

益民商业 (600824): 2009 波澜中不惊, 2010 平静中期待

中性 (维持)

商业

当前股价: 10.34 元

报告日期: 2010 年 2 月 9 日

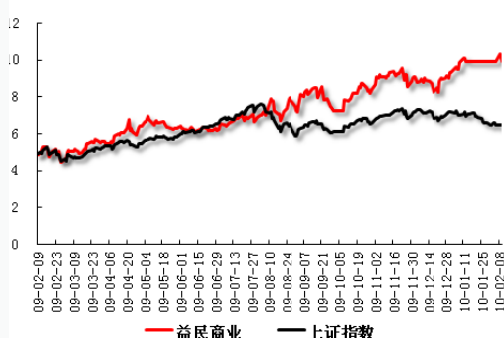
主要财务指标 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1450	1629	1839	2047
(+/-%)	22%	12%	13%	11%
营业利润	139	150	191	232
(+/-%)	2%	8%	28%	22%
归属于母公司净利润	111	122	156	188
(+/-%)	10%	10%	28%	21%
每股收益 (元)	0.15	0.17	0.21	0.26
市盈率 (倍)	68	62	49	40

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	73196/73196
流通市值 (亿元)	75.68
每股净资产 (元)	2.09
资产负债率 (%)	37.53

股价表现 (最近一年)



天相商业旅游组

021-58824282*834 yanj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-12 月, 公司实现营业收入 14.5 亿元, 同比增长 22.49%, 营业利润 1.39 亿元, 同比增长 2.36%, 实现归属母公司净利润 1.11 亿元, 同比增长 10.31%, 实现每股收益 0.15 元。其中, 第 4 季度公司实现营业收入 3.56 亿元, 同比增长 2.73%, 营业利润 1455 万元, 同比下降 18.51%, 实现归属母公司净利润 1058 万元, 同比下降 9.55%, 实现每股收益 0.01 元, 略低于预期。2009 年度分配预案为: 每 10 股派送现金红利 0.6 元 (含税)。
- **营业收入快速增长, 源自房产租赁收入增长及专业连锁规模优势显现:** 公司 2009 年营业收入同比增长 22.49%, 主要原因是: 其一, 公司加快推进商业物业招商工作, 全年完成房产租赁收入超 2 亿元。2009 年公司完成了陕西南路网点外立面改建工程、原上海床上用品有限公司场地结构调整项目, 同时, 新歌商厦、国泰公寓部分物业等结构调整工作也有序推进, 淮海路沿线物业空置率大幅下降, 莘庄厂房实现满租; 其二, 公司三大专业连锁品牌“古今”内衣、“天宝龙凤”金银珠宝、“新光数码”的渠道建设进一步完善, 截止 2009 年年底, “古今”内衣、“天宝龙凤”金银珠宝、“新光数码”的连锁网点数量分别达到 1278 家、31 家、70 家, 分别实现营业收入 4.78 亿元、2.15 亿元、3.84 亿元, 同比分别增长 6.76%、40.61%、93.68%, 连锁规模优势初步显现。
- **财务费用下降弥补毛利下滑:** 2009 年公司综合毛利率 35.95%, 同比下滑 4.04%, 主要由于为应对经济危机, 公司对旗下连锁品牌实施了降价促销。但同期由于利息支出减少带来公司财务费用率同比下降 29.75%, 一定程度弥补了毛利的下滑。2009 年公司加大了对三大品牌的促销和外延扩张, 导致销售费用和管理费用同比增加 19.97%、17.21%。
- **盘活低效资产带来业绩微增:** 2009 年公司除大力推进旗下物业出租率和租金水平外, 还下力气盘活沉淀资产, 出售了长期空置的南昌路洋房, 增加营业外收入 1250 万元, 增厚公司 EPS 约 0.015 元。
- **未来投资亮点:**
 - 1) 三大专业连锁品牌持续扩张, 规模优势助力快速增长: 截止 2009 年底, 古今贡献营业收入 4.78 亿元, 同比增长 6.76%, 净利润 6808 万元, 占净利润总额的 61.34%, 同比增长 7.42%, “古今”内衣在全国连锁网点已达 1278 家, 其国内内衣品牌领军地位已逐步确立, 规模效应及品牌优势将

带来收入利润持续同步增长，同时，“古今”内衣在业务创新也有所突破，进军男式内衣领域并获得了初步成功，都为其今后进一步占领市场份额打下基础；2009年初公司对子公司天宝龙凤金银珠宝有限公司增资3000万元、对新光数码增资545万元，透露出公司对三大品牌连锁拓展的支持。伴随宏观经济持续向好提振消费及2010年世博会的旅游消费契机，公司将回归快速增长通道。

2) “创投”——未来业绩增长点：目前公司已明确了构建公司益民商投、益民置业、益民创投三大投资平台、打造投资控股型企业集团的战略设想，已启动益民创投的运作，加快投资平台建设，不仅顺应市场对创投资金的需求，更可为公司带来新的业务增长机会。近十年来，中国创投年复合增长率达12.4%，近几年更有加速迹象；2002年至2008年，中国创投投资地域分布前6名依次为北京、上海、广东、江苏、浙江和山东，伴随行业的高成长及上海得天独厚的环境优势，“益民创投”可能成为公司未来的业绩增长平台。

- **盈利预测和评级：**我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.17元、0.21元和0.26元，按2月8日收盘价10.34元计算，对应动态PE分别为62倍、49倍和40倍，维持“中性”评级。
- **风险提示：**商业地产景气度受宏观经济影响、规模管理能力低于预期。

图表 1：益民商业盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	118,398	145,022	162,860	183,852	204,664
增长率	46.58%	22.49%	12.30%	12.89%	11.32%
减:营业成本	71,052	131,178	108,983	121,985	135,366
毛利率	39.99%	9.55%	33.08%	33.65%	33.86%
减:营业税金及附加	3,655	4,166	4,071	4,504	4,503
销售费用	13,803	16,559	16,107	17,650	19,034
管理费用	12,716	14,904	15,472	17,098	18,727
财务费用	3,811	2,677	3,257	3,493	3,786
期间费用率	25.62%	23.54%	21.39%	20.80%	20.30%
资产减值损失	31	-19	0	0	0
投资净收益	261	68	0	0	0
营业利润	13,590	13,912	14,970	19,122	23,249
增长率	27.35%	2.36%	7.61%	27.74%	21.58%
加:营业外收入	141	1,391	1,629	1,930	2,251
减:营业外支出	345	156	326	276	368
利润总额	13,387	15,146	16,272	20,777	25,131
增长率	16.08%	13.14%	7.43%	27.68%	20.96%
利润率	11.31%	10.44%	9.99%	11.30%	12.28%
减:所得税费用	3,334	4,047	4,068	5,194	6,283
实际税负比率	24.91%	26.72%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	10,053	11,099	12,204	15,582	18,849
归属母公司所有者的净利润	10,061	11,098	12,202	15,579	18,845
增长率	28.27%	10.31%	9.95%	27.68%	20.96%
净利润率	8.50%	7.65%	7.49%	8.47%	9.21%
少数股东损益	-8	2	2	3	4
总股本(万股)	60,997	60,997	73,196	73,196	73,196
每股收益(元)	0.14	0.15	0.17	0.21	0.26

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100