

益民集团 (600824.SH)

百货零售行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

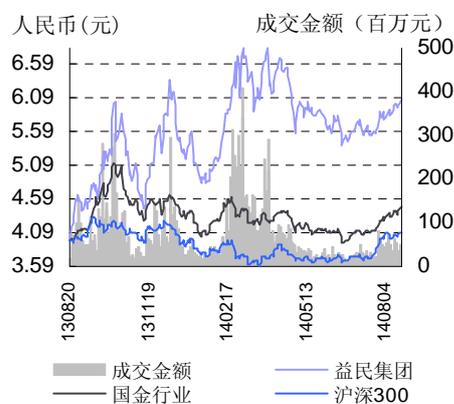
市价(人民币): 6.07元

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) | 5,331.62 |
| 年内股价最高最低(元) | 6.84/4.19 |
| 沪深300指数 | 2374.77 |
| 上证指数 | 2245.33 |



相关报告

- 《拥品牌、物业、国资平台,转型、改革进行时》, 2014.4.29
- 《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

“古今”求变、典当初起、改革助力可期

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 | 29.38 | 25.70 | 22.38 |
| 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

业绩简评

- 益民集团 14 年上半年实现营收、净利润以及扣非净利润分别为 16.58 亿元、1.11 亿元以及 1.05 亿元, 同比增速分别为 1.18%、5.12%、6.88%; 自本报告期起公司完成对东方典当控股 52% 并实现并表。

经营分析

- 行业疲弱, “古今”触网求变, 净利润微降 1.7%, 在线增速 77% 仍强劲。(1) 服装类消费增速(月度同比自 11 年 20% 以上到 14 年的 10% 以下) 近年来持续回落, 14 年上半年, 古今集团净利润 7115.77 万元已属不错; (2) 公司从加强产品与体验 (“古今龙” 系列、一站式古今生活馆) 以及全渠道发力 (SAP 项目上线、搭载天猫平台开设专卖店等), 在线销售 14H1 半年已近去年全年量-近五千万; (3) “古今” 产品贡献公司八成营收与七成利润, 我们预计 14 年全年净利增速将稳定在 -2%~5% 之间, 成为公司创新求变之抗风险的根基。
- 黄金承压, 典当初起, 衍生金融或成未来亮点。(1) 基于 13 年上半年 “大妈抢黄金” 效应的高基数, 14H1 黄金产品销售承压; “天宝龙凤” 通过优化网点/新品开发/黄金租赁/网上、电视直销等多渠道开拓, 有效冲抵不利因素, 实现净利同比略增 0.19% 达 833 万, 预计全年正增长; (2) 报告期内, 公司完成了对东方典当 52% 控股并实现并表, 当期贡献净利 367 万, 预计全年全年贡献净利 700-800 万; 东方典当的规模位于上海 251 家的前三 (13 年全市典当收入近五百亿), 未来营收有增长 5-10 倍达到 2.5~5 亿的较大空间。
- 物业、租赁提供安全边际, 改革助力可期。(1) 公司自有物业 16.95 万平米, 多位于上海市中心, 提供租赁收入以及物业增值的较高安全边际; (2) 公司与德同资本合设的德益消费升级产业基金已完成注册, 拓宽了未来以产业链整合与并购重组等方式谋求发展的道路; (3) 国企改革推进的可能性较大。

盈利调整

- 我们维持公司 2014、15、16 年实现净利润 1.95/2.21/2.52 亿元的盈利预测, 净利润同比增长 9.96%、14.3% 和 14.83%。

投资建议

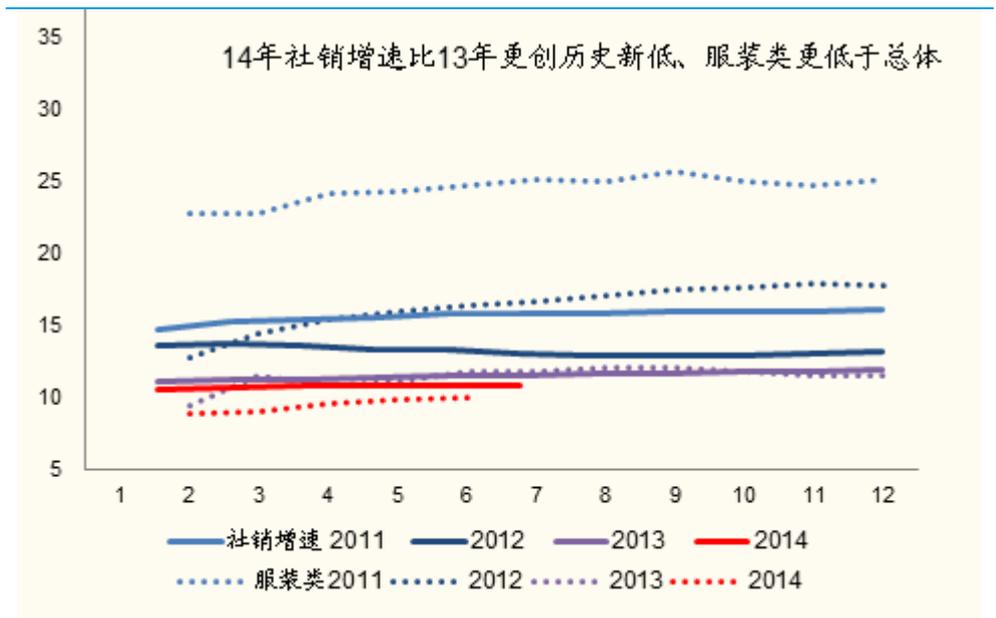
- 维持 “增持” 评级。我们认为, 公司是上海黄浦区国资旗下零售公司, 拥有古今、天宝龙凤及东方典当等品牌资源, 主业稳健、新增类金融业务盈利贡献将快速增长, 国资平台资源丰厚, 未来资产整合与激励改革的概率很大; 是值得长期投资的白马标的。维持公司未来 6-12 个月 7.20 元目标价位, 对应于 14 年 20x 对应 4.14 元以及物业 RNAV3.06 元。

行业疲弱，“古今”触网求变

14H1 古今集团净利润微降 1.7%，在线增速 77%

- 行业疲弱。服装类消费增速（月度同比自 11 年 20% 以上到 14 年的 10% 以下）近年来持续回落，14 年上半年，古今集团净利润 7115.77 万元已属不错；
 - 最近 4 年，服装类销售处于行业性的下滑中：从下图月度社销总额以及限额以上服装类的累计同比增速可以清晰的看到，服装类消费增速从 2011 年的远高于社销总体水平→2012 年的接近社销总体水平→2013 年的几乎与社销总累计增速一致→2014 年的整个上半年低于社销总体增速，是处于一个显著下滑的态势中。

图表1：红色虚线显示服装类 14 年 1-6 月增速更低于社销总增速



来源：Wind, 国金证券研究所

- 公司从加强产品与体验（“古今龙”系列、一站式古今生活馆）以及全渠道发力（SAP 项目上线、搭载天猫平台开设专卖店等），在线销售 14H1 半年销售额已近去年全年销售；
 - 公司通过对外合作，合资成立了专业生产“古今龙”男士系列产品的上海古今龙服饰有限公司；
 - 公司创建了第一家古今生活馆，以满足消费者个性化、高品质和“一站式”服务的需求；
 - 新的 SAP 项目顺利完成上线，建立了集财务、采购、计划、生产研发和分销等业务板块一体化的信息化管理系统；
 - 公司整合资源完善电商平台，完成了“古今生活概念馆”天猫专营店开设工作，报告期内古今电子商务平台实现销售 4515.75 万元，同比增长 77.33%。
- “古今”产品贡献公司八成营收与七成利润，我们预计 14 年全年净利增速将稳定在-2%~5%之间，成为公司创新求变之抗风险的根基。

黄金承压，典当初起，衍生金融或成未来亮点

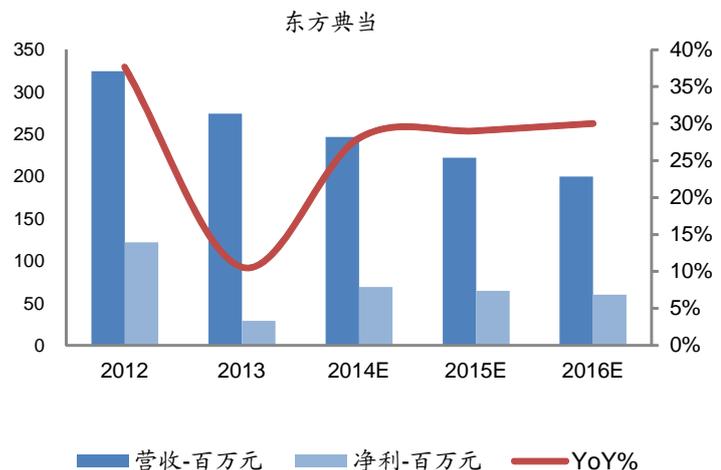
“天宝龙凤”多举措抗压，业绩持稳

- 基于 13 年上半年“大妈抢黄金”效应的高基数，14H1 黄金产品销售承压；“天宝龙凤”通过优化网点/新品开发/黄金租赁/网上、电视直销等多渠道开拓，有效冲抵不利因素，实现净利同比略增 0.19% 达 833 万，预计全年正增长；

恰时并入东方典当，衍生金融或为未来增色

- 报告期内，公司完成了对东方典当 52% 控股并实现并表，当期贡献净利 367 万，预计全年全年贡献净利 700-800 万；
- 东方典当的规模位于上海 251 家的前三，而 2013 年全市典当行业营收近 500 亿，根据公告中东方典当 14H1 净利 705 万以及行业平均利润率 25-30% 来推算，14 年预计营收仅 5 千万；而根据上海市行业规模以及公司地位，未来经营成熟后，有望通过逐步增资而达到营收增长 5-10 倍达到 2.5~5 亿。（下图 2013 年的营收下降，仅因未并入的东方典当资金缺乏所致，不是由于典当市场不利因素。）

图表2：预测未来三年东方典当的净利 CAGR 将达 25% 以上



来源：公司公告，国金证券研究所

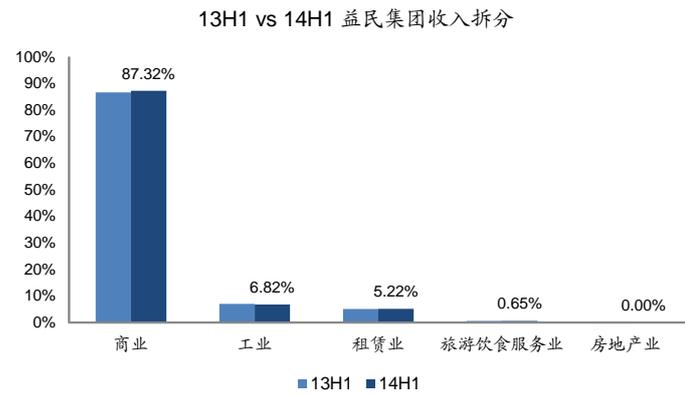
物业、租赁提供安全边际，改革助力可期

古今收入是主业支柱，物业贡献利润近 16%，提供安全边际

- 公司自有物业 16.95 万平方米，多地处上海市中心，为公司的品牌经营、物业经营及物业增值提供了良好基础，也为企业发展提供了长期稳定的自有资产估值和定价。

图3: 目前, “古今”销售仍是支柱

图4: 但物业提供安全边际, 还贡献公司利润的16%

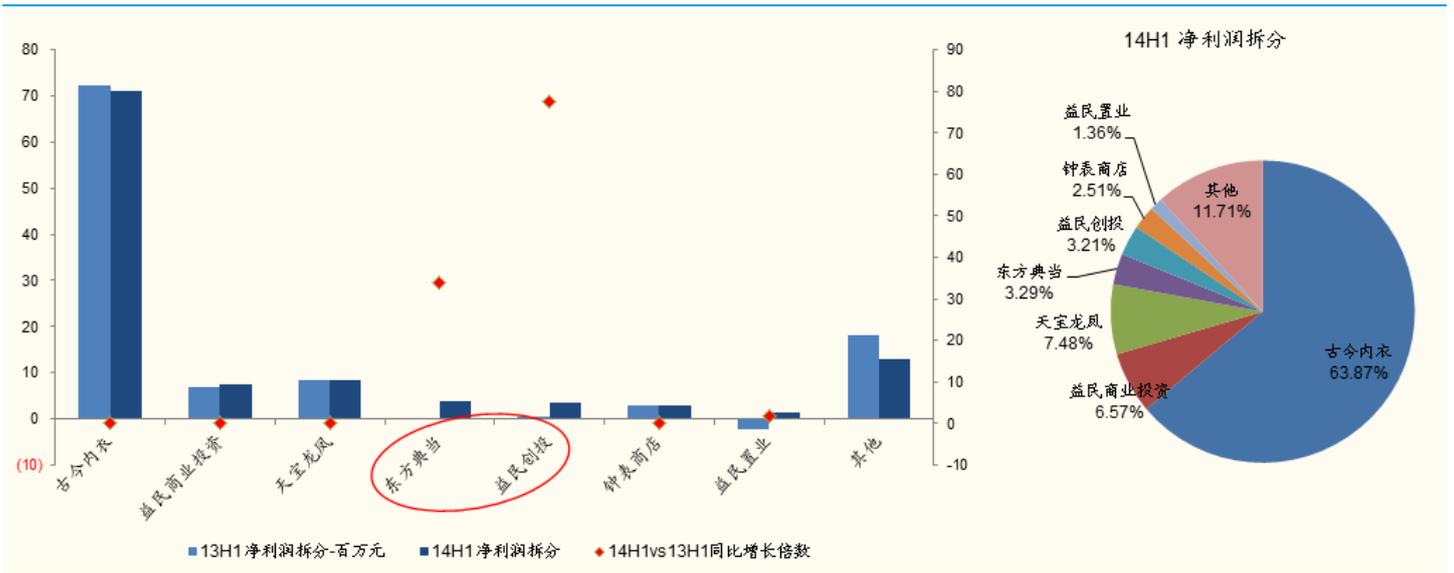


来源: 国金证券研究所

并购、创投、国企改革带来的资源整合, 值得期待

- 公司 14H1 同比增速最快的两类业务是东方典当和益民创投;
- 公司与德同资本合设的德益消费升级产业基金已完成注册, 拓宽了未来以产业链整合与并购重组等方式谋求发展的道路。

图5: 东方典当与益民创投正以高成长形成对主业有效补充



来源: 公司公告, 国金证券研究所

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% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 净利润 | 137 | 152 | 169 | 195 | 221 | 252 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 4 | 14 | 14 | 14 |
| 非现金支出 | 72 | 70 | 69 | 19 | 20 | 21 |
| 非经营收益 | 28 | 30 | -36 | 15 | -8 | -10 |
| 营运资金变动 | -264 | -192 | -57 | 7 | -104 | -118 |
| 经营活动现金净流 | -26 | 62 | 148 | 250 | 143 | 160 |
| 资本开支 | -11 | -21 | -25 | 19 | -25 | -26 |
| 投资 | 354 | 318 | 274 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 4 | 5 | 4 | 6 | 6 | 6 |
| 投资活动现金净流 | 347 | 302 | 252 | 24 | -19 | -20 |
| 股权募资 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 174 | -64 | -40 | -210 | 48 | 0 |
| 其他 | -74 | -77 | -76 | -26 | -28 | -26 |
| 筹资活动现金净流 | 100 | -140 | -115 | -236 | 20 | -26 |
| 现金净流量 | 421 | 224 | 285 | 39 | 144 | 113 |

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 | 0 | 1 | 4 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 0 | 0 | 1.00 | 1.64 |

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 | 6.71 | 6.60~7.70 |
| 2 2014-04-29 | 增持 | 5.72 | 7.20~7.20 |

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为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