

益民商业 (600824.SH)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

主营增长保持稳定，业绩突破仍待时机

——公司 09 年年报点评

本报告导读：

- Ø 公司主营业务收入同比增长20.70%，但主营业务利润率同比下降1.64%。
- Ø 公司销售期间费用率同比下降2.08%，但实际费用支出仍同比增长12.56%。

投资要点

I 公司09年利润水平略低于预期

09年公司实现营业收入14.50亿元，同比增长22.49%；实现利润总额为1.51亿元，同比增长13.14%；实现母公司股东净利润为1.11亿元，同比增长10.31%；扣除非经常性损益后的净利润为1.01亿元，同比减少1.38%；实现基本每股收益为0.152元，同比增长10.95%，略低于我们的预期。公司09年的分配预案为每10股派发现金红利0.6元。

I 特色商业连锁及物业项目实现稳健增长

整个09年度，公司主营业务收入增长较快。我们认为这与公司所经营的特色商业连锁与商业房产收入提升密切相关。分别来看，首先公司旗下的三大专业连锁品牌，“古今”、“天宝龙凤”和“新光数码”在本报告期内都实现了销售收入与净利润的双双增长，这三家品牌的网点数也在去年的基础上也分别达到了1278家、31家和70家。此外古今公司09年还进军了男式内衣领域并获得了初步成功，稳固了其目前国内内衣品牌的领军地位。其次，在商业房产方面，09年公司加快了物业招商工作，并完成了对陕西南路外立面改造以及原上海床上用品有限公司场地、新歌商厦、国泰公寓等部分物业的结构调整，使得淮海路沿线物业空置率得到大幅下降。同时公司前期建造的莘庄厂房也实现了满租为公司全年租赁收入超2亿元奠定了良好基础。

I 财务费用下降抵消部分毛利下滑

在本报告期内，虽然09年公司营业收入同比增长22.49%，但由于前期为应对金融危机的影响，公司对旗下的连锁品牌实行了降价促销

请务必阅读正文之后的重要声明

商业贸易-零售

评级 中性(下调)

上次评级：推荐

目标价格

上次预测：

当前价格

¥10.26

2010.02.09

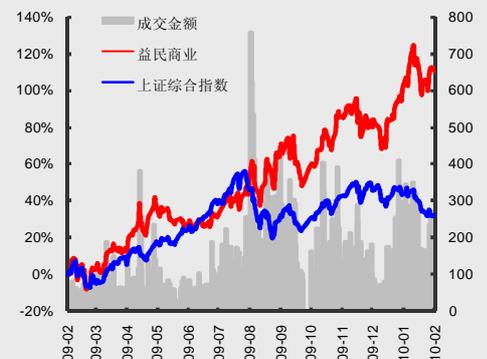
基础数据

总市值(百万元)	7,510
总股本/流通 A 股(百万股)	732/732
流通市值(百万元)	7,510
每股净资产(元)	1.74
净资产收益率(%)	8.99

交易数据

52 周内股价区间(元)	5.43-10.95
静态市盈率(倍)	67.67
动态市盈率(倍)	49.41
市销率	5.18

52 周内股价走势图



侯佳林 解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3509

邮箱

houjialin@ajzq.com

相关报告

<<主业发展思路明晰,业绩略好于预期>>

2009.08.20

<<主业表现稳定,业绩具备增长潜力>>

2009.10.15

的策略，再加上年内公司又分别对一些网点和部分物业进行了多渠道拓展以及综合改造使得公司本期的营业费用与管理费用支出同比增长了19.97%和17.21%。同时公司综合毛利率也下滑4.04%，为35.95%。不过，需要看到的是在财务费用方面本期公司支出也同比大幅下降了29.75个百分点，抵消了一部分毛利下滑的影响。

I 公司全资的三大投资平台仍是未来看点

09年公司董事会审议并通过了公司新的未来五年的发展战略。明确了未来的发展方向，一是进一步促进现有两大主业的发展，加大力度推进资产经营和资本运作，全面推动企业向集团化、品牌化、多元化、国际化方向发展；二是积极完善益民旗下“益民商投”、“益民置业”、“益民创投”三大投资平台建设，最终达到把益民打造成投资控股型企业集团。

作为未来公司的三大投资平台，前不久公司刚对“益民创投”进行了增资并使得公司这三大平台的注册资本也都达到了1亿元，表明公司对其的支持力度。我们认为公司现有的三大投资平台覆盖了公司旗下的部分商业网点和主要商业用房，未来也可能包括一些新设立的子公司，将成为公司业绩得以保障的重要推手。

I 资产注入预期仍不明确

公司的大股东是卢湾区国资委，卢湾区的商业物业主要集中在淮海路，其中西藏路到成都路一段由香港的房地产开发公司经营，成都路到陕西路一段中的一半商业物业属于公司所有，另外一半由卢湾区全资的上海淮海商业集团有限公司经营管理。

淮海商业集团的商业地产资产质量总体与公司相当，但是淮海商业集团是国有全资企业，其人员负担较大，全部职工加上离退休人员约为8000人，其租金收入带来的利润主要用于人员费用。如果考虑到上海市国资对于市内国资下属资产的证券化要求，我们认为有资产注入的可能。但综合考虑区内所属淮海商业集团人员负担较重以及2010年世博会的举行，预计2010年实行资产注入的可能仍不大。

I 盈利预测与评级

目前公司的发展思路较为清晰，旗下古今内衣及天宝龙凤、新光数码等商业连锁具有一定的品牌优势，并能继续保持外生增长态势，同时，公司本身拥有的商业物业重估价值也较高，再加上近期公司管理层加大了投资管理的力度，商业物业的招租情况已进一步改善，将为今后业绩稳定增长提供了空间。不过，由于古今内衣引入战略投资者还未有结果以及公司物业的租金增长较慢等因素也在一定程度上制约着公司的业绩突破。因此，预计公司2010-2011年每股收益摊薄后分别为0.18、0.21和0.24元，相应当前股价的2010年动态市盈率在57倍，较行业平均水平有所偏高，同时考虑到公司目前股价涨幅体现了

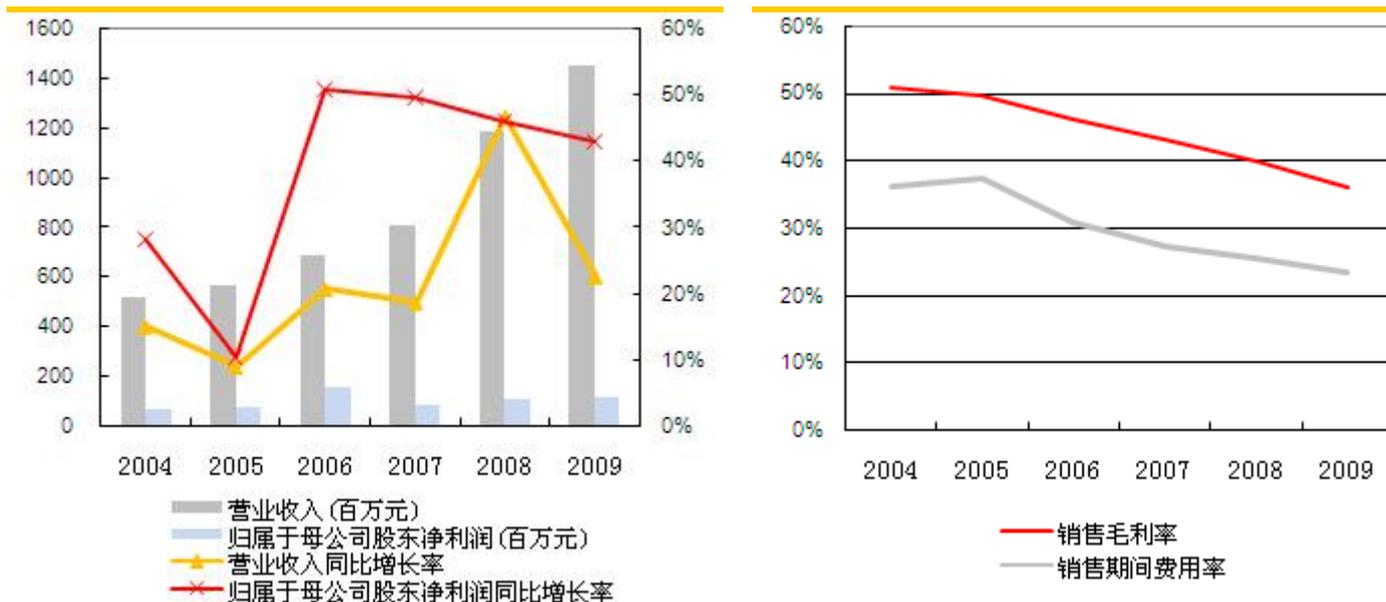
部分良好的预期，我们给予其“中性”的投资评级。

表1 公司盈利预测情况

单位(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	145,022	162,870	183,855	204,665
营业成本	131,178	108,981	121,985	135,366
营业税金及附加	4,166	4,070	4,504	4,610
营业费用	16,559	16,095	17,650	19,034
管理费用	14,904	15,473	17,098	18,727
财务费用	2,677	3,253	3,493	3,790
资产减值损失	-19	0	0	0
投资净收益	68	0	0	0
营业利润	13,912	14,997	19,125	23,138
营业外收入	1,391	1,680	1,930	2,205
营业外支出	156	325	280	369
利润总额	15,146	16,353	20,775	24,974
所得税	4,047	4,072	5,194	6,245
净利润	11,099	12,281	15,582	18,729
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	11,098	12,279	15,581	18,725
EPS(元)	0.15	0.18	0.21	0.24

数据来源：爱建证券研发部

组图1-2 公司近期净利增长与销售毛利情况



数据来源：WIND, 爱建证券研发部

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。