



上市公司调研简报

批发和零售贸易

增持 首次

开元控股 (000516)

2009 年 3 月 10 日

开元商城钟楼店物业价值显著，两大新项目 2010 年后见效益

2009 年 3 月 9 日收盘于 7.21 元，6 个月目标价：9.04 元

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

CFA

luying@htsec.com

021-23219403

批发和零售贸易行业分析师：汪盛

wangs@htsec.com

021-23219390

消费组助理分析师：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

调研简况和投资建议。2009 年 2 月 18-19 日，我们对开元控股进行了实地调研，与公司董事会秘书刘建锁先生及证券部、业务发展部和财务部相关人士进行了沟通。我们考察了公司地处西安主要商圈的开元商城钟楼店的经营情况以及其周围的竞争对手世纪金花购物中心、百盛购物中心、西安民生的品牌布局 and 经营；同时我们也考察了公司位于城西区外的在建项目——开元西稍门商城的建设情况。

我们观察到目前对公司贡献最大的主力门店开元商场钟楼店经营状况比较稳定，由于 2009 年元旦和春节距离较近，商场元月份销售额的同比增幅比较可观；安康店估计在 09 年可以开始盈利，而咸阳店在 09 年也可能略有盈余；公司投资较大的两个商业项目：西稍门商城和国际万象商业广场仍在建设中，预计真正对业绩有实质性影响要到 2010 年以后。

不考虑未来可能的股本扩张的摊薄影响，我们预计公司 2008-10 年 EPS 约为 0.397 元、0.522 元和 0.541 元，其中 2009 年扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.406 元，2010 年扣除房地产业务的 EPS 为 0.452 元。首次给予公司“增持”的评级，认为公司目前的合理估值为 9.04 元（2010 年扣除了房地产收益的 EPS 以 20 倍的 PE）。公司拥有的西安钟楼开元商城商业物业价值明显，相对于公司目前 10.5 亿的市值，十多万平米的市中心主力商圈的商业物业给了公司较大的避险能力。而公司民营大股东之前对公司的增持，也反映了其对公司价值的认可和信心。

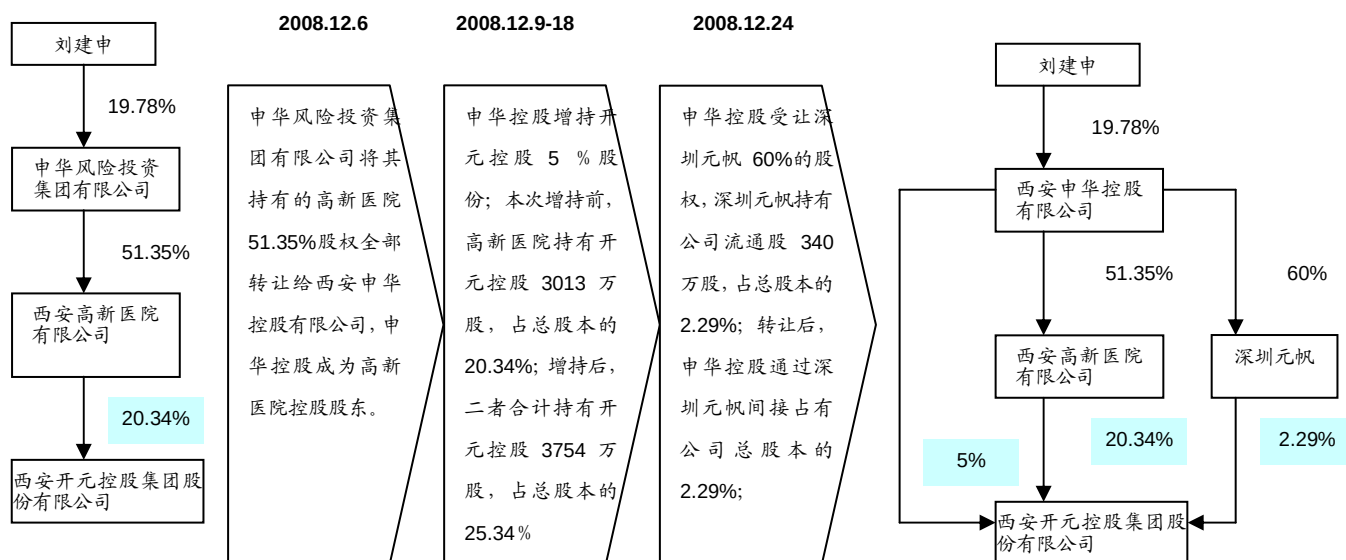
以下是我们本次调研最新情况以及我们的简要分析。

1. 实际控制人中华控股近期不断增持上市公司股权，提升实际控制力。公司股权结构较为清晰，实际控制人中华控股通过西安高新医院持有公司 20.34% 的股权，而实际控制人刘建申先生则持有中华控股 19.78% 的股权。

中华控股自中华风险投资集团受让西安高新医院 51.35% 股权（2008 年 12 月 6 日）并成为公司实际控制人起，在接下来的 12 月 9 日到 18 日于二级市场连续增持公司股份共计 740 万股，占公司总股本的 5%；2008 年 12 月 24 日，中华控股又受让公司股东深圳元帆 60% 股权，通过深圳元帆又间接持有公司股份 340 万股，占公司总股本的 2.29%。

经过以上行为，中华控股目前直接持有开元控股 5% 股权、通过其控股的高新医院、深圳元帆分别持有开元控股 20.34% 及 2.29% 股权，共占上市公司总股本的 27.63%（见图 1），进一步巩固了其第一大股东的地位。

图 1 开元控股与实际控制股东关系变化图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 公司旗下现有三家已经开业的门店（开元商城钟楼店、开元商城安康店、开元商城咸阳店）及两个在建项目（西稍门商城项目、宝鸡国际万象商业广场项目），这5个门店或在建项目是通过5家子公司的形式存在的（参见表1、表2）。其中开元商城钟楼店是公司目前收入和利润的主要来源。此外，公司另有西安开元商务培训学院、陕西汇华典当行有限责任公司、西安开元蜂星通讯器材有限公司等子公司，这些子公司对利润的贡献较小。

表 1 开元控股旗下百货零售门店基本情况

门店	城市	开业时间	建筑面积(万平方米)	物业性质
钟楼店	西安	1996年6月15日	10.3	自有
安康店	安康	2007年9月28日	1	租赁（年租约180万，租期15年）
咸阳店	咸阳	2008年1月26日	2	租赁（年租约420万，租期15年）
西稍门商城	西安	预计2010年开业	15-16	自有
国际万象商业广场	宝鸡	预计2009年下半年开业	12	自有

资料来源：海通证券研究所

表 2 开元控股子公司基本情况

子公司	持股比例	下属门店	2006		2007	
			营业收入 (万元)	净利润 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
西安开元商城有限公司	85.00%	钟楼店	166766	6342	174110	6539
开元商城安康有限公司	100.00%	安康店			930	-283
开元商城咸阳有限公司	100.00%	咸阳店				
西安开元商业地产发展有限公司	100.00%	西稍门商城			0	-7
宝鸡市九华城建投资发展有限公司	72.92%	国际万象商业广场			0	0
陕西汇华典当行有限责任公司	87.00%		391	99	389	86
西安新开元商业开发有限公司	51.00%					
西安开元商务培训学院	100.00%					
西安开元蜂星通讯器材有限公司	100.00%					
横山县天云煤矿有限公司(07年6月出售)	83.24%		662	-447		

资料来源：海通证券研究所

（1）开元商城钟楼店是公司历史最久、规模最大、利润贡献最多的主力门店。

开元商城钟楼店属于公司持股 85%的子公司西安开元商城有限公司。钟楼店占地面积 33.14 亩，建筑面积 10.3 万平米，经营面积 7 万多平米，总投资约 5.3 亿元人民币。一期工程于 1996 年 6 月 15 日竣工营业，二期工程于 2001 年 8 月 30 日全面竣工并投入营业，公司在 2007 年之前一直以钟楼店为主力门店进行单店经营。

钟楼店位于西安市中心钟楼东南角，地处西安市最具人气和最具规模的钟楼商圈，该商圈人流量非常大，是西安商贸市场的焦点。商圈内另有世纪金花购物中心（高档商场）、百盛购物中心（中高档商场）、中环广场（中高档商场）、西安民生（中档商场）等零售企业。从我们的实地考察看，公司能够和其他竞争对手经营上错位，而且公司物业的地理位置和物业结构等优势比较明显。

钟楼店目前在资产负债表上体现的固定资产净值目前大约 3 个多亿，是目前对公司收入和利润贡献最大的主力门店，2007 年实现销售收入 17.4 亿元，净利润 6538 万元，占公司净利润的 74%左右。商城 2009 年元月经营情况较好，销售同比翻了一翻，约 4 亿元（含税）左右；2 月份以来经营情况和往年基本持平，工作日销售额大约在 500 万/天左右，周末销售额约 1000 万/天左右。我们预计商场 08 年可能会有 18 亿左右的销售，其中家电占 1/4 左右。

在人工费用方面，商城共有员工 5000 多人，其中自发工资人数不到 2000 人；此外，钟楼店有 2000 万左右折旧摊销费用，折旧年限为 36 年。我们预计该门店 2008-10 年有望贡献营业收入 18.28 亿元、19.20 亿元和 20.16 亿元；实现净利润 6947 万元、7294 万元和 7659 万元（参见表 3）。

（2）安康店、咸阳店的相继开立实现了公司对连锁百货的突破。

2007 年 9 月 28 日，公司第一个连锁百货店—[开元商城安康店](#)开业经营。安康店位于陕西省安康市中心汉滨区，该店建筑面积约 1 万平米，共四层。是公司全资子公司开元商城安康有限公司的经营主体，物业为整体租赁，租金约 180 万/年，租赁期 15 年。安康店以百货业态进行运作，面向汉滨区，辐射九个县，消费群体以外来务工者为主。

安康店开业当年实现营业收入 930 万元，净利润-282 万元。预计 2008 年实现销售收入 5000 万左右（含税），净利润基本有望实现盈亏平衡。预计该门店 2008-10 年有望贡献营业收入 4275 万元、6413 万元和 7695 万元；实现净利润 43 万元、224 万元和 269 万元（参见表 3）。

2008 年 1 月 26 日，公司另一家异地连锁百货店—[开元商城咸阳店](#)开业经营。咸阳店也隶属于公司的全资子公司开元商城咸阳有限公司，位于陕西省咸阳市人民路，共四层，建筑面积约 2 万平米，为租赁经营，租金 35 万/月，租赁期 15 年。咸阳店以百货业态进行运作，面向秦都区和渭城区，辐射兴平市及周边各县。我们预计该店 08 年可能实现销售收入 7000 多万，由于开业时间不长，经营不是特别理想，仍需一定培育时间。预计该门店 2008-10 年有望贡献营业收入 5983 万元、8974 万元和 9872 万元；实现净利润-100 万元、269 万元和 346 万元（参见表 3）。

（3）在建项目西稍门商城和宝鸡国际万象商业广场 2010 年后可能对公司业绩产生影响。

目前在建的**开元西稍门商城**位于西安市莲湖区西稍门十字东南角，地处连接城西与城中的交通要道上，地理位置较好。这个项目的总投资约 6.63 亿元，占地面积 2.81 万平米，土地获取受让价为 6625 万元，相对于这个地块不算太高。

西稍门商城项目包括裙楼（百货等购物中心）加住宅，建成后总建筑面积约 15 万平米，其中：（1）商业面积 6 万多平米，除了经营百货用的 3-4 万平米外，剩下部分经营餐饮娱乐以及超市租赁等，此外还有一小部分可能会作为公司新的办公地；（2）3 栋住宅楼共约 7 万平米；以及（3）2 万平米的地下停车场。

该项目中 3 栋住宅楼目前尚未开始预售，公司预计 2009 年底可以完成较大一部分面积的预售，预计售价约为 3500-3800 元/平米，如果能够按照预期预售出去较大部分面积，可以为公司收回一大部分流动资金，并缓解公司财务费用压力，但住宅项目预售这块带来的利润预计要到 2010 年之后才可能确认。

该项目中的商业物业部分（裙楼）于 2007 年 9 月开始建设，预计 2009 年建设完毕，并于 2010 年开业运营。目前城西地区无大型百货商场，但周围住宅和企业比较多，公司认为这里是潜在的区域商业中心，因此在这里开发了此商业项目。预计该项目地产部分 2010 年可能将有 1300 万左右的净利润；而百货部分 2010 年比较难有利润贡献，同时考虑到开办费因素，可能会有亏损。

公司另一个在建项目—**宝鸡国际万象商业广场**准备建成大型购物中心（购物、休闲和娱乐），项目位于宝鸡市内主干道经二路主力商圈，与宝鸡市火车站站前广场相邻，西临文化路、南临规划商业步行街、东临宝鸡国贸和均利广场。该项目占地面积 2.78 万平米，总投资额约 5.1 亿元。建成后商场总建筑面积约为 12 万平米，其中经营百货的面积 4 至 5 万平米，停车场 9000 平米，另可能会有一个 1 万平米左右的超市（租赁出去），租金预计为 35-36 万/月。

该项目目前主体已封顶，正在进行内外部装修，设备也已到一部分，预计 2009 年下半年可竣工并投入使用，2009 年预计会因为 1000 万左右的开办费而亏损，2010 年是否能够盈利也待观察。

以上两个在建项目由于体量较大，在建成后可能均需要 2 年左右的培育期，预计要到 2011 年左右才会给公司业绩带来较大的正面贡献。

表 3 开元控股三个门店、两个在建项目和典当行收入和净利润及预测

	持股比例	营业收入（万元）				净利润(万元)			
		2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
钟楼店	85.00%	174110	182815	191956	201554	6539	6947	7294	7659
安康店	100.00%	930	4275	6413	7695	0	43	224	269
咸阳店	100.00%		5983	8974	9872	0	-100	269	346
西稍门商城项目(百货)	100.00%	0	0	0	12000	-7	0	0	-1135
西稍门商城项目(地产)		0	0	0	12950	0	0	0	1317
宝鸡国际万象商业广场	72.92%	0	0	6800	24480	0	0	-1893	979
典当行	87.00%	389	350	350	350	86	77	77	77

资料来源：海通证券研究所

3. 资本支出带来资金需求压力，配股融资或可部分缓解。

公司两个在建项目西稍门商城和宝鸡国际万象购物广场共需投资资金 11.7 亿元，其中宝鸡项目贷款 1 个多亿，西稍门项目通过钟楼店贷款 4 个亿左右，由于不能全部通过项目贷款，利息不能资本化，因此公司财务费用目前较高，2008 年前三季度公司财务费用达到 1705 万元，预计 2008 将达到 2450 万元。

为了缓解较大的资金需求，公司于 2008 年 3 月 20 日通过了每 10 股配 3 股的配股方案，募集资金中的 2.04 亿元和 1.5 亿元计划分别用于西稍门商城项目和宝鸡国际万象购物广场项目，如果能够成功实施，公司财务费用将得到大幅降低。此外，西稍门项目中约 7 万平米的住宅楼中较大部分若于 09 年底完成预售，也可增添流动资金 1 个亿以上，可以降低 2010 年之后的财务费用。我们的业绩预测没有考虑配股的因素。

4. 股权投资。公司在煤炭资源、商业银行等方面有股权投资，基本属于财务投资。2007 年 6 月和 12 月，公司分别出售了天元煤矿和苗河板岩矿的股权，因此 2007 年实现投资收益 3607 万元（其中包括 2006 年 12 月出售西安天竣能源 75%的股权所取得的收益）。

2009 年 1 月公司又将出售持有的西安商行 3.76%股权，预计为 2009 年贡献投资收益 2333 万元，目前公司的股权投资还剩正处于建设中的董东煤矿一个投资（2007 年 8 月，公司收购了陕西三秦能源董东煤业 45%的股权）。（表 4 是公司股权投资变化情况）

表 4 公司股权投资情况

日期	标的	出售/收购	股权	受让方	转让价款 (万元)	账面成本 (万元)	实现收益 (万元)
2009.1.5	西安市商业银行	出售（全部）	3.76%	和润集团有限公司	8233	5900.00	2333
2007.12	苗河板岩矿采矿权	出售（全部）		西安百德龙科技咨询	4150	3830	320
2007.8	陕西三秦能源董东煤业	收购	45.00%				
2007.6.5	横山县天云煤矿有限公司	出售（全部）	83.24%	德厚矿业	8720	7500	1220
2006.12.14	西安天竣能源投资公司	出售（全部）	75.00%	西安宝霖投资	19600	17768	1833

资料来源：公司公告、海通证券研究所

5. 盈利预测。目前对公司贡献最大的主力门店开元商场钟楼店已是成熟门店，经营状况比较稳定，预计每年销售收入可能有 5%左右的增长；07 年 9 月开业的安康店估计在 09 年可以开始贡献正面利润，而 08 年元月开业的咸阳店在 09 年也可能略有盈余；在建项目西稍门商城住宅销售部分预计在 09 年底可以实现一部分预售，可能会实现 1.3 亿元左右收入和 1300 万元左右的利润，但这部分预售的收入和利润预计要到 2010 年项目竣工交房时才能实现确认，住宅销售另一部分的收入可能会在 2011 年得以确认，大约有 1.75 个亿；而其商业百货部分预计要到 2011 年后才可实现盈利；另一在建项目国际万象商业广场预计在 2011 年才可能攻下一定盈利。

表 5 是我们根据表 3 的主要门店盈利预测所做的对公司未来业绩的预测。

不考虑未来可能的股本扩张的摊薄影响，我们预计公司 2008-10 年 EPS 约为 0.397 元、0.522 元和 0.541 元，其中 2009 年扣除非经常性损益（股权转让投资收益）后的 EPS 为 0.406 元，2010 年扣除房地产业务的 EPS 为 0.452 元。

我们首次给予公司“增持”的评级，认为公司目前的合理估值为 9.04 元（2010 年扣除房地产收益后的 EPS 以 20 倍的 PE）。公司拥有的西安钟楼开元商城商业物业价值明显，相对于公司目前 10.5 亿的市值，十多万平米的市中心主力商圈的商业物业给了公司较大的避险能力。而公司民营大股东之前对公司的增持，也反映了其对公司价值的认可和信心。

表 5 开元控股合并损益表及预测

	2006	2007	1-3Q2007	1-3Q2008	2008E	2009E	2010E
营业收入（万元）	172280	177253	132076	149778	193489	214559	268967
同比增长（%）	3.29	2.89		13.40	9.16	10.89	25.36
营业成本（万元）	144812	147424	111312	125458	161234	178835	224049
营业成本/营业收入（%）	84.06	83.17	84.28	83.76	83.33	83.35	83.30
营业税金及附加（万元）	1354	1657	1132	1438	1896	2103	2636
销售费用（万元）	4900	6940	4112	5512	7449	8368	10490
销售费用/营业收入（%）	2.84	3.92	3.11	3.68	3.85	3.90	3.90
管理费用（万元）	10139	9754	9248	8424	11222	13946	17214
管理费用/营业收入（%）	5.89	5.50	7.00	5.62	5.80	6.50	6.40
财务费用（万元）	2185	2363	1699	1705	2450	2500	2000
资产减值损失（万元）	92	34	0	0			
投资净收益（万元）	-174	3607	3804	0		2300	
营业利润（万元）	8624	12687	8377	7242	9237	11107	12578
同比增长（%）	12.30	47.12		-13.55	-27.20	20.25	13.24
营业外收入（万元）	5	40	151	475	0	0	0
营业外支出（万元）	116	25	152	464	0	0	0
利润总额（万元）	8513	12703	8375	7253	9237	11107	12578
同比增长（%）	12.23	49.22		-13.40	-27.29	20.25	13.24
利润率（%）	4.94	7.17	6.34	4.84	4.77	5.18	4.68
所得税（万元）	3294	3825	2451	2047	2309	2777	3144
有效所得税率（%）	38.69	30.11	29.27	28.22	25.00	25.00	25.00
净利润（万元）	5219	8878	5924	5206	6928	8330	9433
同比增长（%）	11.76	70.11		-12.12	-21.97	20.25	13.24
净利润率（%）	3.03	5.01	4.49	3.48	3.58	3.88	3.51
归属于母公司所有者的净利润（万元）	4413	7924	5322	4303	5875	7739	8009
同比增长（%）	15.35	79.56		-19.15	-25.86	31.71	3.50
少数股东损益（万元）	806	954	602	903	1052	592	1424
基本每股收益（元）	0.30	0.53	0.36	0.29	0.397	0.522	0.541

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

汪盛：批发和零售贸易行业分析师

潘鹤：消费组助理分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、广百股份、重庆百货、银座股份、东百集团、鄂武商、武汉中百、农产品、步步高、新华都、美邦服饰、新华百货、开元控股。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。