利率由于规模效应以及多年经验和地位优势, 将逐渐回归行业水平 28%、29%、30%;
 - 预计 14~16 年将贡献净利润 1978、2295、2658 万元, EPS 0.023、0.026、0.03 元。

图表36: 东方典当-预计 3 年实现盈利翻番

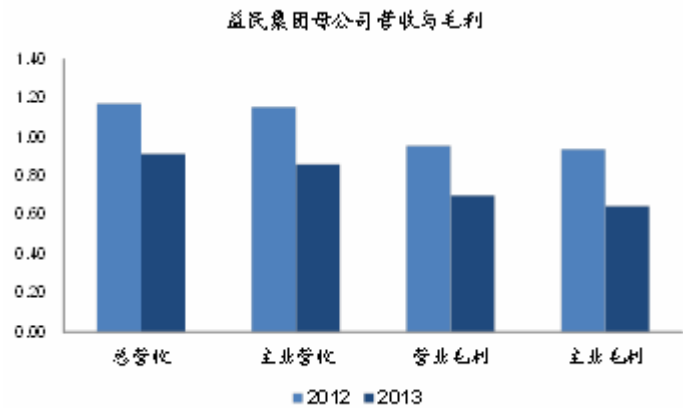
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
东方典当资本金-百万元	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00
东方典当营收-百万元	40.37	16.60	70.64	79.12	88.62
YoY%		-58.9%	325.5%	12.0%	12.0%
净利-百万元	12.22	2.90	19.78	22.95	26.58
YoY%		-76.27%	582.22%	16.00%	15.86%
净利率	30.26%	17.47%	28.00%	29.00%	30.00%
推算毛利率	47.88%	33.91%	43.62%	44.15%	44.85%
贡献EPS			0.023	0.026	0.030

来源: 公司公告, 国金证券研究所

物业租赁及其他: 盈利增长稳定

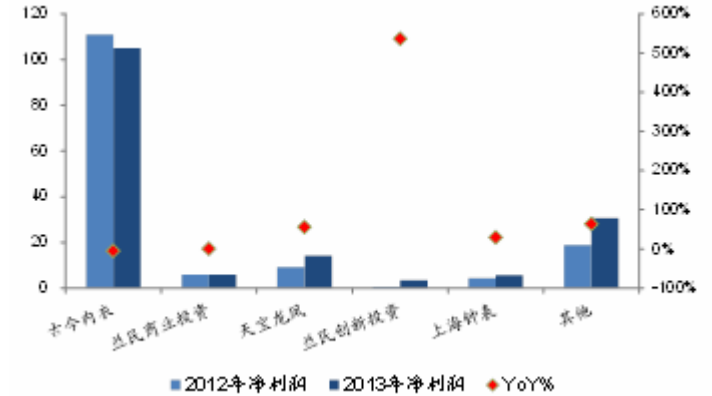
- 益民集团的物业收入长期较稳定, 但近年来由于淮海路商圈改造未达到良好效果, 导致物业收入有所下滑; 但其他业务, 比如其他控股或参股子公司, 益民创投、上海钟表等都有很好业绩表现。
- 预计 14~16 年盈利 3472、4740、6097 万元。

图表37: 物业租赁业务承压下滑态势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 其他子公司营收却有诸多亮点-钟表、创投等



公司: 预计 14~16 年, 盈利增速 10%以上

- 综上所述, 预计公司 14~16 年营收 34.54、39.8、45.97 亿元, 盈利 1.81、2.07、2.38 亿元, EPS 0.207、0.236、0.271, 净利增速在 9.96%、14.3%、14.83%。

图表39: 益民集团销售预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总营收	1450.22	1865.70	2186.58	2604.65	2979.87	3454.29	3980.18	4596.51
YoY%	22.49%	28.65%	17.20%	19.12%	14.41%	15.92%	15.22%	15.48%
古今*		549.04	637.00	665.00	682.36	701.46	722.51	745.63
YoY%			16.02%	4.40%	2.61%	2.80%	3.00%	3.20%
天宝龙凤		352.81	689.00	1080.00	1524.20	1981.47	2536.28	3170.34
YoY%			95.29%	56.75%	41.13%	30.00%	28.00%	25.00%
物业及其他		963.85	860.58	859.65	773.31	700.72	642.28	591.92
YoY%			-10.72%	-0.11%	-10.04%	-9.39%	-8.34%	-7.84%
摄影器材			572.00	535.00	499.00	465.07	433.44	403.97
YoY%				-6.47%	-6.73%	-6.80%	-6.80%	-6.80%
物业	120.06	114.98	130.31	150.49	124.37	108.20	94.14	84.72
YoY%		-4.23%	13.33%	15.49%	-17.36%	-13.00%	-13.00%	-10.00%
其他			158.27	174.16	149.94	127.45	114.70	103.23
YoY%				10.04%	-13.91%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
东方典当**						70.64	79.12	88.62
YoY% (此为保守估计, 因为上海整个典当行业2013年增速为12%; 而公司规模属于前列, 应更高)							12.00%	12.00%

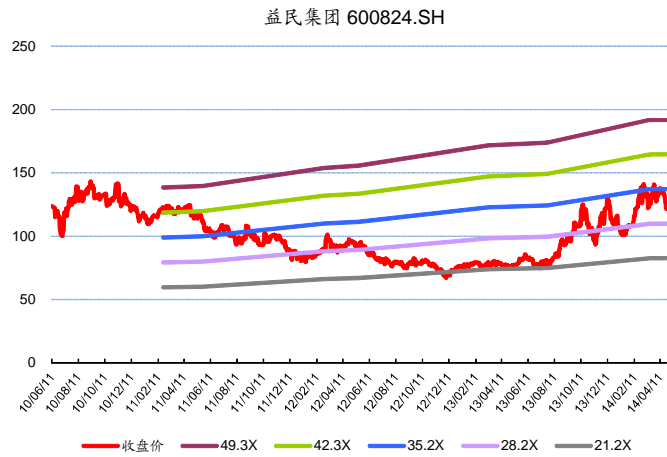
来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值与投资建议:

估值

- 公司目前处于历史估值的中位, 说明改革预期已在股价中有所反应;
- 而从公司未来国企改革与科技变革突破的较大概率来看, 目前估值不算太高。

图表40: 益民集团 PE-Band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 益民集团 PB-Band



投资建议

- 长期看好，建议增持。
 - 我们认为公司是上海黄浦区国资旗下零售公司，拥有古今、天宝龙凤及东方典当等品牌资源，主业稳健、新增类金融业务盈利贡献将快速增长，国资平台资源丰富，未来资产整合与激励改革的概率很大；是值得长期投资的白马标的，建议增持。
 - 风险提示：改革推进受阻；国内经济超预期下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,187	2,605	2,980	3,454	3,980	4,597	货币资金	251	155	125	150	280	379
增长率	19.1%	14.4%	15.9%	15.2%	15.5%		应收款项	88	63	91	91	105	121
主营业务成本	-1,511	-1,894	-2,264	-2,632	-3,059	-3,541	存货	501	672	712	793	922	1,067
%销售收入	69.1%	72.7%	76.0%	76.2%	76.9%	77.0%	其他流动资产	31	81	66	77	88	101
毛利	675	711	716	822	921	1,056	流动资产	871	970	994	1,112	1,395	1,669
%销售收入	30.9%	27.3%	24.0%	23.8%	23.1%	23.0%	%总资产	37.7%	41.1%	41.5%	44.9%	50.4%	54.7%
营业税金及附加	-46	-51	-47	-45	-52	-60	长期投资	1,220	1,177	1,144	1,145	1,144	1,144
%销售收入	2.1%	2.0%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	171	173.73	174.46	183	190	196
营业费用	-220	-236	-270	-279	-329	-380	%总资产	7.4%	7.4%	7.3%	7.4%	6.8%	6.4%
%销售收入	10.1%	9.1%	9.1%	8.1%	8.3%	8.3%	无形资产	51	40	49	37	40	43
管理费用	-185	-188	-187	-216	-249	-288	非流动资产	1,442	1,391	1,398	1,365	1,374	1,382
%销售收入	8.5%	7.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	%总资产	62.3%	58.9%	58.5%	55.1%	49.6%	45.3%
息税前利润 (EBIT)	224	235	212	282	291	328	资产总计	2,314	2,361	2,393	2,476	2,769	3,051
%销售收入	10.3%	9.0%	7.1%	8.2%	7.3%	7.1%	短期借款	554	490	500	290	48	0
财务费用	-30	-34	-29	-21	6	12	应付款项	206	222	216	256	296	342
%销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	0.6%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	6	-7	-2	84	93	103
资产减值损失	-1	0	-4	0	0	0	流动负债	767	706	714	629	437	445
公允价值变动收益	-3	0	1	0	0	0	长期贷款	50	50	0	0	0	0
投资收益	2	3	6	6	6	6	其他长期负债	48	48	2	1	1	1
%税前利润	1.2%	1.7%	2.7%	2.2%	2.0%	1.7%	负债	865	804	716	630	438	446
营业利润	193	204	187	267	304	346	普通股股东权益	1,443	1,549	1,666	1,821	2,003	2,214
营业利润率	8.8%	7.8%	6.3%	7.7%	7.6%	7.5%	少数股东权益	6	8	10	24	38	52
营业外收支	1	5	52	4	4	4	负债股东权益合计	2,314	2,361	2,393	2,476	2,769	3,051
税前利润	194	208	239	271	308	350	比率分析						
利润率	8.9%	8.0%	8.0%	7.9%	7.7%	7.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-58	-56	-70	-76	-86	-98	每股指标						
所得税率	29.7%	27.0%	29.4%	28.0%	28.0%	28.0%	每股收益	0.185	0.204	0.188	0.207	0.236	0.271
净利润	137	152	169	195	221	252	每股净资产	1.972	2.116	1.897	2.074	2.280	2.521
少数股东损益	1	3	4	14	14	14	每股经营现金净流	-0.037	0.082	0.165	0.269	0.147	0.166
归属于母公司的净利润	136	150	165	181	207	238	每股股利	0.060	0.060	0.060	0.030	0.030	0.030
净利率	6.2%	5.7%	5.5%	5.3%	5.2%	5.2%	回报率						
							净资产收益率	9.40%	9.65%	9.90%	9.96%	10.36%	10.76%
							总资产收益率	5.86%	6.33%	6.90%	7.33%	8.37%	8.78%
							投入资本收益率	7.68%	8.19%	6.88%	9.51%	10.04%	10.43%
							增长率						
							主营业务收入增长率	17.20%	19.12%	14.41%	15.92%	15.22%	15.48%
							EBIT增长率	14.47%	4.95%	-9.85%	32.92%	3.23%	12.70%
							净利润增长率	10.25%	10.26%	10.35%	9.96%	14.30%	14.83%
							总资产增长率	10.36%	2.05%	1.34%	3.49%	11.82%	10.20%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	7.7	6.8	6.0	6.2	6.2	6.2
							存货周转天数	97.5	113.0	111.6	110.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	11.2	10.1	7.8	7.8	7.8	7.8
							固定资产周转天数	28.6	23.0	21.4	18.2	15.5	13.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	23.94%	24.38%	21.98%	7.23%	-11.68%	-17.03%
							EBIT利息保障倍数	7.6	6.9	7.3	13.7	-46.4	-27.3
							资产负债率	37.37%	34.03%	29.93%	25.46%	17.67%	16.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	3	5
增持	0	0	3	7	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.75	1.71	1.67

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-02-26	增持	6.68	6.60 ~ 7.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD