

# 益民商业 (600824.SH)



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 业绩增长平稳, 主业发展明晰

——益民商业调研报告

### 事件

近日, 我们对益民商业进行了调研, 并就公司的日常经营情况和发展规划与公司的相关管理人员进行了交流。

### 投资要点

- 特色商业连锁与三大投资平台是目前公司的经营核心。年初以来, 公司分别对其下的几个连锁品牌和投资平台进行了增资。其中, 公司对天宝龙凤增资3000万元、新光光学仪器545万元、创新投资管理9000万元, 公司也表明未来将继续对旗下主要包括古今在内的3个自有品牌进行大力支持。同时, 公司也明确了未来5年的发展目标是要把公司打造成一家投资控股性的集团企业。因此, 旗下“益民商投”、“益民创投”和“益民置业”将成为公司主要的投资运作平台。
- “古今”仍是目前公司连锁品牌收入的主要盈利来源。目前公司自有的女性内衣连锁品牌发展势头良好, 在全国范围内具有一定的品牌知名度, 同时在整个华东市场的销售份额处于领先地位, 未来公司将继续把控好产品原材料、设计与生产以及销售通路等各个环节并加大对周边衍生产品的开发力度。公司预计全年的销售收入将保持同比增长的势头, 达到5亿元左右的收入, 实现利润有望接近1亿元的水平, 占公司连锁收入份额的50-60%。
- 商业物业的重估价值较高。公司的实际控制人为卢湾区国资委, 目前公司所拥有的商业物业中一多半也是在陕西南路到成都路这一带的上海核心商圈淮海中路。这一带公司自有物业的面积在9万平方米左右, 其中也包括05年收购的上海金龙商贸和中城集团五金交电的商业用房和网点共计32处。但由于公司的主要商业合同多为时限较长的合同, 现有的租金水平并不是很高, 预计以后几年会有所上涨。不过, 08年才新建的莘庄厂房三期的租金已有上升且招租情况较好, 我们预计公司今年的租金收入在2亿元左右。
- 估值与预测。益民商业地处上海核心高档商圈之一淮海路上, 周边拥有较多的高级写字楼, 具有较高的物业重估价值。同时, 公司旗下也拥有众多的上海老字号, 在上海市场具有一定的品牌知名度。目前公司的主业发展思路较为清晰, 业绩年均复合增长率一般保持在9%的水平, 预计公司09、10年的每股收益将分别为0.22元和0.26元左右, 所对应当前股价的PE已为40多倍。虽然公司具备一定的投资价值, 但目前的市盈率和市销率已有所偏高, 给予其短期“中性”, 中长期“推荐”的投资评级。

### 商业贸易-零售

#### 评级

推荐(维持)

上次评级:

#### 目标价格

上次预测:

#### 当前价格

¥8.91

2009.11.24

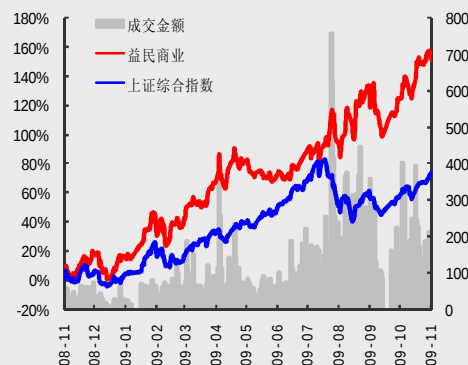
#### 基础数据

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 总市值(百万元)        | 6,690   |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 732/732 |
| 流通市值(百万元)       | 6,690   |
| 每股净资产(元)        | 1.72    |
| 净资产收益率          | 8.16%   |

#### 交易数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 52 周内股价区间(元) | 4.35-9.54 |
| 静态市盈率(倍)     | 58.18     |
| 动态市盈率(倍)     | 53.02     |
| 市销率          | 5.65      |

#### 52 周内股价走势图



许春华 侯佳林

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>>

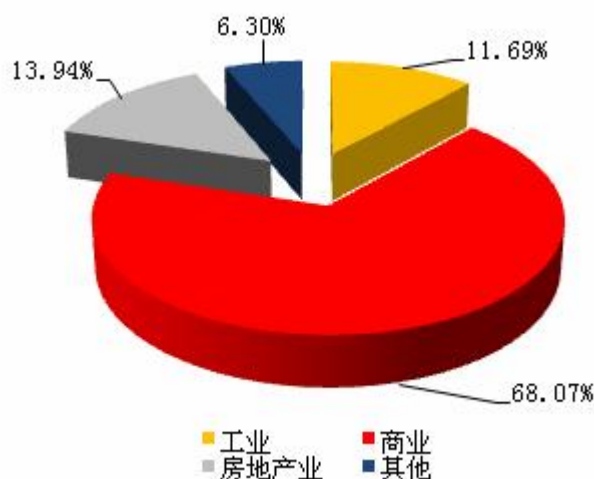
2009.10.15

请务必阅读正文之后的重要声明

## ü 特色商业连锁保持平稳发展

公司利润的主要来源是旗下的特色商业连锁业务，近年来占公司营业收入的65%左右且大部分收入都集中体现在上海地区。我们认为这与公司近年来一直秉承着充分发展“古今内衣”、“天宝龙凤”、“新光数码”、“上海钟表商店”等“小巨人”企业，发挥品牌和规模优势，积极推进连锁经营的发展战略密切相关。

图1 公司08年主营收入构成



数据来源：爱建证券研发部

## Ø 古今内衣仍为公司经营最好的连锁品牌

目前国内高端内衣市场基本由外资品牌主导，而公司凭借渠道和品牌，以及价格中档的优势在中高档国产品牌中占据较高的份额。可以说古今是中国女性内衣市场的老字号，从设计、生产到销售都是由公司统一管理，每年占公司连锁收入的50%-60%。公司在全国各地设立了20个办事处、12个区域代理，并拥有千余家独立门店和店中店，形成了覆盖全国各地的营销服务通路。在上海地区主要采取自营店方式，在上海以外地区多是采取加盟店的形式，现已拥有的门店数为1207家，今年上半年新增了30家，布点区域也由省会地级市逐渐向二三线城市延伸。因为女性内衣，尤其是文胸产品技术含量比较高，原材料订购周期长，生产门槛比较高，因此行业呈现越来越集中的态势。而古今所代表的国内中高档女性内衣市场品牌和产品的发展已经开始趋于成熟。未来随着公司业务的进一步拓展，公司方面也表示会像国外一些知名品牌如维多利亚的秘密等那样考虑积极发展古今的周边衍生产品来有效提升品牌自身的价值。

表1 古今内衣增长情况

| 单位(百万元) | 2005   | 2006     | 2007    | 2008   | 2009E  | 2010E |
|---------|--------|----------|---------|--------|--------|-------|
| 销售额     | 27971  | 32640.17 | 41300   | 44800  | 49280  | 53750 |
| yoy     | 12.04% | 16.69%   | 26.53%  | 8.47%  | 10%    | 9.08% |
| 利润总额    | 5567   | 6064.16  | 7508.76 | 8501   | 9500   | 10295 |
| yoy     | 8.01%  | 8.93%    | 23.82%  | 13.21% | 11.75% | 8.37% |

数据来源：爱建证券研发部

表2 内衣品牌市场定位和特点比较

| 内衣公司 | 旗下品牌      | 特点       | 目标市场               |
|------|-----------|----------|--------------------|
| 黛安芬  | triumph   | 中高档时尚女性  | 成熟稳重路线，地位稳固        |
|      | amo       | 年轻女性     |                    |
|      | sloggi    | 高档追求奢华女性 |                    |
|      | pourmoi   | 中高档时尚女性  |                    |
| 爱慕   | amier、imi | 中高档时尚女性  | 打出文化牌，主要还是靠渠道和价格支撑 |
|      | la clover | 高档追求奢华女性 |                    |
| 安莉芳  | embryform | 中高档时尚女性  | 品牌老龄化，知名度高         |
|      | eandeeie  | 中高档时尚女性  |                    |
| 曼妮芳  | mani form | 中高档时尚女性  | 走活力与奔放的路线，靠价格支撑    |
|      | evi's     | 高档追求奢华女性 |                    |
| 华歌尔  | wacool    | 中高档时尚女性  | 知名度不高，试探阶段         |
| CK   | CK        | 中高档时尚女性  | 产品对身型的要求高，试探阶段     |
| 古今   | 尚十六       | 少女       | 构筑女性健美特征           |
|      | 爱慕莎       | 高档时尚女性   |                    |

数据来源：爱建证券研发部

## Ø 天宝龙凤是公司未来重点发展的品牌

“天宝龙凤”品牌是公司03年重组后的天宝公司推出的自有品牌。同时也是公司未来打算重点发展的品牌，08、09年年初公司分别向其注资3000万元，用于拓展连锁专柜和专卖店。在今年完成3000万元注资后其注册资本总额也已达到了1亿元，表明了管理层对其加大支持力度的决心，我们可以看到天宝龙凤08年的销售收入有了明显的提升。公司方面也表示“天宝龙凤”实际上是上海黄金饰品市场上的老字号，但由于种种历史原因前些年一直没有得到很好的发展，再加上上海地区黄金饰品市场竞争也较为激烈，近些年一些其他品牌如老庙、亚一和老凤祥的发展迅猛使的天宝的销售情况相比之下较为一般。

目前公司还是坚持走品牌发展和连锁经营之路，积极扩展连锁网点，扩大销售规模。截止到今年上半年，合计拥有网点近30家，实现销售收入已超1.5亿元，但由于现有规模还较小且销售网点均为自营，未来公司也表示正考虑发展加盟商来进一步扩大销售规模。我们预计09年凭借外延开店公司销售收入将

实现30%的增长。

表3 天宝龙凤近年增长情况

| 单位(百万元) | 2005    | 2006    | 2007    | 2008   | 2009E  | 2010E  |
|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 销售额     | 4018.67 | 5275.51 | 7637.04 | 15300  | 20000  | 25000  |
| yoy     | -7.29%  | 31.28%  | 44.76%  | 100%   | 30.72% | 25%    |
| 利润总额    | 454.3   | 652     | 504.88  | 502.76 | 700    | 1000   |
| yoy     | -3.02%  | 43.52%  | -22.56% | -0.42% | 39.23% | 42.86% |

数据来源：建证券研发部

#### Ø 新光数码利润贡献相对较小

自06年开始，公司就对百年老店上海新光光学仪器有限公司进行了增资重组，全力打出了“新光数码”这一全新的市场形象，并快速推出了“新光数码”的连锁品牌以及开出了一家星光照相器材城。今年年初公司还对新光数码的网点布局进行了重新调整和优化，并对上海新光光学仪器有限公司增资545万元，有力地支持了其品牌连锁的拓展，目前新光数码网点数已达到64家。不过，由于数码产品市场竞争激烈，产品更新速度快，而公司此业务的营业模式又多为品牌代理，因此毛利率较低，业务发展空间相对有限。

#### Ø 上海钟表店目前仍在资产托管中

早在02年由于当时随着进口钟表配额及关税的开放，上海钟表商店难以继续在同行业中取得领先地位，而公司参股的上海新宇钟表集团确已在全国进口钟表零售分销网络上占据了绝对优势，因此公司便将上海钟表委托其进行经营管理。目前第一期的资产托管已于06年年底到期，新的第二期托管议案已于07年签定。目前公司所持有的新宇集团的股份仍为1800万股，占其总股本的5%。同时根据公司07年签定的托管议案，公司每年将获得的托管收益在680万元，委托的期限将到2011年年底止，因此公司这部分收益相对比较稳定。

#### ü 公司全资的三大投资平台将是未来的看点

前期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的战略目标。与此同时，公司也开始了与国外品牌

Tacchini的合作但目前公司方面表示现还处于意向通过阶段，并未有实质性进展。

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涵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。

## ü 物业经营主要依靠存量来提升业绩

根据公司的介绍，公司目前拥有的自有物业面积约17万平米，其中商业物业大约为8.8万平米，主要分布在淮海路从成都路到陕西路一段的范围内。而工业厂房及其他房产约8万平米，每年物业租金收入比较稳定。现公司面积最大的三处商业地产分别为巴黎春天、柳林大厦和嘉丽都商厦；工业厂房中近5万平米的莘庄工业区厂房是主要的租金来源，而浦东北蔡的一处厂房目前仍在招租中。

表4 公司主要商业物业情况

| 公司核心商业物业     | 建筑面积（平方米） | 收购价格（万元） |
|--------------|-----------|----------|
| 金辰大酒店        | 6500      | 8500     |
| 巴黎春天         | 22000     | 21000    |
| 淮海中路 857-863 | 481.78    | 1100     |
| 海兴广场         | 2672.2    | 5045.11  |
| 嘉丽都商厦        | 6990.58   | 5500     |
| 柳林大厦         | 26671.44  | 11226.79 |
| 金雁坊娱乐总汇      | 6000      | -        |
| 上海六一儿童用品商店   | 2000      | -        |
| 上海天宝金银首饰商店   | 420       | -        |
| 龙凤金银珠宝商店     | 400       | -        |
| 上海床上用品商店     | 900       | -        |
| 上海钟表商店       | 1000      | -        |
| 上海古今内衣有限公司   | 950       | -        |

数据来源：爱建证券研发部

表5 公司主要物业的租金情况

| 物业名称  | 出租方     | 租金情况                                                                                               |
|-------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 巴黎春天  | 香港新世界百货 | 第一年租金为人民币 2400, 前 10 年租金每年递增 2.5%, 但从第 11 年开始租金每年递增 3.5%。                                          |
| 嘉丽都商厦 | 上海贝中贸易  | 第一年租金为人民币 832 万元, 前 10 年金每年递增 2.5%, 满 10 年后同样从第 11 年开始租金每年递增 3.5%。                                 |
| 柳林大厦  | --      | 1-3楼合计5600平米出租给上海赛博数码市场经营管理有限公司, 租金每年2000万元, 自第3年环比增5%, 其余收购的办公楼由于前期金融危机的冲击出租情况受到一定影响, 但目前情况已有所回暖。 |
| 莘庄厂房  | --      | 莘庄厂房一期和二期面积约3万平米, 每天每平米的租金在0.4-0.5元; 08年中期建成的三期面积约2万平米, 租金已提高为每天每平米0.8元。目前一、二期已招完, 三期招租情况良好。       |

数据来源: 爱建证券研发部

## ü 物业重估价值高, 为其提供安全边际

综合来看, 公司的上述商业地产主要位于卢湾区淮海路一带, 如果公司能完成对柳林大厦余下5层的整体收购, 其商业房产存量将达到18万平方米左右, 而且分布比较集中, 地产重估增值空间较大。

如果现以淮海路居民每平米的动迁费, 再考虑到商业地产的流动性偏弱一级各个商业物业地理位置的差异, 给予一定的折扣的因素, 我们以每平米5.5万元的单价成本来计算, 我们初步估算公司现有部分主要商业物业的净资产重估价值在8元以上, 但值得注意的是这只是计算了其部分主要的商业物业的价值, 因此公司的整体重估价值较大。

表6 公司主要商业物业的估计值

|          | 营业面积（平米） | 单价(元)            |
|----------|----------|------------------|
| 部分自有商业物业 | 88000    | 55000            |
| 重估价值总计   | --       | 4,840,000,000    |
| 账面固定资产   | --       | 185,900,793.57   |
| 溢价       | --       | 4,654,099,206.43 |
| 总股本      | --       | 731,963,245      |
| 每股溢价     | --       | 6.36             |
| 每股账面净资产  | --       | 1.72             |
| 每股资产重估价  | --       | 8.08             |

数据来源：爱建证券研发部

## ü 估值与投资建议

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知名度，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相对较高。再加上公司是卢湾区管辖的唯一上市公司，区国资委仍可能对其进行资产整合。此外，公司08年完工的莘庄3期，招租情况较为理想，厂房每天租金水平要高于1、2期的水平，业绩也将在09年全年有所体现。因此，我们认为公司不失为一个较好的上海本地商业股。

我们预计公司09-10年EPS摊薄后分别为0.22、0.26元，相应的动态PE分别在50和44倍，较行业平均水平虽有所偏高，但从中长期来看，考虑到其业绩具有继续增长的潜力和世博概念等因素，仍维持其“推荐”的投资评级。

表7 益民商业盈利预测(百万元)

| 财务摘要        | 2008A | 2009E | 2010E |
|-------------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1184  | 1341  | 1542  |
| 营业成本        | 711   | 800   | 885   |
| 营业税金及附加     | 37    | 43    | 50    |
| 销售费用        | 138   | 156   | 185   |
| 管理费用        | 127   | 141   | 167   |
| 财务费用        | 38    | 45    | 53    |
| 资产减值损失      | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益       | 3     | 4     | 5     |
| 营业利润        | 136   | 160   | 204   |
| 营业外净收支      | -2    | 1     | 1     |
| 利润总额        | 134   | 161   | 205   |
| 所得税         | 33    | 38    | 52    |
| 净利润         | 101   | 123   | 153   |
| 少数股东损益      | -0    | -0    | -0    |
| 归属于母公司股东净利润 | 101   | 123   | 153   |
| 基本每股收益(元)   | 0.17  | 0.223 | 0.262 |
| 市盈率         | 47    | 50    | 44    |

数据来源：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。