

2015年03月18日

益民集团 (600824.SH)

## 商业经营稳健，战略转型+国企改革 助长期发展

■**14年业绩平稳增长。**公司14年实现营收30.84亿（不含典当利息收入），同比增长3.50%，利息收入0.39亿，营业总收入31.23亿，同比增长4.18%；归母净利润1.82亿，同比增长10.07%；扣非后归母净利润1.53亿，同比增长25.15%；EPS为0.21元。其中，14Q4实现营收6.10亿，同比下降4.34%，（Q1-Q3同比增速分别为1.62%、0.74%、16.02%）；净利润0.30亿元，同比增长62.34%，（Q1-Q3同比增速分别为8.57%、9.58%、12.89%）。同时公告每10股派现金红利0.63元（含税）。

■**多渠道推进品牌建设，主业经营稳健。**报告期内，主营业务收入29.88亿，同比增长3.93%。第一，商业板块实现收入26.28亿（占比87.95%），同比增长0.56%，毛利率为17.69%，较去年同期减少0.84个百分点。第二，租赁业务实现收入1.89亿（占比6.33%），同比增长5.58%，毛利率62.76%，较去年同期增加1.28个百分点。第三，电商业\旅游饮食服务业实现收入1.52亿/0.19亿（占比5.09%/0.64%），同比增长137.66%/5.36%，毛利率为38.01%/66.07%，较去年同期增加-18.06/3.51个百分点。

■**战略转型助长期发展，国企改革打开成长空间** 第一，多渠道拓展助传统商业稳健增长。第二，东方典当股权比例增至52%，推动类金融板块建设。第三，基金模式切入新兴领域，转型已步入快车道。第四，作为黄浦区国资委下的老牌零售企业，国企改革预期强烈。

■**首次覆盖，给予增持-A评级。**公司是上海市黄浦区国资委旗下重点零售公司，拥有古今、天宝龙凤等老字号知名品牌，近期多渠道拓展助主业经营稳健。未来金融+新兴领域转型叠加国企改革政策落地将打开想象空间，值得关注。我们预计公司15、16年EPS分别为0.25元、0.29元，当前股价对应PE为39倍、33倍。首次覆盖，给予增持-A评级。

■**风险提示：**国企改革落地时间存在不确定性。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,979.9	3,123.1	3,279.3	3,459.7	3,632.6
净利润	165.0	181.6	218.0	253.3	294.2
每股收益(元)	0.19	0.21	0.25	0.29	0.33
每股净资产(元)	1.90	2.04	2.13	2.37	2.58
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	51.6	46.9	39.1	33.6	29.0
市净率(倍)	5.1	4.7	4.6	4.1	3.8
净利润率	5.5%	5.8%	6.6%	7.3%	8.1%
净资产收益率	9.9%	10.1%	11.7%	12.2%	13.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.8%	0.9%	1.0%
ROIC	19.0%	23.7%	27.6%	55.8%	62.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

增持-A

首次评级

6个月目标价

12.13元

股价(2015-03-17)

9.70元

交易数据

总市值(百万元)	8,520.05
流通市值(百万元)	8,520.05
总股本(百万股)	878.36
流通股本(百万股)	878.36
12个月价格区间	5.40/9.70元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	20.63	32.55	-14.99
绝对收益	27.30	44.35	60.33

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-68766113

相关报告

**14 年业绩平稳增长。**公司 14 年实现营收 30.84 亿(不含典当利息收入),同比增长 3.50%,利息收入 0.39 亿,营业总收入 31.23 亿,同比增长 4.18%;归母净利润 1.82 亿,同比增长 10.07%;扣非后归母净利润 1.53 亿,同比增长 25.15%;EPS 为 0.21 元。其中,14Q4 实现营收 6.10 亿,同比下降 4.34%,(Q1-Q3 同比增速分别为 1.62%、0.74%、16.02%);净利润 0.30 亿元,同比增长 62.34%,(Q1-Q3 同比增速分别为 8.57%、9.58%、12.89%)。同时公告每 10 股派现金红利 0.63 元(含税)。

**多渠道推进品牌建设,主业经营稳健。**报告期内,主营业务收入 29.88 亿,同比增长 3.93%。第一,商业板块实现收入 26.28 亿(占比 87.95%),同比增长 0.56%,毛利率为 17.69%,较去年同期减少 0.84 个百分点。报告期内,古今生活馆全国范围内推广试运营(目前已拥有门店 1619 家)、淮海中路古今旗舰店重装开业(产品时尚多元化、设立 O2O 互动体验区、引进 3D 人体测量仪、提供贴心的定制服务)、天猫等九家知名电商平台开设古今网上旗舰店和专卖店、“古今微店”上线,全年古今电商渠道实现销售 8590.42 万。此外,全新打造线上专供品牌“古今@”系列、全国推广“古今龙”男士系列产品。同时,不断提升天宝龙凤品牌市场影响力。报告期内大力发展连锁加盟业务,新开发加盟门店 13 家,目前各类网点数已超过 50 家,品牌影响力不断扩大;利用天猫商城、东方 CJ、工行、建行及中智关爱通等平台扩大销售,推出一批设计新颖、深受消费者欢迎的宝石类新品;通过多元合作进军产业链上游,以降低原材料采购成本,提高自身在宝石和镶嵌类饰品上的研发制作能力。第二,租赁业务实现收入 1.89 亿(占比 6.33%),同比增长 5.58%,毛利率 62.76%,较去年同期增加 1.28 个百分点。报告期内完成了新歌商厦和柳林裙房的招商工作,新引进了 FABI、IDO、O Neil、名爵表、百合网等知名品牌,公司物业出租能力加强;第三,电商业\旅游饮食服务业实现收入 1.52 亿/0.19 亿(占比 5.09%/0.64%),同比增长 137.66%/5.36%,毛利率为 38.01%/66.07%,较去年同期增加 -18.06/3.51 个百分点。

**费用控制助盈利能力提升。**报告期内,公司期间费用率为 16.04%,较去年同期减少 0.28 个百分点。其中,销售费用率 9.08%,基本与去年持平;管理费用率为 5.69%,较去年同期减少 0.57 个百分点,主要为报告期内公司开展大规模费用控制,业务招待、办公费用等均有所减少所致;此外,财务费用率 1.27%,较去年同期增加 0.3 个百分点,为利息支出增加所致。14 年公司实现归母净利润 1.82 亿,同比增长 10.07%,净利率为 6.25%,较去年同期增加 0.59 个百分点,费用控制助盈利能力小幅提升。

**战略转型助长期发展,国企改革打开成长空间。**第一,多渠道拓展助传统商业稳健增长。公司旗下拥有古今、天宝龙凤等品牌资源,报告期内组建上海益民电子商务有限公司,通过电子商务渠道,依托各类外延资源,进一步完善公司点上平台渠道建设,全面打造和拓展公司旗下具备市场潜力的老字号品牌,主营商业稳健增长。第二,东方典当股权比例增至 52%,推动类金融板块建设。报告期内公司完成了对上海东方典当有限公司的增资工作,股权比例由 10%提高到 52%(本期实现净利润 1910.26 万),打通了制约东方典当业务扩张的资金瓶颈,全年发放当金累计超过 16 亿,创历史新高,不断提升小微企业客户融资比例,丰富业务品种;新开发艺术品、奢侈品质押融资等创新模式;通过手机 APP 的模式将典当鉴赏等业务植入到移动终端,打造包括业务咨询接待、在线鉴定评估、二维码库存管理、网络销售服务、客户积分制管理、产品服务推广、资讯定制发送等在内的综合系统平台。第三,基金模式切入新兴领域,转型已步入快车道。报告期内先后成立“德益消费产业基金”(培养消费类商业项目)、上海益民互融金融信息服务有限公司(积极拓展小微金融服务领域)、上海壳益达股权投资基金(借助上海市科协在人才渠道方面的优势投资新技术、新材料、生物医药及节能环保产业等领域)、参投鼎东基金(专注节能环保和节电项目产业等领域投资)。公司转型动力十足,方向清晰,

专注于受政策支持的节能环保等领域，培育新的经济增长点，未来发展值得期待。**第四**，作为黄浦区国资委下的老牌零售企业，国企改革预期强烈。公司主营业务较为单一，自有物业提供安全边际，未来获得优质资产注入预期强烈。

**表 1：转型进程一览**

时间	投资标的	影响
2014 年 6 月	德益消费产业基金	为公司培养和储备一批优秀消费类商业项目
2014 年 10 月	上海益民互融金融信息服务有限公司	促进公司在互联网金融等新兴领域板块的发展将传统典当行业与新兴互联网技术相结合，构建房地产抵押起步的互联网金融服务平台，促进公司在互联网金融等新兴领域板块的发展
2014 年 12 月	上海壳益达股权投资基金	借助市科协在人才、渠道与资源方面的优势，投资新技术、新材料、生物医药及节能环保产业等领域科技含量高、市场前景好的项目，培育企业在新兴领域的潜在增长点
2015 年 2 月	参股鼎东基金	专注节能环保和节电项目产业等领域投资

数据来源：安信证券研究中心

**首次覆盖，给予增持-A 评级。**公司是上海市黄浦区国资委旗下重点零售公司，拥有古今、天宝龙凤等老字号知名品牌，近期多渠道拓展助主业经营稳健。未来金融+新兴领域转型叠加国企改革政策落地将打开想象空间，值得关注。我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元，当前股价对应 PE 为 39 倍、33 倍。首次覆盖，给予增持-A 评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>2,979.9</b>	<b>3,123.1</b>	<b>3,279.3</b>	<b>3,459.7</b>	<b>3,632.6</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,263.6	2,360.4	2,478.4	2,614.7	2,771.6	营业收入增长率	14.4%	4.8%	5.0%	5.5%	5.0%
营业税费	47.0	48.5	48.8	48.1	48.5	营业利润增长率	-8.3%	33.0%	8.2%	18.1%	16.7%
销售费用	270.5	279.7	282.5	283.9	286.8	净利润增长率	10.4%	10.1%	20.0%	16.2%	16.1%
管理费用	186.6	175.5	177.3	178.2	179.9	EBITDA 增长率	-8.0%	27.1%	6.9%	13.1%	1.9%
财务费用	28.9	39.3	39.7	39.9	-5.3	EBIT 增长率	-9.4%	33.4%	7.2%	15.8%	2.2%
资产减值损失	3.8	1.3	2.6	1.9	2.3	NOPLAT 增长率	-12.4%	42.9%	7.2%	15.8%	2.2%
加:公允价值变动收益	0.8	2.3	1.5	1.9	1.7	投资资本增长率	14.1%	-7.9%	-42.7%	-8.5%	0.5%
投资和汇兑收益	6.4	27.7	17.1	22.4	19.7	净资产增长率	7.6%	12.0%	4.3%	11.6%	9.0%
<b>营业利润</b>	<b>186.8</b>	<b>248.4</b>	<b>268.7</b>	<b>317.3</b>	<b>370.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	52.1	9.9	31.0	32.4	31.7	毛利率	24.0%	24.4%	24.4%	24.4%	23.7%
<b>利润总额</b>	<b>238.8</b>	<b>258.3</b>	<b>299.7</b>	<b>349.7</b>	<b>402.1</b>	营业利润率	6.3%	8.0%	8.2%	9.2%	10.2%
减:所得税	70.3	63.0	73.1	85.3	98.1	净利润率	5.5%	5.8%	6.6%	7.3%	8.1%
<b>净利润</b>	<b>165.0</b>	<b>181.6</b>	<b>218.0</b>	<b>253.3</b>	<b>294.2</b>	EBITDA/营业收入	9.2%	11.2%	11.4%	12.2%	11.8%
						EBIT/营业收入	7.2%	9.2%	9.4%	10.3%	10.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	20	20	15	9	3
货币资金	125.1	209.5	491.9	518.9	689.7	流动营业资本周转天数	75	72	50	33	36
交易性金融资产	6.4	-	-	-	-	流动资产周转天数	119	119	140	135	139
应收帐款	90.8	122.8	29.1	129.9	30.1	应收帐款周转天数	9	12	8	8	8
应收票据	-	-	14.6	2.6	4.6	存货周转天数	84	79	82	64	61
预付帐款	59.2	67.5	97.7	79.5	111.4	总资产周转天数	287	293	306	279	272
存货	712.5	654.7	840.5	389.3	840.7	投资资本周转天数	104	101	73	48	44
其他流动资产	-	16.5	4.9	5.2	5.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1.2	159.8	80.5	120.1	100.3	ROE	9.9%	10.1%	11.7%	12.2%	13.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	7.2%	7.9%	10.6%	10.2%
长期股权投资	62.0	21.9	21.9	21.9	21.9	ROIC	19.0%	23.7%	27.6%	55.8%	62.3%
投资性房地产	1,080.6	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7	<b>费用率</b>					
固定资产	174.5	167.0	112.4	57.8	3.1	销售费用率	9.1%	9.0%	8.6%	8.2%	7.9%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	6.3%	5.6%	5.4%	5.1%	5.0%
无形资产	32.9	57.3	47.0	36.6	26.3	财务费用率	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	-0.1%
其他非流动资产	47.3	34.7	42.1	29.5	26.9	三费/营业收入	16.3%	15.8%	15.2%	14.5%	12.7%
<b>资产总额</b>	<b>2,392.5</b>	<b>2,697.5</b>	<b>2,870.9</b>	<b>2,496.0</b>	<b>2,986.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	500.0	550.0	222.5	23.9	-	资产负债率	29.9%	30.4%	31.8%	12.4%	20.2%
应付帐款	131.8	159.8	542.8	185.2	448.0	负债权益比	42.7%	43.6%	46.6%	14.1%	25.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	1.32	1.63	3.73	2.81
其他流动负债	82.6	100.6	141.4	92.9	149.8	速动比率	0.39	0.51	0.70	2.44	1.41
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	7.45	7.33	7.78	8.96	-68.80
其他非流动负债	1.6	8.9	5.2	7.1	6.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>716.1</b>	<b>819.3</b>	<b>912.0</b>	<b>309.1</b>	<b>604.0</b>	DPS(元)	0.06	-	0.07	0.09	0.10
少数股东权益	10.1	82.9	91.5	102.6	112.4	分红比率	31.9%	0.0%	30.2%	30.0%	30.0%
股本	878.4	878.4	878.4	878.4	878.4	股息收益率	0.6%	0.0%	0.8%	0.9%	1.0%
留存收益	788.0	916.1	989.0	1,206.0	1,392.0						
<b>股东权益</b>	<b>1,676.5</b>	<b>1,878.3</b>	<b>1,958.9</b>	<b>2,186.9</b>	<b>2,382.8</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.19	0.21	0.25	0.29	0.33
净利润	168.5	195.3	218.0	253.3	294.2	BVPS(元)	1.90	2.04	2.13	2.37	2.58
加:折旧和摊销	65.3	66.5	65.0	65.0	65.0	PE(X)	51.6	46.9	39.1	33.6	29.0
资产减值准备	3.8	1.3	-	-	-	PB(X)	5.1	4.7	4.6	4.1	3.8
公允价值变动损失	-0.8	-2.3	1.5	1.9	1.7	P/FCF	729.3	28.0	34.0	89.1	31.8
财务费用	26.2	34.0	39.7	39.9	-5.3	P/S	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3
投资损失	-6.4	-27.7	-17.1	-22.4	-19.7	EV/EBITDA	15.0	14.4	19.1	16.3	15.6
少数股东损益	3.5	13.6	8.6	11.1	9.8	CAGR(%)	16.2%	15.9%	14.2%	16.2%	15.9%
营运资金的变动	-129.8	77.7	287.6	-11.5	-64.4	PEG	3.2	3.0	2.8	2.1	1.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>144.9</b>	<b>273.0</b>	<b>603.3</b>	<b>337.2</b>	<b>281.2</b>	ROIC/WACC	1.8	2.3	2.7	5.4	6.0
投资活动产生现金流量	-59.2	-145.7	192.2	-35.4	16.2	REP	2.5	2.6	5.5	2.9	2.5
融资活动产生现金流量	-115.3	-41.3	-513.1	-274.8	-126.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

