

2011-04-14

批发和零售贸易

开元控股 000516-SZ

1Q2011 业绩超预期，品牌调整逐渐发力

◇ 事件：公司公布 1Q2011 业绩预增公告和 2010 年业绩快报

◆公告梗概：

1Q2011 期间，公司净利润同比增长 70-90%，盈利约 4000.71 万元至 4471.38 万元。同时公告 2010 年全年实现 25.26 亿元营业收入，同比增长 8.94%，净利润 1.52 亿元，同比增长 98.20%。2010 年净利润同比大幅上升的主要原因是报告期间出售三秦董东煤业有限公司 45% 股权，实现收益 6348 万元。

◆2010 业绩符合预期，出售董东煤矿增厚当期 EPS0.09 元：

2010 年年报业绩完全符合我们之前全年 1.51 亿元（EPS 0.21 元）的预判。其中公司出售董东煤矿资产对 2010 年业绩贡献了 0.09 元，由于公司尚未披露年报详细情况，我们预计除主业 EPS0.12 元以外，EPS 仍包含 0.03 元地产业务和 -0.03 元其他业务业绩。从 2011 年 1 月对外投资公告来看，未来公司仍将坚持多元化经营方针，多渠道拓宽投资触角，因此未来 EPS 仍将延续多业态发展的状态。

◆1Q2011 业绩超预期，区域龙头调整逐渐发力：

1Q2011 公司业绩同比增长 70-90%，预计全面摊薄后 EPS 在 0.056-0.063 元之间，略超我们一季度 0.05 元 EPS 的预判。我们认为 1Q2011 业绩超预期增长的主要原因在于公司实施有效经营策略，品牌调整逐渐到位。尤其是西安和宝鸡两家主力门店开元商城和宝鸡店，在陕西省第一、二大城市百货业态中占据销售领先地位，在当地较强的影响力在和供应商议价能力方面有着较强的优势。此外，公司近年来在女装、服饰等方面调整力度较为显著，促使主营业务和毛利率均有较为明显的改观。鉴于公司百货主业较好的发展势头，我们提高 2011 年全年主营业务 EPS 预测至 0.21 元，而出售西安商业银行股权以及向交行出售 1670 平米地产将分别贡献 EPS0.02 和 0.04 元。

◆上调投资评级至增持，建议关注园博会事件驱动因素：

我们上调公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.21/0.27/0.27 元（其中主营零售业务分别为 0.12/0.21/0.27 元），以 2009 年为基期未来三年 CAGR35.6%，认为公司合理价值在 6.75 元，对应 2012 年主营业务 25 倍市盈率，六个月目标价 6.75 元，上调至“增持”评级。我们认为公司 2007-2009 年陆续开的三家新门店（安康、咸阳及宝鸡店）将逐渐为公司提供业绩支援，而 2011 年 4 月 28 日召开为期半年的园艺博览会将促发公司全年主营业务有较为可观的一次性增长机会，因此建议投资者积极关注西安两家零售上市公司，短期至少有波段主题投资性机会，而长期开元控股主营业务渠道下沉以及门店持续品牌调整我们亦持积极乐观的观点。

◆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	3,110	3,570
营业收入增长率	15.16%	13.39%	19.89%	12.08%	14.79%
净利润（百万元）	59	77	151	189	191
净利润增长率	-25.33%	29.73%	96.18%	25.79%	1.00%
EPS（元）	0.08	0.11	0.21	0.27	0.27
ROE（归属母公司）	9.91%	8.17%	14.11%	15.56%	14.06%
P/E	76	58	30	24	23
P/B	8	5	4	4	3
EV/EBITDA	11	16	21	16	14

调升

增持

当前价格	6.28 元
目标价格	6.75 元
目标期限	6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

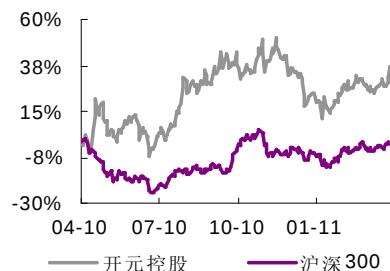
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	713
总市值(百万元)	4,480
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)	10.81
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	2.97	5.84	35.68
绝对收益	6.81	13.15	36.30

相关报告：

开元控股：投资多元化，探索未来利润新增长点（维持中性）

..... 2011-01-17
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

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 4 月 14 日更新）

单位：元	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
零售业务	0.11	0.12	0.21	0.27
非主营零售业务（煤矿、典当、社会服务）	0.00	-0.03	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	0.09	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	0.27	0.27

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 4 月 14 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	14000	16000
安康店	38.45	100	350	800
咸阳店	-112.38	-200	200	500
宝鸡店	-664.09	-800	400	1500
西稍门店	-1000	-1000	-200	500
共计	7755.38	8600	14750	19300
EPS 拆分 单位：元	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
开元商城	0.133	0.147	0.196	0.224
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	0.006	0.021
西稍门店	-0.014	-0.014	-0.003	0.007
共计	0.109	0.121	0.207	0.271

资料来源：公司公告、光大证券研究所

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

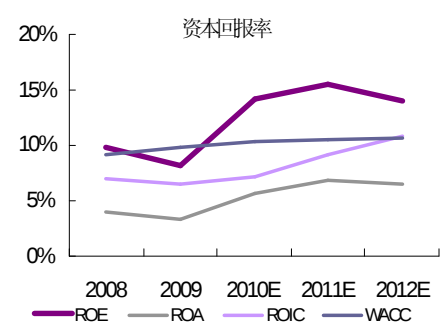
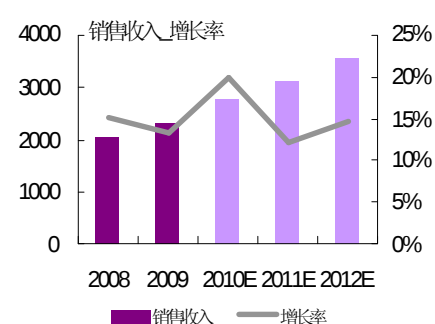
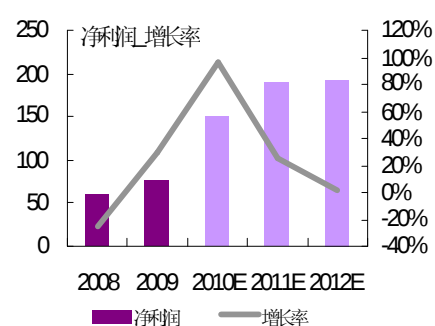
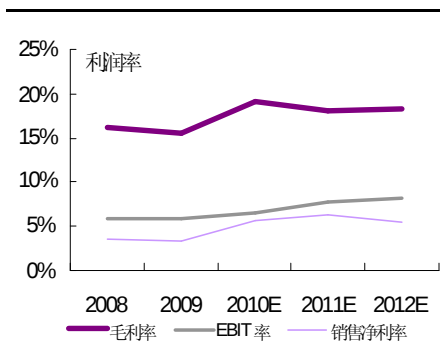
20100909 出售部分西安商业银行股权，增厚 2010 年 EPS 0.02 元-----公司公告点评

20101022 业绩略低于预期，期间费用同比大幅上升---3Q2010 季报点评

20110117 开元控股：投资多元化，探索未来利润新增长点-----公司对外投资公告点评

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。

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	3,110	3,570
营业成本	1,710	1,956	2,242	2,546	2,916
折旧和摊销	39	40	71	79	85
营业税费	23	27	43	36	41
销售费用	66	65	114	96	107
管理费用	121	127	189	190	214
财务费用	24	26	33	31	28
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	266	263
利润总额	96	112	213	266	263
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	189.43	191.31

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,753	2,430	2,720	2,863	3,034
流动资产	782	851	962	1,078	1,234
货币资金	407	676	694	778	893
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	19	0	11	12	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	36	27	32	34	35
存货	32	129	112	127	146
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	1,630	1,652
无息负债	467	712	687	775	877
有息负债	583	774	956	855	775
股东权益	703	944	1,077	1,233	1,382
股本	148	375	713	713	713
公积金	192	339	212	241	270
未分配利润	257	225	142	263	376
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	304	372
净利润	59	77	151	189	191
折旧摊销	39	40	71	79	85
净营运资金增加	44	-376	233	29	53
其他	92	541	-370	6	43
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	-171	-157
股本变化	0	227	338	0	0
债务净变化	110	190	182	-101	-80
无息负债变化	120	245	-25	88	103
净现金流	56	268	18	84	115

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%	12.08%	14.79%
净利润增长率	-25.33%	29.73%	96.18%	25.79%	1.00%
EBITDA 增长率	-7.69%	10.47%	44.15%	26.18%	17.19%
EBIT 增长率	5.30%	13.07%	34.20%	31.99%	20.63%
估值指标					
PE	76	58	30	24	23
PB	8	5	4	4	3
EV/EBITDA	11	16	21	16	14
EV/EBIT	14	21	29	22	18
EV/NOPLAT	19	30	40	30	24
EV/Sales	1	1	2	2	1
EV/IC	1	2	3	3	3
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%	10.31%	10.52%
EBIT 率	5.90%	5.89%	6.59%	7.76%	8.15%
税前净利润率	4.71%	4.84%	7.68%	8.56%	7.37%
税后净利润率 (归属母公司)	2.90%	3.32%	5.43%	6.09%	5.36%
ROA	4.04%	3.27%	5.72%	6.79%	6.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.91%	8.17%	14.11%	15.56%	14.06%
经营性 ROIC	7.06%	6.53%	7.09%	9.11%	10.91%
偿债能力					
流动比率	0.90	0.66	0.67	0.75	0.85
速动比率	86.49%	56.06%	58.84%	66.44%	74.86%
归属母公司权益/有息债务	1.02	1.21	1.12	1.42	1.76
有形资产/有息债务	2.78	2.98	2.72	3.21	3.77
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.08	0.11	0.21	0.27	0.27
每股红利	0.02	0.03	0.05	0.07	0.07
每股经营现金流	0.33	0.39	0.12	0.43	0.52
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.83	-0.39	0.18	0.21
每股净资产	0.84	1.32	1.50	1.71	1.91
每股销售收入	2.86	3.24	3.89	4.36	5.00

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

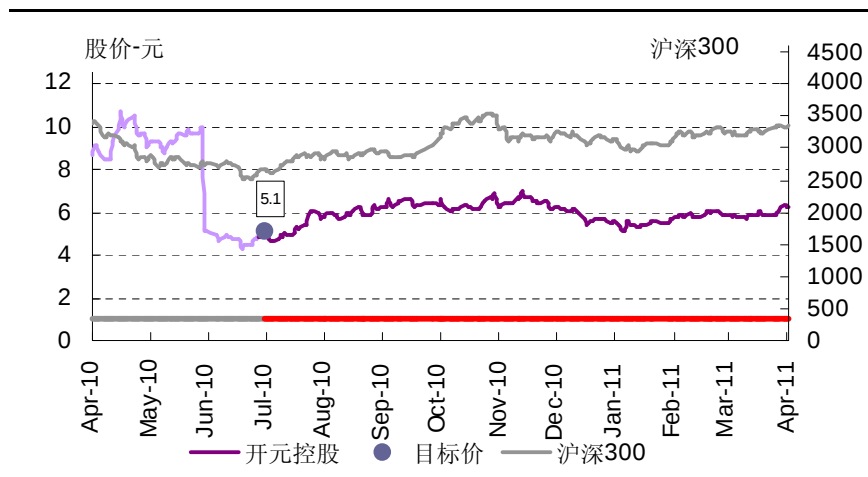
分析师声明

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	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
2011-01-17	5.42	5.46	中性

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。