

2015年10月28日

益民集团 (600824.SH)

益民集团三季报：营收，净利同比双位数增长，积极推进创新转型

■**营收增长 14.92%，净利增长 10.05%，全年有望保持双位数增长：**报 10 月 26 日晚，公司公布 15 年三季报，1-9 月公司实现营收 28.13 亿，+14.92% YoY；归母净利 1.73 亿，+10.05% YoY，EPS 0.16 元。其中 Q3 营收 8.83 亿，+9.62% YoY (Q1、Q2 同比增速分别为+25.23%、+9.97%)；Q3 归母净利 0.50 亿，+9.97% YoY (Q1、Q2 同比增速分别为+10.09%、+10.06%)。报告期内，公司巩固主业的地位，并积极拓展线上渠道，营收稳步增长。此外公司积极推进股权投资业务，投资收益增长致净利增长。

■**毛利率下降，投资收益增长致净利率相对稳定：**报告期内公司毛利率为 19.62%，同比减少 4.55 个百分点。期间费用率为 12.39%，同比减少 2.13 个百分点，其中销售费用率为 6.88%，同比减少 1.15 个百分点，主要原因系公司批发业务占比提高；管理费用率为 4.58%，同比减少 0.79 个百分点；财务费用率为 0.93%，同比减少 0.20 个百分点；报告期内公司净利率为 6.33%，同比减少 0.36 个百分点。公司毛利率下滑主要原因是报告期内天宝龙凤金银珠宝批发销售同比增加 (批发销售毛利率较低)，净利率相比毛利率下滑较少主要系公司积极推进股权投资业务，投资收益增加所致。

■**积极探索渠道谋求转型，股权投资稳步推进或将切入新领域：**报告期间，公司积极推动创新转型，包括①扎实推动古今品牌线上线下一体发展，线下启动了古今生活馆在全国的推广和试运营工作，通过优化销售网络，线上拓宽电商渠道，在天猫等九家知名电商平台开设旗舰店，并开设了“古今微店”，以发展全网多平台的运作模式，2015 上半年古今电商渠道实现销售，6545.10 万元，同比增长 44.94%；②全面推进“天宝龙凤”转型发展，包括产品结构调整 (加强宝玉石系列产品的设计和销售)，渠道调整 (打造城隍庙加盟形象展示店，前三季度净增 4 家加盟店)，与中国白银集团合作 (在自贸区设立上海华通白银国际交易中心)；③打造了首个“全国典当互联网+联盟”网上平台，完成了业内首套典当质押融资标准认证体系，并结合消费需求开发了手机鉴宝 APP 软件。④股权投资业务稳步推进，或切入新领域实现转型，其中德同益民消费升级产业基金参投了多个线上线下相结合，以互联网移动端为切入口的消费服务及品牌运营企业；益民商投公司参投的鼎东基金所投资的环保企业北京乐普四方方圆已在新三板顺利挂牌。

■**维持盈利预测，维持增持-A 评级：**公司是黄浦区国资委旗下的上市平台，已形成品牌内衣、珠宝首饰、物业租赁的多元化商业经营格局。公司主业经营稳健，营收净利均保持双位数增长。沪上国企改革持续催化，公司作为黄浦区国资委旗下的商业龙头企业，有望受益国企改革。我们预测，公司 15-17 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.35 元，当前股价对应 PE 分别为 37 倍、32 倍和 26 倍，维持增持-A 评级。

■**风险提示：主营业务市场环境恶化。**

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)	0.16	0.17	0.25	0.29	0.35
每股净资产(元)	1.58	1.70	2.13	2.37	2.59

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	58.1	52.7	36.6	31.5	26.1
市净率(倍)	5.7	5.3	4.3	3.8	3.5
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	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

10.56

股价 (2015-10-27)

9.09 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,581.11
流通市值 (百万元)	9,581.11
总股本 (百万股)	1,054.03
流通股本 (百万股)	1,054.03
12 个月价格区间	5.70/14.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.18	28.42	1.10
绝对收益	10.99	22.51	52.77

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，改革转型有序推进 2015-04-28

商业经营稳健，战略转型+国企改革助长期发展 2015-03-18

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10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
营业收入	2,979.9	3,123.1	3,279.3	3,459.7	3,667.2	成长性					
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%
营业利润	186.8	248.4	268.7	317.3	385.8	利润率					
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%
利润总额	238.8	258.3	299.7	349.7	417.5	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%
净利润	165.0	181.6	218.0	253.3	305.8	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%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	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
应收帐款	90.8	122.8	29.1	129.9	31.6	应收帐款周转天数	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	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	2,392.5	2,697.5	2,870.9	2,496.0	2,990.7	偿债能力					
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	分红指标					
负债总额	716.1	819.3	912.0	309.1	599.7	DPS(元)	0.05	0.05	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%	30.5%	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%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%
留存收益	788.0	916.1	989.0	1,206.0	1,400.2						
股东权益	1,676.5	1,878.3	1,958.9	2,186.9	2,391.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	168.5	195.3	218.0	253.3	305.8	EPS(元)	0.16	0.17	0.25	0.29	0.35
加:折旧和摊销	65.3	66.5	65.0	65.0	65.0	BVPS(元)	1.58	1.70	2.13	2.37	2.59
资产减值准备	3.8	1.3	-	-	-	PE(X)	58.1	52.7	36.6	31.5	26.1
公允价值变动损失	-0.8	-2.3	1.5	1.9	1.7	PB(X)	5.7	5.3	4.3	3.8	3.5
财务费用	26.2	34.0	39.7	39.9	40.1	P/FCF	820.1	31.5	31.9	83.5	27.8
投资损失	-6.4	-27.7	-17.1	-22.4	-19.7	P/S	3.2	3.1	2.4	2.3	2.2
少数股东损益	3.5	13.6	8.6	11.1	9.8	EV/EBITDA	15.0	14.4	17.7	15.0	12.5
营运资金的变动	-129.8	77.7	287.6	-11.5	-56.9	CAGR(%)	16.2%	17.4%	14.2%	16.2%	17.4%
经营活动产生现金流量	144.9	273.0	603.3	337.2	345.7	PEG	3.6	3.0	2.6	1.9	1.5
投资活动产生现金流量	-59.2	-145.7	192.2	-35.4	16.2	ROIC/WACC	1.8	2.3	2.7	5.4	7.0
融资活动产生现金流量	-115.3	-41.3	-513.1	-274.8	-175.5	REP	2.5	2.6	5.1	2.7	2.0

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

刘章明声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青			zhangqing2@essence.com.cn
邓欣			dengxin@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