

2010-07-13

百货商店

开元控股 000516.SZ

首次

增持

当前价格	4.82 元
目标价格	5.10 元
目标期限	6 个月

分析师:

唐佳睿 (执业证书编号: S0930210060002)

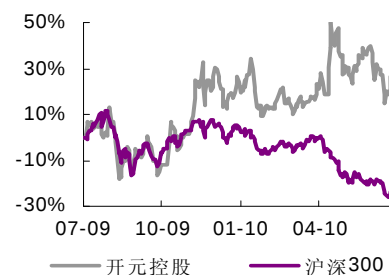
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	713
总市值(百万元)	3,439
流通比例(%)	76.00%
12 个月最高/最低 (元)	10.87/4.25
近 3 月日均成交量(百万股)	15.54
主要股东	陕西世纪新元商业管理有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.50	29.87	50.23
绝对收益	-5.49	9.07	28.98

相关报告:

中报符合预期，期待新门店培育期缩短

◇ 事件: 公司公布 2010 年中报业绩预增公告

◆ 中报业绩符合预期，净利润同比上升 150%-170%:

公司公告 2010 年上半年净利润约 9423 万-10177 万，同比上升 150%-170%，EPS 摊薄后约 0.13-0.14 元。其中公司出售董东煤矿 45% 产生 6348 万收益（扣税后约 4500 万净利润）是导致公司业绩同比大幅增长的主要原因。若不考虑一次性资产处置收益，初步估算主营业务净利润同比约增长 30% 左右，基本符合我们模型中每年 30% 净利润增速的预期（2009 年净利润增速为 29.7%）。主营业务业绩稳定增长归因于公司调整产品经营结构使得毛利率有一定程度提升所致。

◆ 对门店梯队逐渐步入成长期充满期待:

随着消费升级逐渐向二、三线城市扩张以及西北大开发政策力度加大，预计 2007-09 年新开三家门店将逐渐步入成长期，其中安康和咸阳店基本能实现盈利，而宝鸡店亦将实现减亏，公司未来盈利能力因此将稳健提升。目前开元控股门店的西北网络梯队（成熟开元商城、成长安康、咸阳店以及仍处培育期的宝鸡及下半年开业的西稍门店）初具规模，我们认为未来毛利率较低的现状将随着零供谈判的议价能力提升而逐步改善，而公司一贯较强的成本控制及管理亦有助于未来净利率的提高。

◆ 下半年业务多元化展望，“百货零售+商业地产”:

2010 年业绩预测中我们考虑了西稍门店房地产项目的收益约 2100 万元（EPS 0.03 元），且不排除公司继续开拓商业地产的可能性，预计 09 年报中“积极关注并择机开发有较强盈利能力的房地产及资源类投资”在下半年或有具体落实项目。而由于受让方的不确定性，预测中没有加入出售西安商业银行 3.76% 股权的 2333 万元收益。未来公司将继续贯彻以百货零售为主业，择机优化投资结构的战略的营业方针。

◆ 盈利预测与投资评级:

我们给予公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.24/0.17/0.22 元（其中主营零售业务为 0.14/0.17/0.22 元，详见后文拆分），以 2009 年为基期未来三年 CAGR 27.1%，认为公司合理价值在 5.10 元，对应 2011 年主营业务 30 倍市盈率，六个月目标价 5.10 元，首次给予现价（4.82 元）“增持”评级。

◆ 风险分析:

公司新门店培育期过长、管理费用率超预期攀升。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2,041	2,315	3,230	3,483	3,879
营业收入增长率	15.16%	13.39%	39.54%	7.85%	11.36%
净利润（百万元）	59	77	173	120	158
净利润增长率	-25.33%	29.73%	125.95%	-30.93%	31.62%
EPS（元）	0.08	0.11	0.24	0.17	0.22
ROE（归属母公司）	9.91%	8.17%	15.91%	10.28%	12.21%
P/E	58	45	20	29	22
P/B	6	4	3	3	3
EV/EBITDA	9	-28	11	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表 1：开元控股主营门店收支预测表

2010-2012 年开元控股收支预测（2010 年 7 月更新）

单位：万元		2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
	营业收入合计	177252.72	204131.71	231879.64	323568.94	348982.59	388621.52
	营业收入增速%	2.89%	15.16%	13.59%	39.54%	7.85%	11.36%
	营业成本合计	147423.96	170956.10	195579.48	266749.88	293254.16	325051.37
	综合毛利率%	16.83%	16.25%	15.65%	17.56%	15.97%	16.36%
	主营业务收入合计	172722.75	200332.31	228468.42	293606.95	344399.43	383483.31
	增速%	2.92%	15.98%	14.04%	28.51%	17.30%	11.35%
	主营业务成本合计	146919.05	170674.46	195563.56	251089.98	293231.25	325025.68
	主营业务毛利率%	14.94%	14.80%	14.40%	14.48%	14.86%	15.24%
	其他业务收入	4529.97	3799.40	3411.23	3894.62	4583.15	5138.21
	增速%	1.55%	-16.13%	-10.22%	14.17%	17.68%	12.11%
	其他业务成本	504.91	281.64	15.92	19.47	22.92	25.69
门店拆分	其他业务毛利率%	88.85%	92.59%	99.53%	99.50%	99.50%	99.50%
西安开元商城	营业收入（万元）	174109.7	192756.68	214619.42	231788.97	248014.20	262895.05
	营业收入增速%	4.47%	10.71%	11.34%	8.00%	7.00%	6.00%
	营业面积（平米）	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00
	坪效（元/平米）	23214.63	25700.89	28615.92	30905.20	33068.56	35052.67
	净利润（万元）	6538.53	7781.21	9493.40			
安康店	营业收入（万元）	930.20	4441.71	5537.82	6645.38	7841.55	9017.79
	营业收入增速%		377.50%	24.68%	20.00%	18.00%	15.00%
	营业面积（平米）	7000.00	7000.00	7000.00	7000.00	7000.00	7000.00
	坪效（元/平米）		6345.30	7911.17	9493.41	11202.22	12882.55
	净利润（万元）	-282.29	-153.04	38.45			
咸阳店	营业收入（万元）		6323.90	8917.79	11593.13	14491.41	17389.69
	营业收入增速%		-	41.02%	30.00%	25.00%	20.00%
	营业面积（平米）		14000.00	14000.00	14000.00	14000.00	14000.00
	坪效（元/平米）		4517.07	6369.85	8280.81	10351.01	12421.21
	净利润（万元）			-112.38			
宝鸡国际万象城	营业收入（万元）			2326.28	36289.97	45362.46	54434.95
	营业收入增速%				30.00%	25.00%	20.00%
	建筑面积（平米）				115942.00	115942.00	115942.00
	营业面积（平米）			50000.00	50000.00	50000.00	50000.00
	坪效（元/平米）			5583.07	7257.99	9072.49	10886.99
	净利润（万元）			-664.09			
开元西稍门店	营业收入（万元）				11073.60	33220.80	44848.08
	营业收入增速%					50.00%	35.00%
	建筑面积（平米）				67353.00	67353.00	67353.00
	营业面积（平米）				36912.00	36912.00	36912.00
	坪效（元/平米）				5000.00	9000.00	12150.00

资料来源：公司公告、光大证券研究所

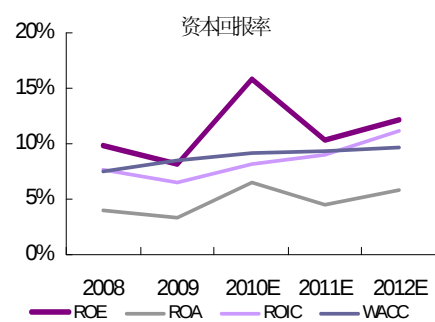
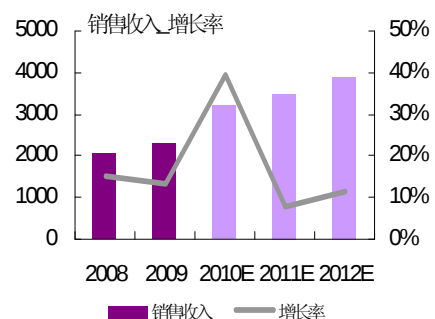
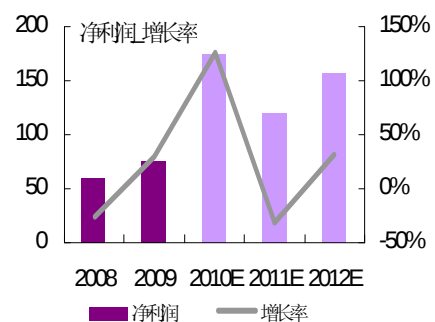
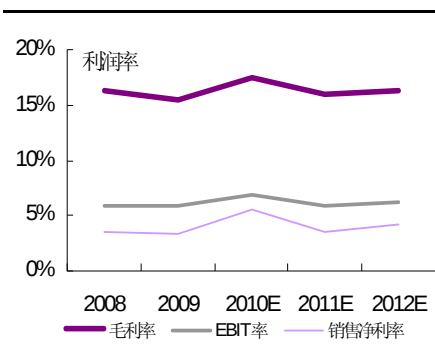
图表 2：开元控股 2010-2012 年 EPS 拆分

开元控股 2010-2012 年 EPS 拆分 （2010 年 7 月更新）

	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
零售主营业务	0.11	0.14	0.17	0.22
房地产业务	0.00	0.03	0.00	0.00
出售三秦董东煤矿投资收益	0.00	0.07	0.00	0.00
合计	0.11	0.24	0.17	0.22

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,041	2,315	3,230	3,483	3,879
营业成本	1,710	1,956	2,663	2,927	3,245
折旧和摊销	39	-224	174	194	206
营业税费	23	27	37	40	45
销售费用	66	65	100	105	116
管理费用	121	127	203	209	229
财务费用	24	26	35	34	26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	63	0	0
营业利润	96	115	251	169	218
利润总额	96	112	251	169	218
少数股东损益	12	3	5	5	6
归属母公司净利润	59.17	76.76	173.44	119.80	157.68

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,753	2,430	2,768	2,769	2,793
流动资产	782	851	1,113	1,207	1,337
货币资金	407	676	807	871	970
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	19	0	13	14	16
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	36	27	26	30	28
存货	32	129	133	146	162
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	133	143	149	149	149
固定资产	390	1,080	1,171	1,111	1,031
无形资产	97	93	90	88	86
总负债	1,050	1,486	1,668	1,589	1,480
无息负债	467	712	786	862	952
有息负债	583	774	882	726	528
股东权益	703	944	1,100	1,180	1,313
股本	148	375	713	713	713
公积金	192	339	27	46	71
未分配利润	257	225	349	406	507
少数股东权益	106	5	10	15	21

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	234	281	338	397	455
净利润	59	77	173	120	158
折旧摊销	39	-224	174	194	206
净营运资金增加	44	-376	285	19	40
其他	92	804	-294	65	50
投资活动产生现金流	-246	-441	-256	-100	-100
净资本支出	-118	-114	250	100	100
长期投资变化	133	143	-6	0	0
其他资产变化	-261	-470	-500	-200	-200
融资活动现金流	68	428	50	-234	-256
股本变化	0	227	338	0	0
债务净变化	110	190	108	-155	-198
无息负债变化	120	245	74	76	90
净现金流	56	268	132	63	99

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.16%	13.39%	39.54%	7.85%	11.36%
净利润增长率	-25.33%	29.73%	125.95%	-30.93%	31.62%
EBITDA 增长率	-7.69%	-154.84%	-554.03%	-0.35%	13.82%
EBIT 增长率	5.30%	13.07%	63.83%	-9.30%	20.67%
估值指标					
PE	58	45	20	29	22
PB	6	4	3	3	3
EV/EBITDA	9	-28	11	11	9
EV/EBIT	12	18	19	21	16
EV/NOPLAT	15	26	29	26	21
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	16.25%	15.50%	17.56%	15.97%	16.36%
EBITDA 率	7.82%	-3.78%	12.30%	11.37%	11.62%
EBIT 率	5.90%	5.89%	6.91%	5.81%	6.30%
税前净利润率	4.71%	4.84%	7.78%	4.84%	5.63%
税后净利润率 (归属母公司)	2.90%	3.32%	5.37%	3.44%	4.06%
ROA	4.04%	3.27%	6.45%	4.51%	5.86%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.91%	8.17%	15.91%	10.28%	12.21%
经营性 ROIC	7.62%	6.53%	8.20%	9.02%	11.22%
偿债能力					
流动比率	0.90	0.66	0.76	0.87	1.04
速动比率	86.49%	56.06%	66.68%	76.32%	91.71%
归属母公司权益/有息债务	1.02	1.21	1.24	1.60	2.45
有形资产/有息债务	2.78	2.98	3.01	3.65	5.07
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.08	0.11	0.24	0.17	0.22
每股红利	0.02	0.03	0.06	0.04	0.06
每股经营现金流	0.33	0.39	0.47	0.56	0.64
每股自由现金流(FCFF)	0.25	0.79	-0.29	0.33	0.36
每股净资产	0.84	1.32	1.53	1.63	1.81
每股销售收入	2.86	3.24	4.53	4.88	5.44

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

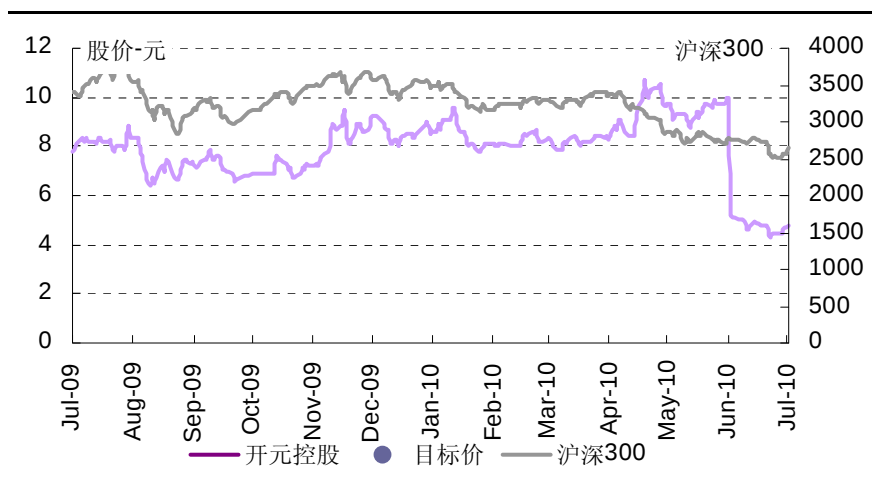
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

开元控股 (000516)

分析师: 唐佳睿



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2009-07-01	8.5	9.5	买入
2009-08-01	7.5	9.5	增持
2009-09-01	7.0	9.5	中性
2009-10-01	7.5	9.5	增持
2009-11-01	8.0	9.5	增持
2009-12-01	8.5	9.5	增持
2010-01-01	8.5	9.5	增持
2010-02-01	8.5	9.5	增持
2010-03-01	8.5	9.5	增持
2010-04-01	8.5	9.5	增持
2010-05-01	10.0	9.5	增持
2010-06-01	10.5	9.5	增持
2010-07-01	4.5	9.5	减持

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写, 以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息, 但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议, 光大证券股份有限公司及其附属机构 (包括研究所) 不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员, 交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有, 任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制, 刊登, 发表, 篡改或者引用。