

开元控股 000516-SZ

投资多元化，探索未来利润新增长点

◇ 事件：公司公布对外投资公告

◆公告梗概：

公司于 2010 年 1 月 14 日与东方富海（芜湖）基金、东方富海（芜湖）股权投资基金管理公司、深圳亨特投资合伙企业签订了《东方富海（芜湖）股权投资基金（有限合伙）新合伙人入伙协议》，本公司以有限合伙人身份出资 6,000 万元入伙东方富海基金。本公司作为有限合伙人出资 6,000 万元。各合伙人的出资在两年内分三期缴付，其中首期缴付认缴出资总额的 30%，二期缴付认缴出资总额的 30%，三期缴付认缴出资总额的 40%。各期认缴出资的缴付时间间隔原则上不低于 6 个月。在东方富海基金经营期限内，东方富海基金按管理费计算基数的 2.5 %/年向普通合伙人支付管理费。未来收益情况如下：1）如东方富海基金的年均投资收益率大于 10%，则全部利润的 80%由全体合伙人按实际出资比例分配，20%作为业绩奖励分配给普通合伙人 2）如东方富海基金的年均投资收益率小于或等于 10%但大于 8%，则全部利润中按年均投资收益率 8%计算出来的金额由全体合伙人按实际出资比例分配，剩余部分作为业绩奖励分配给普通合伙人 3）如东方富海基金的年均投资收益率等于或小于 8%，则全部利润由全体合伙人按实际出资比例分配。

◆坚持多元化经营方针，零售主业爆发期或在明年：

我们认为公司投资入股东方富海基金旨在做好零售主业，下沉陕西二、三线百货布局的基础上，拓宽投资渠道。近年来，公司始终贯彻多元化经营方针，从煤矿、医药、典当、社会服务等多渠道拓宽投资触角，为公司未来引进新的项目提供了更多的选择。由于股权投资基金行业的风险性和不确定性较大，我们在 2011-2012 年暂时不对该投资项目进行盈利预测，而我们对于零售为主业的百货公司发展多元化业务，向综合混业发展的策略目前仍持有谨慎的态度。

未来公司营业收入提升速度将主要取决于宝鸡及西稍门店的内生坪效增速，也是目前公司门店梯队布局的最大看点。鉴于西部地区的门店培育期较东部和中部地区相对更长，我们认为开元控股零售主业爆发期或在 2012 年（2H2012 概率更大）。但我们认为公司沉淀陕西二、三线布局的策略，可以避免西安市内百货业态竞争过度的弊端，中长期而言我们依然较看好公司未来在陕西地区发展连锁百货的潜力，尤其是“老中青三代”的百货门店梯队在未来 2-3 年内或将有较大幅度的业绩提升。

◆盈利预测和投资建议：

我们调整公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.21/0.24/0.22 元（其中主营零售业务分别为 0.12/0.18/0.22 元，之前为 0.23/0.24/0.23 元），以 2009 年为基期未来三年 CAGR27.3%，认为公司合理价值在 5.46 元，对应 2011 年主营业务 30 倍市盈率，六个月目标价 5.46 元，暂维持公司“中性”评级。

◆风险分析：

公司新门店培育期过长、多元化业务经营的管理风险

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	2,775	2,948	3,270
营业收入增长率	15.16%	13.39%	19.89%	6.22%	10.95%
净利润（百万元）	59	77	151	169	158
净利润增长率	-25.33%	29.73%	96.18%	11.99%	-6.18%
EPS（元）	0.08	0.11	0.21	0.24	0.22
ROE（归属母公司）	9.91%	8.17%	14.11%	14.09%	12.06%
P/E	65	50	26	23	24
P/B	6	4	4	3	3
EV/EBITDA	10	15	18	16	13

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。

维持

中性

当前价格	5.42 元
目标价格	5.46 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿(执业证书编号：S0930510120009)

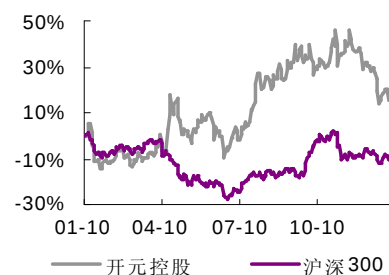
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	713
总市值(百万元)	3,867
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)	19.10
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	-7.64	-6.33	25.35
绝对收益	-12.44	-13.41	14.13

相关报告：

业绩略低于预期，期间费用同比大幅上升——开元控股 2010 年 3 季报点评
 2010-10-22
 出售部分西安商业银行股权，增厚 2010 年 EPS
 2010-09-09
 产品结构调整，业绩略超预期——1H2010 开元控股中报简评
 2010-08-10

图表 1：开元控股 2010-2012 年 EPS 拆分¹

开元控股 2010-2012 年 EPS 拆分（2011 年 1 月 17 日更新）

单位：元	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
零售业务	0.11	0.12	0.18	0.22
非主营零售业务（煤矿、典当、社会服务）	0.00	-0.01	0.00	0.00
房地产	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
出售西安商业银行股权	0.00	0.00	0.02	0.00
向交通银行出售 1670 平米地产	0.00	0.00	0.04	0.00
合计	0.11	0.21	0.24	0.22
2011 年估值	2011	PE	价值	
百货零售业务	0.18	30	5.40	
房地产	0.00	1	0.00	
出售三秦董东煤矿投资收益	0.02	1	0.02	
出售西安商业银行股权	0.04	1	0.04	
共计			5.46	

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：开元控股 2010-2012 年百货零售业务拆分

开元控股 2010-2012 年百货零售业务利润和 EPS 拆分（2011 年 1 月 16 日更新）²

净利润 单位：万元	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
开元商城	9493.4	10500	13000	15000
安康店	38.45	100	350	800
咸阳店	-112.38	-200	200	500
宝鸡店	-664.09	-800	-300	-100
西稍门店	-1000	-800	-700	-200
共计	7755.38	8800	12550	16000
EPS 拆分 单位：元	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
开元商城	0.133	0.147	0.182	0.210
安康店	0.001	0.001	0.005	0.011
咸阳店	-0.002	-0.003	0.003	0.007
宝鸡店	-0.009	-0.011	-0.004	-0.001
西稍门店	-0.014	-0.011	-0.010	-0.003
共计	0.109	0.123	0.176	0.224

资料来源：公司公告、光大证券研究所

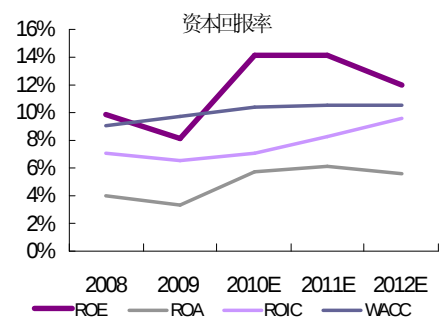
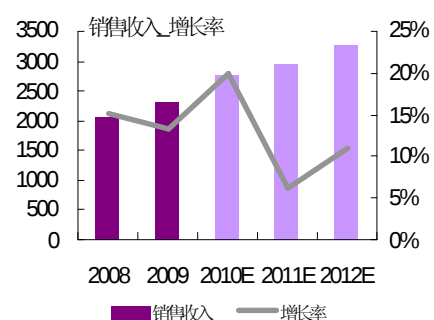
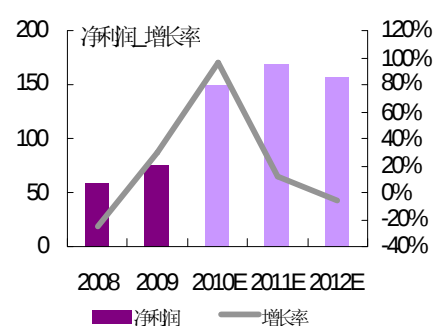
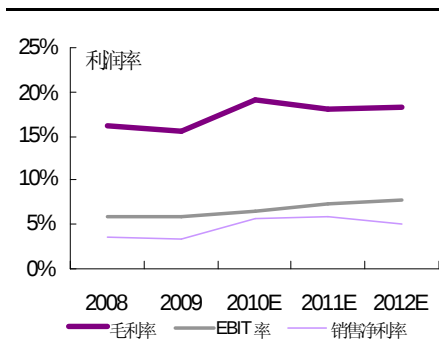
¹ 我们假定西安商业银行股权剩余 5000 万股尚未找到受让方，因此在 2010-2012 年 EPS 拆分中，未考虑出售西安商业银行剩余 5000 万股股权的收益。

² 由于 2009 年统计口径误差，我们将误差归入西稍门店中，假定 2009/2010 年西稍门店分别亏损 1000 万和 800 万元。

相关报告

- 20100713 中报符合预期，期待新门店培育期缩短-----1H2010 中报业绩预增点评
- 20100810 产品结构调整，业绩略超预期-----1H2010 中报点评
- 20100909 出售部分西安商业银行股权，增厚 2010 年 EPS 0.02 元-----公司公告点评
- 20101022 业绩略低于预期，期间费用同比大幅上升----3Q2010 季报点评

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	2,775	2,948	3,270
营业成本	1,710	1,956	2,242	2,413	2,671
折旧和摊销	39	40	71	79	85
营业税费	23	27	43	34	38
销售费用	66	65	114	93	98
管理费用	121	127	189	192	206
财务费用	24	26	33	34	32
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	63	56	0
营业利润	96	115	213	238	225
利润总额	96	112	213	238	225
少数股东损益	12	3	5	5	6
归属母公司净利润	59.17	76.76	150.59	168.64	158.22

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,753	2,430	2,720	2,806	2,930
流动资产	782	851	962	1,022	1,130
货币资金	407	676	694	737	818
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	19	0	11	12	13
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	36	27	32	32	32
存货	32	129	112	121	134
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	155	155
固定资产	390	1,080	1,274	1,328	1,370
无形资产	97	93	90	88	86
总负债	1,050	1,486	1,642	1,594	1,597
无息负债	467	712	687	742	817
有息负债	583	774	956	852	780
股东权益	703	944	1,077	1,212	1,333
股本	148	375	713	713	713
公积金	192	339	212	238	262
未分配利润	257	225	142	246	336
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	85	269	328
净利润	59	77	151	169	158
折旧摊销	39	40	71	79	85
净营运资金增加	44	-376	233	5	33
其他	92	541	-370	16	52
投资活动产生现金流	-246	-441	-193	-49	-100
净资本支出	-118	-114	250	100	100
长期投资变化	133	143	-6	-6	0
其他资产变化	-261	-470	-437	-144	-200
融资活动现金流	68	428	126	-176	-148
股本变化	0	227	338	0	0
债务净变化	110	190	182	-103	-72
无息负债变化	120	245	-25	55	75
净现金流	56	268	18	43	81

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%	19.89%	6.22%	10.95%
净利润增长率	-25.33%	29.73%	96.18%	11.99%	-6.18%
EBITDA 增长率	-7.69%	10.47%	44.15%	16.13%	15.79%
EBIT 增长率	5.30%	13.07%	34.20%	18.02%	19.13%
估值指标					
PE	65	50	26	23	24
PB	6	4	4	3	3
EV/EBITDA	10	15	18	16	13
EV/EBIT	13	19	26	21	18
EV/NOPLAT	18	27	35	29	24
EV/Sales	1	1	2	2	1
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	16.25%	15.50%	19.19%	18.12%	18.32%
EBITDA 率	7.82%	7.62%	9.16%	10.01%	10.45%
EBIT 率	5.90%	5.89%	6.59%	7.32%	7.86%
税前净利润率	4.71%	4.84%	7.68%	8.07%	6.88%
税后净利润率 (归属母公司)	2.90%	3.32%	5.43%	5.72%	4.84%
ROA	4.04%	3.27%	5.72%	6.19%	5.60%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.91%	8.17%	14.11%	14.09%	12.06%
经营性 ROIC	7.06%	6.53%	7.09%	8.25%	9.58%
偿债能力					
流动比率	0.90	0.66	0.67	0.73	0.81
速动比率	86.49%	56.06%	58.84%	64.57%	71.26%
归属母公司权益/有息债务	1.02	1.21	1.12	1.40	1.68
有形资产/有息债务	2.78	2.98	2.72	3.16	3.61
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.08	0.11	0.21	0.24	0.22
每股红利	0.02	0.03	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.33	0.39	0.12	0.38	0.46
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.83	-0.39	0.18	0.20
每股净资产	0.84	1.32	1.50	1.68	1.84
每股销售收入	2.86	3.24	3.89	4.13	4.58

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。

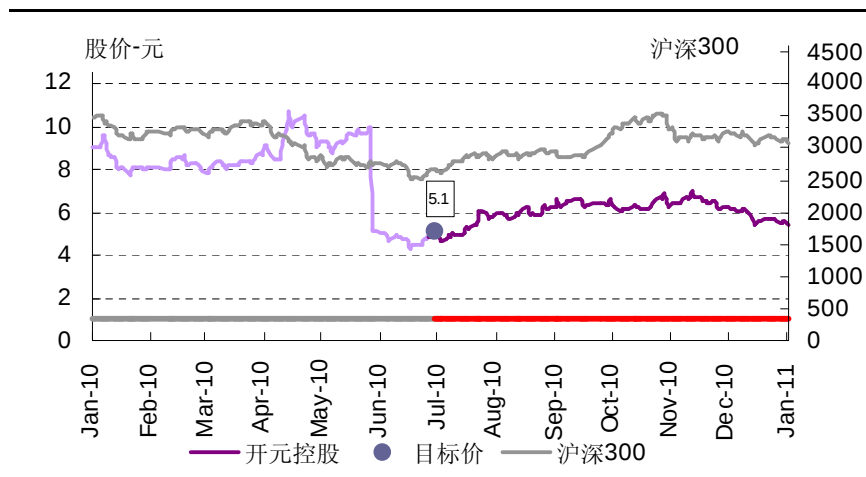
分析师声明

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



日期	股价	目标	评级
2010-07-12	4.82	5.10	增持
2010-08-09	6.04	5.70	增持
2010-09-08	6.11	5.70	中性
2010-10-22	6.11	5.46	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源: 光大证券研究所

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。