



上市公司半年报点评

研究报告
批发和零售贸易

中性 维持

开元控股 (000516)

2010 年 8 月 10 日

160%高增长主要来自投资收益及少数股权收购；宝鸡店和西稍门店未来值得关注

2010 年 8 月 9 日收盘于 6.00 元
6 个月目标价：5.20 元

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

公司今日 (2010 年 8 月 10 日) 发布 2010 年半年报。报告期内公司实现营业收入 12.78 亿元，同比增长 5.80%；实现利润总额 1.33 亿元，同比增长 119.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 9932 万元，同比增长 163.51%，扣除非经常性损益的净利润 5708 万元，同比增长 42.44%。

2010 年上半年公司全面摊薄每股收益为 0.14 元，净资产收益率为 9.78%，较去年同期增加 3.70 个百分点；公司每股经营性现金流在报告期为 0.17 元，较去年同期减少 34.62%。

公司同时公告了对 2010 年 1-3 季度的经营业绩预计：2010 年 1-9 月，公司预计归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 90-130%，即在 11484 万元和 13902 万元之间，合每股收益为 0.16-0.19 元之间；其中 2010 年 7-9 月，公司预计归属于上市公司股东净利润变动幅度为同比下降 20%-增长 30%，即在 1820 万元和 2958 万元之间，合每股收益为 0.03-0.04 元之间。

简评及投资建议：上半年公司归属于母公司净利润同比增长 163.51%，实现每股收益 0.139 元，这一较大的增长主要得益于上半年出售董东煤业 45% 股权所获得的一次性收益 6000 多万元 (约合 EPS 约 0.065 元) 以及去年三季度收购了开元商城 15% 的股权后，其少数股东损益同比减少了 700 多万元 (约合 EPS 0.01 元)，扣除这两块收益后，公司 EPS 较去年同期同比增长约为 20% 左右 (主要来自于宝鸡店收入的增加以及各门店毛利率的提升)。而从单季度看 (参见表 3)，公司上半年两个季度收入增速、期间费用率均比较稳定，毛利率则有一定的提升。

从下半年看，我们认为公司收入贡献仍将主要来自成熟门店开元商城的内生增长、宝鸡店、咸阳店和安康店的收入释放以及今年 12 月或可开业的西稍门商城的部分收入贡献，但宝鸡店及西稍门商城由于体量较大，预计需要 2-3 年的培育期，短期内无法贡献利润；此外，我们预计公司的西稍门地产项目 (住宅楼) 可能将于今年全部售完并当年确认一次性收益，预计可能在今年给公司另带来 2.4 亿元的销售收入和 2000 万左右的净利润，合 EPS 0.028 元。

综上，我们预计公司 2010-12 年 EPS 约为 0.22 元、0.17 元和 0.23 元 (参见表 4)，其中 2010 年 EPS 包含了股权转让投资收益 (0.065 元) 以及房地产业务收益 (0.028 元)，扣除这两个项目后，公司 2010 年 EPS 为 0.13 元；公司目前 6 元的股价对应 2010-12 年的经常性收益的 PE 分别为 37.8 倍 (对应扣除一次性投资收益后 0.16 元的 EPS)、34.7 倍和 26.6 倍，目前估值相对较高，我们认为公司合理估值为 5.20 元 (对应 2011 年 30 倍 PE)，并维持“中性”的投资评级。

此外，至今年年底，公司拥有的商业自有物业将达到 30 万平方米左右，其中处于西安市中心主力商圈的开元商城 10 万平方米左右的商业物业价值更为明显，这些自有物业则给公司目前 40 亿左右的市值提供了一定的支撑；而公司宝鸡店和西稍门商城未来是否可能有超预期的发展，则是公司未来股价空间的重要催化剂。

公司 2010 半年报分析。

1. 2010 上半年公司营业收入同比增长 5.80%，其中一、二季度增速分别为 5.58%和 6.09%，我们认为二个季度均为个位数的这一较为缓慢的增速或可体现以下经营情况：（1）目前对公司贡献最大的主力门店开元商城已处于成熟阶段，增长较为缓慢，该门店未来的增长可能将通过对品类结构调整等发掘内生增长；（2）从分地区主业收入情况看（参见表 2），西安以外地区主营业务收入增速达到 125%以上，我们认为这主要是得益于 09 年底开业的宝鸡店对收入的较大贡献，此外，07 年 9 月和 08 年 1 月分别开业的安康店和咸阳店随着门店逐渐成熟收入也有进一步的释放。

2. 2010 上半年公司综合毛利率同比增加了 3.83 个百分点，其中一、二季度分别增加 3.2 和 4.6 个百分点。我们认为综合毛利率的大幅提升可能来自于以下几方面因素：（1）去年同期由于打折促销力度较大使得毛利率可比基数较低；（2）主力门店开元商场内不同毛利率的商品或可存在的结构调整；（3）咸阳、安康两家门店经过 2 年多的培育期毛利率的逐步提升；（4）宝鸡店内较高毛利率的转租业务对毛利率的拉升。

3. 2010 上半年公司销售和管理费用率分别同比上升了 0.68 和 2.36 个百分点，主要是由于公司提高劳动报酬以及宝鸡店开业影响所致；上半年公司财务费用为 1261 万元，仍维持在一个较高的水平，由于公司投资的宝鸡店和西稍门项目投资额度较大，因此我们预计公司未来在财务费用上仍存在一定的压力。

4. 上半年公司将所持陕西三秦能源董东煤业有限公司 45%股权以 10877 万元价格转让出售，实现投资收益 6000 多万元，并最终使得公司营业利润同比大幅增长 120%以上，而若扣除这笔一次性投资收益，公司营业利润增幅约为 21%左右；此外，公司在去年三季度收购了开元商城 15%的股权后，其少数股东损益同比减少了 700 多万元；最终公司上半年归属母公司净利润同比大幅增长 163.51%，扣非后净利润同比增长 42.44%。

表 1 开元控股 2010 上半年主营业务收入及毛利率情况

	主营业务收入 (万元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化
零售业	124232	4.89	16.84	增加 3.2 个百分点
典当业	125	-51.62	100	-
其他社会服务业	59	-22.04	80.9	减少 18.72 个百分点
合计	124417	4.75	16.95	增加 3.06 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 开元控股 2010 上半年分地区收入及毛利率情况

	主营业务收入(万元)	同比增长 (%)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化
西安地区	107772	-3.26	86.62	17.43	增加 3.4 个百分点
西安以外地区	16646	125.88	13.38	13.86	增加 2 个百分点
合计	124417	4.75	100.00	16.95	增加 3.06 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 盈利预测和投资建议。

（1）目前对公司贡献最大的主力门店开元商城已处于成熟阶段，未来的增长将主要来自对品类结构调整等带来的内生增长，我们预计开元商城 2010-2012 年收入增速大致在每年 3-5%左右；

（2）07 年 9 月开业的安康店在 09 年已开始盈利，我们预计其 2010-11 年可分别贡献 100 和 300 万元左右；08 年元月开业的咸阳店在 09 年仍亏损 112 万元，我们预计其今年或可达到盈亏平衡，而明年可能贡献 200 万元左右净利润；

（3）09 年 11 月底刚开业的宝鸡店预计今年可能亏损 650 万元左右，明年则或可达到盈亏平衡；

（4）假设西稍门商城购物中心项目于今年 12 月开业，预计当年亏损 1000 万元左右，明年亏损 600 万元左右；

（5）假设西稍门地产项目（住宅楼）于今年全部售完并当年确认一次性收益，预计可能在 2010 年给公司带来 2.4 亿元的销售收入和 2000 万左右的净利润，合 EPS0.028 元；

（6）除此之外，公司还拥有西安商业银行 3.76%的股权，如果能够以每股 2 元上下的价格出手，有望贡献 4000 万以上的净利润，合 EPS 约 0.06-0.07 元；另外公司目前还拥有陕西汇华典当行 87%股权、港股上市公司海天天线 15.45%的股权，但目前对公司业绩以及潜在的投资收益方面意义不是非常大。

基于上述假设，我们预计公司 2010-12 年 EPS 约为 0.22 元、0.17 元和 0.23 元（参见表 4），其中 2010 年 EPS 包含了股权转让投资收益（0.065 元）以及房地产业务收益（0.028 元），扣除这两个项目后，公司 2010 年 EPS 为 0.13 元；公

司目前 6 元的股价对应 2010-12 年的 PE 分别为 37.8 倍（对应扣除一次性投资收益后 0.16 元的 EPS）、34.7 倍和 26.6 倍，目前估值相对较高，我们认为公司合理估值为 5.2 元（对应 2011 年 30 倍 PE），并维持“中性”的投资评级。

表 3 开元控股单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	67180	53602	46867	64231	70927	56866	120782	127793
同比增长 (%)	16.04	12.93	5.52	18.17	5.58	6.09	14.64	5.80
营业总成本(万元)	63767	50657	44442	61524	67551	52532	114424	120083
营业成本(万元)	57384	44898	39307	53990	58312	45015	102282	103327
营业成本/营业收入 (%)	85.42	83.76	83.87	84.06	82.21	79.16	84.68	80.86
营业税金及附加(万元)	1001	469	589	629	1025	539	1470	1563
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.49	0.87	1.26	0.98	1.45	0.95	1.22	1.22
销售费用(万元)	1770	1520	2133	1091	2454	1900	3290	4354
销售费用/营业收入 (%)	2.63	2.84	4.55	1.70	3.46	3.34	2.72	3.41
管理费用(万元)	3068	3138	1759	4708	5097	4480	6206	9577
管理费用/营业收入 (%)	4.57	5.85	3.75	7.33	7.19	7.88	5.14	7.49
财务费用(万元)	544	631	655	729	663	598	1175	1261
资产减值损失(万元)	-	-	-	376	-	0	0	0
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	6279	0	6279
营业利润(万元)	3413	2945	2425	2707	3376	10614	6358	13990
同比增长 (%)	4.89	114.18	-7.19	13.84	-1.08	260.37	37.35	120.03
营业外收入(万元)	1	1	3	3	7	4	2	11
营业外支出(万元)	27	262	3	2	57	601	289	658
利润总额(万元)	3386	2686	2425	2706	3326	10016	6072	13343
同比增长 (%)	-4.40	122.90	-3.23	14.18	-1.77	273.00	27.92	119.75
所得税费用(万元)	896	703	648	1016	973	2435	1599	3409
有效所得税率 (%)	26.46	26.17	26.72	37.55	29.25	24.31	26.34	25.55
净利润(万元)	2491	1981	1777	1691	2353	7581	4472	9934
同比增长 (%)	-4.16	156.94	-3.21	-9.86	-5.54	282.55	32.70	122.11
净利润率 (%)	3.71	3.70	3.79	2.63	3.32	13.33	3.70	7.77
归属于母公司所有者的净利润(万元)	2094	1675	2275	1632	2353	7579	3769	9932
同比增长 (%)	-4.99	200.72	47.54	1.12	12.37	352.53	36.53	163.51
少数股东损益(万元)	396	307	-498	59	0	2	703	2
摊薄每股收益(元)	0.112	0.140	0.032	0.023	0.033	0.106	0.053	0.139

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 开元控股合并损益表及预测（2008-2012E）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	204132	231880	290515	338288	414155
同比增长 (%)	15.16	13.59	25.29	16.44	22.43
营业总成本(万元)	194481	220390	274331	320898	391499
营业成本(万元)	170956	195579	235317	276719	338365
营业成本/营业收入 (%)	83.75	84.35	81.00	81.80	81.70
营业税金及附加(万元)	2261	2688	3777	4398	5384
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.11	1.16	1.30	1.30	1.30
销售费用(万元)	6619	6514	10313	11671	14081
销售费用/营业收入 (%)	3.24	2.81	3.55	3.45	3.40
管理费用(万元)	12099	12673	22224	25710	31269
管理费用/营业收入 (%)	5.93	5.47	7.65	7.60	7.55
财务费用(万元)	2399	2559	2700	2400	2400

资产减值损失(万元)	147	376	0	0	0
非经营性净收益(万元)	-31	0	6279	0	0
营业利润(万元)	9620	11490	22462	17390	22656
同比增长(%)	-24.17	19.43	95.50	-22.58	30.29
营业外收入(万元)	477	8	0	0	0
营业外支出(万元)	474	294	0	0	0
利润总额(万元)	9623	11203	22462	17390	22656
同比增长(%)	-24.25	16.42	100.50	-22.58	30.29
所得税费用(万元)	2541	3263	6514	5043	6570
有效所得税率(%)	26.41	29.13	29.00	29.00	29.00
净利润(万元)	7082	7940	15948	12347	16086
同比增长(%)	-20.24	12.12	100.87	-22.58	30.29
净利润率(%)	3.47	3.42	5.49	3.65	3.88
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5917	7676	15948	12347	16086
同比增长(%)	-25.33	29.73	107.77	-22.58	30.29
少数股东损益(万元)	1165	264	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.083	0.108	0.224	0.173	0.225

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

开元控股 2009 年三季报点评：三季度净利润同比增长 47%以上，收购少数股权带来较大收益，中性维持 20091024

开元控股 2009 半年报点评：上半年净利润同比增长 36%以上，二季度费用率大幅下降带来业绩的较大增速（中性，维持）20091024

开元控股公告点评：全资控股开元商城增厚 2009 年 EPS 约 0.03 元左右（中性，维持）20090813

开元控股 08 年报及 09 一季报点评：主营业务增长稳定，两大新项目 2010 年后见效益（中性，调低）20090425

开元控股调研简报：开元商城钟楼店物业价值显著，两大新项目 2010 年后见效益（增持，维持）20090310

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

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

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、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团。

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。