

钟楼店业绩增速快于历史水平，公司业绩有进一步释放可能性

开元控股 (000516)

评级: 增持 (维持)

股价: 12.42 元

跟踪报告

2009 年 4 月 26 日 星期日

消费品小组

薄玉

021-50586660-8620

by@longone.com.cn

商业贸易行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

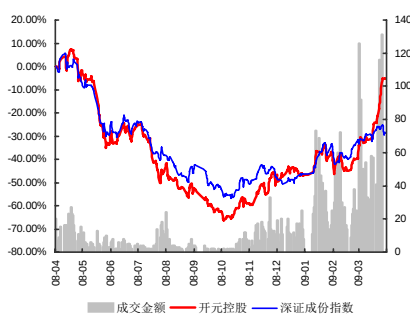
重要数据

总股本(亿股)	1.48
流通股本(亿股)	1.11
总市值(亿元)	18.40
流通市值(亿元)	13.81

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	57.22	52.50
3 个月	78.19	55.18
6 个月	152.95	119.85

个股相对深证成指走势图



相关报告:

1. 《咸阳店收入增速好于预期，西安百货市场竞争加剧》 20090411
2. 《西稍门商场和宝鸡店将确立公司西北地区百货龙头地位》 20090217

投资要点

□ 2008 年业绩略高于我们之前的预期:

公司 2008 年实现营业收入 20.41 亿元，较上年同期增长 15.16%；实现营业利润 9620.21 万元，同比减少 24.17%；实现税后净利润 5916.71 万元，同比减少 25.33%，剔除投资收益等非经常性因素影响后的报告期公司净利润同比减少 4.91%，每股收益为 0.40 元，略微高出我们 4 月 11 日给出的估值。主要原因是公司收入和利润主要来源的钟楼店收入和净利润增速都高于我们预期，也好于历史经营状况。公司 08 年分红方案是 10 股送 5 股转增 5 股，派 1 元现金红利。

□ 钟楼店收入和净利润增速好于历史水平，也高于我们之前的预期:

钟楼店是公司收入和利润的主要来源，08 年实现 19.28 亿元销售收入，同比增长 10.71%；实现 7786 万元净利润，同比增长 19.09%。超过 10% 的销售收入增长和接近 20% 的净利润增长，远高于往年 3-5% 的收入和净利润增速，也高于我们根据历史情况给出的业绩预期。我们认为钟楼店 08 年业绩表现突出的主要原因是钟楼店管理能力的提升（比如深化品牌调整，提高商品成交率等）和公司释放业绩的动力较大。

□ 安康店 08 年略有亏损，没有达到我们预计的盈亏平衡，主要实际销售额没有达到我们之前的预期:

安康店截至 08 年底开业 1 年半，08 年实现销售收入 4441.71 万元，净利润 -153.04 万元；低于我们之前预计的销售收入 5475 万元和净利润 50 万元。主要原因是我们根据安康店最后 40 天的销售情况来反算全年销售额过于乐观。

□ 咸阳店 08 年实现净利润 -595.96 万元，基本符合我们的预期:

咸阳店 08 年 1 月 26 日开业，全年实现销售收入 6323.90 万元，净利润

-595.96 万元，与我们此前的预期比较接近。09 年预计能实现 8537 万元销售额，并能实现盈亏平衡。

□ 公司 08 年四个季度的业绩表现情况：

公司 08 年四个季度的营业收入同比增长率分别为：8.44%，5.93%，31.40%，20.10%，第三和第四季度的收入增长反而好用第一第二季度，充分印证我们 08 年投资策略所认为的中西部城市受到金融危机的影响非常微弱，跟广州友谊、广百股份在 08 年第四季度业绩下滑非常厉害，甚至实现负增长的情况完全相反，也进一步坚定了我们目前宏观经济背景下关注中西部零售企业的投资策略。

□ 盈利预测与投资建议：

我们根据年报最新的三个门店经营情况，更新了估值模型，预计公司 2009 - 2011 年三年的营业收入分别为：23.78 亿元、28.30 亿元、30.27 亿元；净利润分别为：8883 万元、8767 万元、9522 万元；每股收益为 0.600 元、0.592 元、0.643 元。对应 4 月 24 日 12.42 元收盘价，市盈率分别为 20.72 倍、20.99 倍、19.33 倍。我们认为目前价格已经充分反映了公司基本面所包含的价值，但考虑到公司十送五转五的除权后填权行情，我们继续维持“增持”评级。

风险提示：经济进一步恶化带来的百货市场不景气，可比门店增速大幅放缓；新开设门店的亏损增大，培育期延长。

1. 钟楼店收入和净利润增速好于历史水平，也高于我们之前的预期

钟楼店是公司收入和利润的主要来源，08 年实现 19.28 亿元销售收入，同比增长 10.71%；实现 7786 万元净利润，同比增长 19.09%。超过 10% 的销售收入增长和接近 20% 的净利润增长，远高于往年 3-5% 的收入和净利润增速，也高于我们根据历史情况给出的业绩预期。我们认为钟楼店 08 年业绩表现突出的主要原因是钟楼店管理能力的提升（比如深化品牌调整，提高商品成交率等）和公司释放业绩的动力较大。

表1. 开元商城钟楼店历史经营情况

年度	销售收入(元)	YoY	毛利率	利润(元)	YoY	净利润(元)	YoY
1998	624,527,100		10.45%	29,102,500		24,464,200	
1999	678,570,000	8.65%	9.74%	31,565,800	8.46%	26,809,700	9.59%
2000	728,080,000	7.30%	11.78%	37,129,500	17.63%	31,944,300	19.15%
2001	681,111,300	-6.45%	16.14%	46,213,100	24.46%	31,153,300	-2.48%
2002	1,128,571,300	65.70%	12.26%	51,455,300	11.34%	34,439,600	10.55%
2003	1,345,837,300	19.25%	11.96%	78,493,800	52.55%	51,541,900	49.66%
2004	1,509,090,500	12.13%	12.21%	81,363,500	3.66%	52,751,300	2.35%
2005	1,622,138,600	7.49%	11.92%	85,360,100	4.91%	57,007,000	8.07%
2006	1,667,663,700	2.81%	13.51%	95,380,000	11.74%	63,415,700	11.24%
2007	1,741,097,000	4.40%	14.00%	98,910,700	3.70%	65,385,300	3.11%
2008	1,927,566,800	10.71%		105,200,100	6.36%	77,864,100	19.09%
2008E	1,828,151,850	5.00%	14.50%			68,738,510	5.13%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

从上表开元商城钟楼店的历史经营情况，我们看到钟楼店 2005-2007 年基本进入稳定增长期，每年能实现 3-5% 的销售收入增长，我们也根据这样的历史业绩发展状态给出了 08 年的业绩预期。可实际上，钟楼店 08 年实现了 10.71% 的销售收入增长和 19.09% 的净利润增长，大大快于往年的缓慢稳定增长。主要的原因我们分析有两个：一个是公司管理能力和管理效率的提升（比如深化品牌调整，提高商品成交率等）；另外一个就是基于之前一篇深度报告分析的公司有提升业绩的动力。

钟楼店从 2006 年开始调整品牌结构和商品档次，从原来的大众中端百货调整为时尚中高端百货，不断引进国际国内知名品牌，优化品牌结构，突出其时尚百货定位。钟楼店还不断调整手机家电等低毛利率产品在整个钟楼店中的销售收入占比，最终使得整体毛利率不断提升，从 2006 年的 13.51% 增加到

2007 年的 14%，估计 08 年的毛利率提升到了 14.5%。钟路店还不断加强管理，明确销售目标，加强员工销售技能培训，提高商品成交率等。最终使得钟路店实现了近 20% 的净利润增长。我们认为，如果仔细离算钟楼店的销售成本（折旧摊销、水电费、员工工资三大项主要成本），钟楼店的业绩还存在一定的提升空间，这也是我们之前的深度报告所分析的：因为公司需要配股来募集资金支撑西稍门项目和宝鸡店项目的资金需求，公司存在释放业绩的动力。08 年钟楼店的业绩提升一部分原因就是基于此。

我们根据最新的数据来调整对现有三个门店的盈利预测，并基于此更新我们的估值模型，具体请参见后面的附录。

表2. 三门店盈利预测（万元）

门店	07 年净利润 (所得税 33%)	08 年收入	08 年净利润 (所得税 25%)	预计 09 年 收入	预计 09 年 净利润	预计 2010 年收入	预计 2010 年净利润
西安钟路店	6538.53	192,757	7786.41	202,394	8177	212,514	8586
安康店	-282.29	4441.71	-153.04	5963	225	8095	304
咸阳店	-	6323.90	-595.96	8537	321	11,525	433

资料来源：东海证券研究所，公司公告

2. 安康店 08 年略有亏损，没有达到我们预计的盈亏平衡，主要实际销售额没有达到我们之前的预期

安康店截至 08 年底开业 1 年半，08 年实现销售收入 4441.71 万元，净利润 -153.04 万元；低于我们之前预计的销售收入 5475 万元和净利润 50 万元。主要原因是我们根据安康店最后 40 天的销售情况来反算全年销售额过于乐观，实际上只有 1 万平米的体量，安康市经济水平在整个陕西省也属于中等偏下水平，因此整体的销售情况并不是特别好，本来预计能第二年实现盈亏平衡的目标也没有实现，也是因为销售收入还没有超过盈亏平衡点。

3. 咸阳店 08 年实现净利润 - 595.96 万元，基本符合我们的预期：

咸阳店 08 年 1 月 26 日开业，全年实现销售收入 6323.90 万元，净利润 -595.96 万元，与我们此前的预期比较接近。09 年预计能实现 8537 万元销售额，并能实现盈亏平衡。具体的门店盈利预测情况可以参见上表。

4. 公司 08 年四个季度的业绩表现情况:

公司 08 年四个季度的营业收入同比增长率分别为: 8.44%, 5.93%, 31.40%, 20.10%, 第三和第四季度的收入增长反而好用第一第二季度, 充分印证我们 08 年投资策略所认为的中西部城市受到金融危机的影响非常微弱, 跟广州友谊、广百股份在 08 年第四季度业绩下滑非常厉害, 甚至实现负增长的情况完全相反, 也进一步坚定了我们目前宏观经济背景下关注中西部零售企业的投资策略。

表3. 开元控股单季度利润表及重要财务指标

单位: 百万	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	533.89	981.95	1,319.97	1,772.53	578.96	1,053.61	1,497.78	2,041.32
减: 营业成本	453.07	836.69	1,112.98	1,474.24	487.28	884.00	1,254.58	1,709.56
营业税费	6.35	8.92	11.32	16.57	6.39	9.50	14.38	22.61
销售费用	39.68	84.94	120.87	69.40	18.83	41.62	55.12	66.19
管理费用	0.46	8.56	12.73	97.54	28.65	61.58	84.24	120.99
财务费用	4.64	10.69	16.99	23.63	5.27	10.62	17.05	23.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00	1.47
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.26	17.48	38.70	36.07	0.00	0.00	0.00	-0.31
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	29.95	49.63	83.77	126.87	32.54	46.29	72.42	96.20
加: 营业外收入	0.15	1.44	1.51	0.40	3.03	3.21	4.75	4.77
减: 营业外支出	0.29	0.88	1.52	0.25	0.15	2.04	4.64	4.74
利润总额	29.81	50.18	83.75	127.03	35.42	47.47	72.53	96.23
减: 所得税	9.77	13.92	24.51	38.25	9.43	13.76	20.47	25.41
净利润(含少数股东损益)	20.04	36.26	59.24	88.78	25.99	33.70	52.06	70.82
减: 少数股东损益	3.11	4.23	6.02	9.54	3.96	6.10	9.03	11.65
净利润	16.93	32.03	53.22	79.24	22.04	27.61	43.03	59.17
基本 EPS	0.11	0.22	0.36	0.53	0.15	0.19	0.29	0.40
稀释 EPS	0.11	0.22	0.36	0.53	0.15	0.19	0.29	0.40
财务指标								
营业收入增长率	0.35%	1.04%	-3.29%	2.89%	8.44%	7.30%	13.47%	15.16%
营业收入增长率(环比)	49.15%	-16.08%	-24.56%	33.89%	27.93%	-18.02%	-6.42%	22.37%
单季度营业收入占比	30.12%	25.28%	19.07%	25.53%	28.36%	23.25%	21.76%	26.63%
营业收入累积占比	30.12%	55.40%	74.47%	100.00%	28.36%	51.61%	73.37%	100.00%
营业成本增长率	-1.58%	-0.44%	-5.34%	1.80%	7.55%			
毛利率	15.14%	14.79%	15.68%	16.83%	15.84%	16.10%	16.24%	16.25%
毛利率(当季)	15.14%	14.38%	18.26%	20.17%	15.84%	16.42%	16.57%	16.29%
销售费用率	7.43%	8.65%	9.16%	3.92%	3.25%	3.95%	3.68%	3.24%
管理费用率	0.09%	0.87%	0.96%	5.50%	4.95%	5.84%	5.62%	5.93%
财务费用率	0.87%	1.09%	1.29%	1.33%	0.91%	1.01%	1.14%	1.18%

三费/营业收入	8.39%	10.61%	11.41%	10.75%	9.11%	10.80%	10.44%	10.34%
营业利润增长率	13.65%	20.16%	53.32%	47.12%	8.66%	-6.72%	-13.55%	-24.17%
营业利润增长率(环比)	-5.22%	-34.31%	73.54%	26.23%	-24.50%	-57.76%	90.04%	-8.97%
营业利润率	5.61%	5.05%	6.35%	7.16%	5.62%	4.39%	4.84%	4.71%
净利润增长率	23.44%	43.83%	81.87%	79.56%	30.17%	-13.81%	-19.15%	-25.33%
净利润增长率(环比)	13.85%	-10.80%	40.34%	22.80%	-15.32%	-74.72%	176.88%	4.63%
净利润率	3.17%	3.26%	4.03%	4.47%	3.81%	2.62%	2.87%	2.90%
单季度净利润占比	21.36%	19.06%	26.74%	32.84%	37.24%	9.41%	26.07%	27.27%
净利润累积占比	21.36%	40.42%	67.16%	100.00%	37.24%	46.66%	72.73%	100.00%

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

5. 盈利预测与投资建议:

我们根据年报最新的三个门店经营情况,更新了估值模型,预计公司 2009 - 2011 年三年的营业收入分别为: 23.78 亿元、28.30 亿元、30.27 亿元; 净利润分别为: 8883 万元、8767 万元、9522 万元; 每股收益为 0.600 元、0.592 元、0.643 元。对应 4 月 24 日 12.42 元收盘价, 市盈率分别为 20.72 倍、20.99 倍、19.33 倍。我们认为目前价格已经充分反映了公司基本面所应该给予的价格,但考虑到公司十送五转五的除权后填权行情以及公司存在进一步释放业绩的动力,我们继续维持“增持”评级。

风险提示: 经济进一步恶化带来的百货市场不景气, 可比门店增速大幅放缓; 新开设门店的亏损增大, 培育期延长。

利润表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,722.8	1,772.5	2,041.3	2,377.7	2,829.8	3,027.0
营业成本	1,448.1	1,474.2	1,709.6	1,989.4	2,365.3	2,527.7
营业税金及附加	13.5	16.6	22.6	22.1	26.3	28.2
销售费用	49.0	69.4	66.2	77.0	91.7	98.1
管理费用	101.4	97.5	121.0	142.7	169.8	181.6
财务费用	21.8	23.6	24.0	35.8	44.6	48.0
投资收益	0.9	0.3	1.5	1.4	1.1	1.3
资产减值及公允价值变动	0.9	0.3	1.5	1.4	1.1	1.3
其他收入	-1.2	-1.7	36.1	-0.3	23.3	0.0
营业利润	86.2	126.9	96.2	132.7	131.0	142.2
营业外净收支	-1.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	85.1	127.0	96.2	132.7	131.0	142.2
所得税费用	32.9	38.2	25.4	33.2	32.7	35.6
少数股东损益	8.1	9.5	11.6	10.7	10.6	11.5
归属于母公司净利润	44.1	79.2	59.2	88.8	87.7	95.2
现金流量表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	52.2	88.8	70.8	99.5	98.2	106.7
资产减值准备	0.9	0.3	1.4	1.4	1.1	1.3
折旧摊销	34.4	39.3	45.2	25.3	61.2	84.1
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	25.1	29.1	31.0	35.8	44.6	48.0
营运资本变动	15.4	107.8	90.6	287.8	66.6	8.5
其它	9.8	-26.5	12.0	-12.6	10.6	11.5
经营活动现金流	129.9	228.7	234.5	437.1	282.4	260.1
资本开支	0.0	0.0	0.0	-321.7	-510.9	-240.8
其它投资现金流	129.0	70.4	0.0	23.3	0.0	0.0
投资活动现金流	-205.0	-14.5	-246.4	-298.4	-510.9	-240.8
权益性融资	17.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债净变化	-57.2	110.1	-18.3	200.0	0.0	0.0
支付股利、利息	-19.6	-22.2	0.0	0.0	0.0	0.0
其它融资现金流	-39.6	1.9	-24.0	-35.8	-44.6	-48.0
融资活动现金流	-3.9	16.4	67.8	224.2	15.4	12.0
现金净变动	-79.0	230.7	60.9	252.6	-240.3	9.6
货币资金的期初余额	194.6	115.7	346.3	407.2	659.8	419.5
货币资金的期末余额	115.7	346.3	407.2	659.8	419.5	429.1
企业营运自由现金流	-209.2	221.3	-32.9	8.4	-281.2	-21.1
权益自由现金流	-187.4	289.8	41.7	230.8	-265.2	-8.5
资产负债表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	115.7	346.3	407.2	659.8	419.5	429.1
应收款项	188.4	28.8	54.8	52.8	62.8	74.6
存货净额	24.6	19.0	31.9	27.3	32.4	34.6
其他流动资产	56.3	230.4	287.9	168.5	192.2	217.5
流动资产合计	385.0	624.6	781.8	908.3	706.9	755.8
固定资产	547.8	425.5	389.8	371.3	864.8	1,153.0
无形资产及其他	272.7	266.6	448.7	759.4	715.6	584.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	167.7	133.4	133.1	133.1	133.1	133.1
资产总计	1,373.2	1,450.1	1,753.5	2,172.1	2,420.3	2,625.9
短期借款及交易性金融负债	280.0	271.4	400.0	460.0	520.0	580.0
应付款项	391.1	341.5	396.6	551.2	652.4	698.9
其他流动负债	5.4	5.7	70.4	73.8	78.3	80.3
流动负债合计	676.5	618.5	867.0	986.1	1,136.1	1,235.0
长期借款及应付债券	91.3	201.4	183.1	383.1	383.1	383.1
其他长期负债	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
非流动负债合计	91.4	201.5	183.2	383.2	383.2	383.2
负债合计	793.4	820.1	1,050.2	1,369.3	1,519.3	1,618.2
少数股东权益	124.7	92.3	106.4	117.1	127.7	139.1
普通股股东权益	455.1	537.7	596.9	685.7	773.4	868.6
负债和股东权益总计	1,373.2	1,450.1	1,753.5	2,172.1	2,420.3	2,625.9
关键财务与估值指标	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.298	0.535	0.399	0.600	0.592	0.643
每股红利	0.13	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.91	4.25	4.75	5.42	6.08	6.80
ROIC(%)	12.31	12.68	11.80	13.57	12.55	9.76
ROE(%)	9.00	14.09	10.07	12.40	10.90	10.59
毛利率(%)	15.94	16.83	16.25	16.33	16.41	16.50
EBIT Margin(%)	6.27	8.49	5.89	7.09	6.21	6.28
EBITDA Margin(%)	8.06	10.71	7.99	8.11	8.34	9.04
收入增长(%)	5.91	2.89	15.16	16.48	19.01	6.97
净利润增长(%)	15.35	79.56	-25.33	50.13	-1.30	8.61
资产负债率(%)	57.78	56.55	59.89	63.04	62.77	61.62
P/E	41.70	23.22	31.10	20.72	20.99	19.33
P/B	3.17	2.92	2.62	2.29	2.04	1.83
EV/Sales	1.32	1.19	1.07	0.93	0.89	0.86
EV/EBITDA	16.36	11.09	13.33	11.43	10.72	9.49

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

薄玉, 商业贸易行业分析师, 金融学硕士, 2007 年 7 月开始跟踪商贸行业。

重点跟踪公司: 中国铅笔(600612)、百联股份(600631)、友谊股份(600827)、新华都(002264)、合肥百货(000417)、东百集团(600693)、开元控股(000516)

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122