

2015年04月28日

益民集团 (600824.SH)

公司快报

证券研究报告

百货

## 业绩符合预期，改革转型有序推进

■15Q1 净利润同比增长 10.06%，符合预期：公司 15Q1 实现营收 9.12 亿，同比增长 9.97%（14Q1-Q4 增速分别为 1.62%、0.74%、16.02%、-4.34%）；归母净利润 0.56 亿，同比增长 10.06%（14Q1-Q4 增速分别为 8.57%、9.58%、12.89%、62.34%）；扣非后归母净利润 0.41 亿，同比下降 13.05%；EPS 为 0.064 元；加权平均 ROE 为 3.09%，同比增加 0.06 个百分点。

■全渠道拓展助营收规模扩大，投资收益贡献本期业绩增量：线上、线下全渠道打通后，“古今”、“天龙宝凤”等老品牌二次爆发，销售规模扩张致本期营收达到 9.12 亿，同比增长 9.97%。此外，天宝龙凤金银珠宝批发销售增加导致毛利率下降，本期综合毛利率 20.8%，较去年同期减少 3.06 个百分点。本期费用控制得当，期间费用率为 14.13%，较去年同期减少 0.3 个百分点。其中，销售费用率为 7.80%（-0.29pct）管理费用率为 5.15%（-0.22pct）；财务费用率为 1.18%（+0.21pct）。毛利率下滑，但费用把控有效致净利率微降。本期净利率为 6.39%，同比下降 0.1 个百分点。

■品牌经营稳健，国企改革背景下积极布局转型：1. 稳固现有品牌，线上发力助后续发展。2. 基金模式切入新领域，转型思路逐渐清晰。3. 东方典当股权比例增至 52%，打造准金融平台。4. 自有物业丰富提供安全边际，主营业务单一受益国企改革预期强烈。

维持盈利预测，维持增持-A 评级。公司是沪上国企改革主要收益标的，致力于打造品牌内衣、珠宝首饰、物业租赁的多元化商业经营格局，同时积极布局金融投资，基金模式切入新领域。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，公司估值将不断提高。我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29、0.35 元。当前股价对应 PE 为 45 倍、38 倍、32 倍。维持盈利预测，维持增持-A 评级。

■风险提示：宏观经济走弱；国企改革进展缓慢。

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

13.97 元

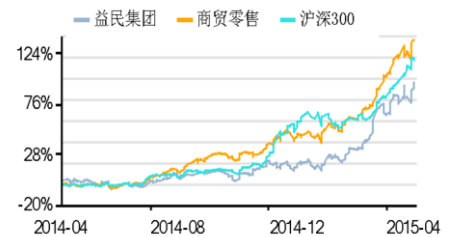
股价 (2015-04-27)

11.20 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,837.59
流通市值 (百万元)	9,837.59
总股本 (百万股)	878.36
流通股本 (百万股)	878.36
12 个月价格区间	5.40/11.20 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.66	22.60	-30.97
绝对收益	18.39	57.08	90.80

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

商业经营稳健，战略转型+ 2015-03-18  
国企改革助长期发展

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	3,667.2
净利润	165.0	181.6	218.0	253.3	305.8
每股收益(元)	0.19	0.21	0.25	0.29	0.35
每股净资产(元)	1.90	2.04	2.13	2.37	2.59

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	59.6	54.2	45.1	38.8	32.2
市净率(倍)	5.9	5.5	5.3	4.7	4.3
净利润率	5.5%	5.8%	6.6%	7.3%	8.3%
净资产收益率	9.9%	10.1%	11.7%	12.2%	13.4%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%
ROIC	19.0%	23.7%	27.6%	55.8%	72.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

15Q1 净利润同比增长 10.06%，符合预期。公司 15Q1 实现营收 9.12 亿，同比增长 9.97%（14Q1-Q4 增速分别为 1.62%、0.74%、16.02%、-4.34%）；归母净利润 0.56 亿，同比增长 10.06%（14Q1-Q4 增速分别为 8.57%、9.58%、12.89%、62.34%）；扣非后归母净利润 0.41 亿，同比下降 13.05%；EPS 为 0.064 元；加权平均 ROE 为 3.09%，同比增加 0.06 个百分点。

**全渠道拓展助营收规模扩大，投资收益贡献本期业绩增量。**线上、线下全渠道打通后，“古今”、“天龙宝凤”等老品牌二次爆发，销售规模扩张致本期营收达到 9.12 亿，同比增长 9.97%。此外，天宝龙凤金银珠宝批发销售增加导致毛利率下降，本期综合毛利率 20.8%，较去年同期减少 3.06 个百分点。本期费用控制得当，期间费用率为 14.13%，较去年同期减少 0.3 个百分点。其中，销售费用率为 7.80%（-0.29pct）管理费用率为 5.15%（-0.22pct）；财务费用率为 1.18%（+0.21pct）。毛利率下滑，但费用把控有效致净利率微降。本期净利率为 6.39%，同比下降 0.1 个百分点。

**品牌经营稳健，国企改革背景下积极布局转型。1.稳固现有品牌，线上发力助后续发展。**

1) 古今：古今生活馆启动并运营，14 年底拥有门店 1619 家，单店效益不断提高，线上平台已经在包括天猫在内的九家知名电商平台上开设网上旗舰店和专卖店，同时开设“古今微店”发展全网多平台运作。线上专攻品牌“古今@”产品从内衣延展到家居、袜品等品类，深受市场好评。2) 天宝龙凤：大力发展连锁加盟业务，目前各类网店超过 50 家（14 年新增门店 13 家），不断推动多层次新媒体营销渠道，利用天猫、东方 CJ、工行、建行及中智关爱通等平台扩大销售，推出宝石新品类，多元化合作进军产业链上游，降低成本，同时提高设计研发能力，提高产品溢价。**2.基金模式切入新领域，转型思路逐渐清晰。**截至目前公司先后成立“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，方向逐渐明晰，专注于受政策扶持的节能环保新领域，培育盈利增长新亮点。**3.东方典当股权比例增至 52%，打造准金融平台。**截至目前公司对上海东方典当有限公司的持股比例由 10%提高到 52%，打通业务扩张的资金瓶颈，14 年全年发放当金累计超过 16 亿，创历史新高。考虑到上海国资改革中金融类资产试水预期较强，我们认为伴随公司对东方典当的不断增资，类金融板块将为公司贡献显著业绩增量。**4.自有物业丰富提供安全边际，主营业务单一受益国企改革预期强烈。**公司在以淮海路为核心的商圈拥有近 18 万平方米优质商业物业（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）为公司发展提供充足的安全边界。国企改革逐步进入实质性运作阶段，作为黄浦区国资委旗下主营优秀且较为单一的上市平台，公司享受政策红利预期强烈。

**维持盈利预测，维持增持-A 评级。**公司是沪上国企改革主要收益标的，致力于打造品牌内衣、珠宝首饰、物业租赁的多元化商业经营格局，同时积极布局金融投资，基金模式切入新领域。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，公司估值将不断提高。我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29、0.35 元。当前股价对应 PE 为 45 倍、38 倍、32 倍。维持盈利预测，维持增持-A 评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月28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>3,667.2</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,263.6	2,360.4	2,478.4	2,614.7	2,745.4	营业收入增长率	14.4%	4.8%	5.0%	5.5%	6.0%
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%	21.6%
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%	20.7%
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%	16.3%
财务费用	28.9	39.3	39.7	39.9	40.1	EBIT 增长率	-9.4%	33.4%	7.2%	15.8%	19.2%
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%	19.2%
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%	-1.2%
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%	9.3%
<b>营业利润</b>	<b>186.8</b>	<b>248.4</b>	<b>268.7</b>	<b>317.3</b>	<b>385.8</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%	25.1%
<b>利润总额</b>	<b>238.8</b>	<b>258.3</b>	<b>299.7</b>	<b>349.7</b>	<b>417.5</b>	营业利润率	6.3%	8.0%	8.2%	9.2%	10.5%
减:所得税	70.3	63.0	73.1	85.3	101.9	净利润率	5.5%	5.8%	6.6%	7.3%	8.3%
<b>净利润</b>	<b>165.0</b>	<b>181.6</b>	<b>218.0</b>	<b>253.3</b>	<b>305.8</b>	EBITDA/营业收入	9.2%	11.2%	11.4%	12.2%	13.4%
						EBIT/营业收入	7.2%	9.2%	9.4%	10.3%	11.6%
<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	705.3	流动营业资本周转天数	75	72	50	33	35
交易性金融资产	6.4	-	-	-	-	流动资产周转天数	119	119	140	135	138
应收账款	90.8	122.8	29.1	129.9	31.6	应收账款周转天数	9	12	8	8	8
应收票据	-	-	14.6	2.6	4.7	存货周转天数	84	79	82	64	60
预付帐款	59.2	67.5	97.7	79.5	109.6	总资产周转天数	287	293	306	279	269
存货	712.5	654.7	840.5	389.3	829.1	投资资本周转天数	104	101	73	48	43
其他流动资产	-	16.5	4.9	5.2	5.5	<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%	13.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	7.2%	7.9%	10.6%	10.6%
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%	72.7%
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%	7.8%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	6.3%	5.6%	5.4%	5.1%	4.9%
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%	1.1%
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%	13.8%
<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>2,990.7</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%	20.1%
应付帐款	131.8	159.8	542.8	185.2	442.0	负债权益比	42.7%	43.6%	46.6%	14.1%	25.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	1.32	1.63	3.73	2.84
其他流动负债	82.6	100.6	141.4	92.9	151.5	速动比率	0.39	0.51	0.70	2.44	1.44
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	7.45	7.33	7.78	8.96	10.63
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>599.7</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	0.5%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%
留存收益	788.0	916.1	989.0	1,206.0	1,400.2						
<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>2,391.0</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	0.35
净利润	168.5	195.3	218.0	253.3	305.8	BVPS(元)	1.90	2.04	2.13	2.37	2.59
加:折旧和摊销	65.3	66.5	65.0	65.0	65.0	PE(X)	59.6	54.2	45.1	38.8	32.2
资产减值准备	3.8	1.3	-	-	-	PB(X)	5.9	5.5	5.3	4.7	4.3
公允价值变动损失	-0.8	-2.3	1.5	1.9	1.7	P/FCF	842.0	32.4	39.3	102.9	34.2
财务费用	26.2	34.0	39.7	39.9	40.1	P/S	3.3	3.1	3.0	2.8	2.7
投资损失	-6.4	-27.7	-17.1	-22.4	-19.7	EV/EBITDA	15.0	14.4	22.6	19.4	16.3
少数股东损益	3.5	13.6	8.6	11.1	9.8	CAGR(%)	16.2%	17.4%	14.2%	16.2%	17.4%
营运资金的变动	-129.8	77.7	287.6	-11.5	-56.9	PEG	3.7	3.1	3.2	2.4	1.9
<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>345.7</b>	ROIC/WACC	1.8	2.3	2.7	5.4	7.0
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	6.6	3.4	2.6
融资活动产生现金流量	-115.3	-41.3	-513.1	-274.8	-175.5						

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

