

开元控股 000516.SZ

业绩超预期，主营零售业务实力提升

◇ 事件：公司公布 2010 年年报及 1Q2011 季报

◆业绩超预期，1Q2011 净利润同比增长 83.62%：

2010 年公司实现营业总收入 25.26 亿元（营业收入 25.25 亿元），同比增长 8.94%，略低于我们之前 27.8 亿元的估计。而净利润 1.52 亿元（EPS 0.21 元），同比增长 98.30%（其中出售董东煤矿实现 6348 万元，EPS 约 0.09 元），符合我们全年 1.51 亿元的预判。1Q2011 期间，公司实现营业收入 8.56 亿元，同比增速 20.64%，净利润 4321 万元，同比增速 83.62%，从报表来看，1Q2011 的净利润基本来自于主营业务收入（而非公司历来较多的投资收益占比），超出市场和我们的预期。

◆2010 四家门店净利润均有超预期表现，主营零售业务实力提升：

2010 年公司五家（其中西稍门店将于 2011 年中期开业）的净利润数据除安康店略低于预期外，均超出我们之前的估计，其中占当年净利润 81% 的主力门店开元商城实现 1.23 亿元净利润，同比增长 30%，超出我们之前 1.05 亿元的估计。我们认为门店经营业绩超预期表现的主因是公司通过进一步细化连锁门店的分类管理，大力引进时尚标志性品牌，不断优化品牌结构，加大品牌调整力度的结果。而西安外三家外埠店精细化管理亦初见成效，单店净利润均超我们预期（详见后文门店拆分表）。

◆2010 年毛利率大幅提升，1Q2011 同比略有下滑：

2010 期间公司综合毛利率同比上升 3.31 个百分点至 18.81%，而零售业务毛利率同比亦上升 2.63 个百分点至 16.81%，主要原因依然是公司品牌调整较为积极，尤其近年来在女装、服饰等方面调整力度较为显著，促使主营毛利率有较为明显的改观。1Q2011 期间公司毛利率同比下滑 0.06 个百分点至 17.66%，主要原因是公司春节期间加强了促销和打折力度所致。但我们认为公司毛利率的趋势，随着持续品牌调整和组合优化，未来仍然将稳健提升，

◆2010 年期间费用率上升较快，1Q2011 同比显著下降：

2010 期间公司费用率同比上升 2.31 个百分点至 11.71%，主要原因是 2009 年底开业的宝鸡店开业运营后费用增加所致。而 1Q2011 期间费用率同比下降 2.07 个百分点至 9.52%，接近 2009 年 9.40% 的水平，主要原因是公司营业收入增速上升较快，宝鸡店开业后成本上升的弊端基本在 2010 年全年的期间费用率上已经反映。

◆维持增持评级，关注短期事件驱动因素：

不考虑地产业务 EPS 约 0.03 元（我们预计西稍门地产业务最早于 3Q2011 确认），我们上调公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.27/0.27/0.32 元（之前为 0.27/0.27/0.31 元），以 2010 年为基期未来三年 CAGR14.6%（其中零售主业未来三年 CAGR 为 27.7%），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。我们认为公司连锁百货业务将形成“四城五店”的经营格局，将大大提升公司在省内的市场份额和影响力，而短期催化剂园艺博览会则对整个西安板块都有推波助澜的作用，维持增持评级。

◆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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,315	2,525	3,027	3,376	3,686
营业收入增长率	13.39%	9.08%	19.88%	11.56%	9.17%
净利润（百万元）	77	152	196	192	229
净利润增长率	29.73%	98.30%	28.54%	-2.05%	19.42%
EPS（元）	0.11	0.21	0.27	0.27	0.32
ROE（归属母公司）	8.17%	14.24%	15.48%	13.62%	14.41%
P/E	58	29	23	23	20
P/B	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	17	21	16	14	12

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

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）

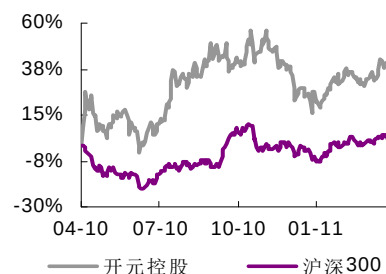
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	713
总市值(百万元)	4,480
流通比例(%)	99.97%
12 个月最高/最低(元)	10.87/4.25
近 3 月日均成交量(百万股)	11.52
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	7.60	5.47	38.69
绝对收益	9.98	16.08	41.77

相关报告：

开元控股：1Q2011 业绩超预期，品牌调整逐渐发力——公司业绩快报点评

..... 2011-04-14

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

图表 1：开元控股 2009-2013 年 EPS 拆分

开元控股 2009-2013 年 EPS 拆分（2011 年 4 月 24 日更新）

单位：元	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013E
零售业务	0.12	0.16	0.21	0.27	0.32
煤矿、典当、社会服务	-0.01	-0.04	0.00	0.00	0.00
西稍门房地产项目	0.00	0.00	0.00 ¹	0.00	0.00
出售三秦董东煤矿投资收益	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
出售西安商业银行股权 ²	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
向交通银行出售 1670 平米地产 ³	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00
合计	0.11	0.21	0.27	0.27	0.32

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：开元控股 2010 年四家门店净利润均超我们之前预期

开元控股 2009-2013 年百货零售业务利润和 EPS 拆分（2011 年 4 月 24 日更新）

净利润 单位：万元	2009A	2010E	2010A	2011 E	2012E	2013E
开元商城	9493.40	10500	12333.56	15416.95	18500.34	21275.39
安康店	38.45	100	88.83	159.89	255.83	358.16
咸阳店	-112.38	-200	-98.28	200.00	350.00	525.00
宝鸡店	-664.09	-800	-686.05	400.00	1000.00	1500.00
西稍门店	-278.76	-1000	-505.52	-1000.00	-700.00	-500.00
共计	8476.62	8600	11132.54	15176.84	19406.17	23158.55
EPS 拆分 单位：元	2009 A	2010 E	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
开元商城	0.133	0.147	0.173	0.216	0.259	0.298
安康店	0.001	0.001	0.001	0.002	0.004	0.005
咸阳店	-0.002	-0.003	-0.001	0.003	0.005	0.007
宝鸡店	-0.009	-0.011	-0.010	0.006	0.014	0.021
西稍门店	-0.004	-0.014	-0.007	-0.014	-0.010	-0.007
共计	0.119	0.121	0.156	0.213	0.272	0.325

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：开元控股主营门店收支预测表（不包含房地产业务）

2008-2013 年开元控股收支预测（2011 年 4 月 23 日更新）

单位：万元		2008A	2009 A	2010A	2011E	2012E	2013E
	营业收入合计	204131.71	231879.64	252619.69	302850.96	337846.75	368832.71
	营业收入增速%	15.16%	13.59%	8.94%	19.88%	11.56%	9.17%
	营业成本合计	170956.10	195579.48	204971.98	246078.37	272840.59	296481.25
	综合毛利率%	16.25%	15.65%	18.86%	18.75%	19.24%	19.62%
	主营业务收入合计	200332.31	228468.42	246646.23	296268.59	330470.83	360849.23

¹ 我们预计西稍门房地产业务最早于 3Q2011 季度确认，出于谨慎原则，我们暂时并没有考虑该块业务约 EPS 0.03 元的收益。² 我们假设 2011 年将剩余西安商业银行业务出售，贡献利润约 EPS 0.02 元。（参见我们 20100909 公告点评）³ 目前由于房产证进度原因，尚未确认收益，我们目前假定 2011 年能确认该收益。

	主营业务增速%	15.98%	14.04%	7.96%	20.12%	11.54%	9.19%
	主营业务成本合计	170674.46	195563.56	204949.57	246045.46	272803.71	296441.33
	主营业务毛利率%	14.80%	14.40%	16.91%	16.95%	17.45%	17.85%
	其他业务收入	3799.40	3411.23	5973.47	6582.37	7375.92	7983.48
	其他业务增速%	-16.13%	-10.22%	75.11%	10.19%	12.06%	8.24%
	其他业务成本	281.64	15.92	22.41	32.91	36.88	39.92
	其他业务毛利率%	92.59%	99.53%	99.62%	99.50%	99.50%	99.50%
门店拆分							
开元商城	营业收入（万元）	192756.68	214619.42	214562.58	236018.84	254900.35	267645.36
	营业收入增速%	10.71%	11.34%	-0.03%	10.00%	8.00%	5.00%
	营业面积（平米）	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00	75000.00
	坪效（元/平米）	25700.89	28615.92	28608.34	31469.18	33986.71	35686.05
安康店	营业收入（万元）	4441.71	5537.82	5453.63	6108.07	6718.87	7390.76
	营业收入增速%	377.50%	24.68%	-1.52%	12.00%	10.00%	10%
	营业面积（平米）	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
	坪效（元/平米）	5552.14	6922.28	6817.04	7635.08	8398.59	9238.45
咸阳店	营业收入（万元）	6323.90	8917.79	9191.49	10570.21	11627.23	12789.96
	营业收入增速%	N.A.	41.02%	3.07%	15.00%	10.00%	10%
	营业面积（平米）	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00
	坪效（元/平米）	3513.28	4954.33	5106.38	5872.34	6459.57	7105.53
宝鸡万象城	营业收入（万元）		2326.28	23248.35	27898.02	32082.72	37857.61
	营业收入增速%			899.38%	20.00%	15.00%	18%
	营业面积（平米）		60000.00	60000.00	60000.00	60000.00	60000.00
	坪效（元/平米）		387.71	3874.73	4649.67	5347.12	6309.60
开元西稍门	营业收入（万元）				19932.48	29898.72	40363.27
	营业收入增速%					50.00%	35%
	营业面积（平米）				36912.00	36912.00	36912.00
	坪效（元/平米）				9000.00	8100.00	10935.00

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：1Q2011 单季开元控股营业收入与净利润增速均超预期

1Q2009-1Q2011 年开元控股单季经营基本数据一览（2011 年 04 月 23 日更新）

	营业总收入(万)	营业总收入增速 (%)	营业成本(万)	销售毛利率 (%)	净利润(万)	净利率增速 (%)	净利率 (%)	期间费用(万)	销售期间费用率 (%)
1Q2009	67179.54	16.03%	57383.54	14.58%	2094.36	-4.96%	3.12%	5381.88	8.01%
2Q2009	53602.83	12.93%	44898.82	16.24%	1674.83	200.66%	3.12%	5289.57	9.87%
3Q2009	46866.16	5.51%	39306.71	16.13%	2275.22	47.52%	4.85%	4545.98	9.70%
4Q2009	64231.11	18.17%	53990.41	15.94%	1631.51	1.10%	2.54%	6529.14	10.17%
1Q2010	70927.05	5.58%	58312.23	17.79%	2353.36	12.37%	3.32%	8214.21	11.58%
2Q2010	56866.30	6.09%	45015.09	20.84%	7579.02	352.53%	13.33%	6977.86	12.27%
3Q2010	53220.00	13.56%	43513.81	18.24%	2139.12	-5.98%	4.02%	6177.23	11.61%

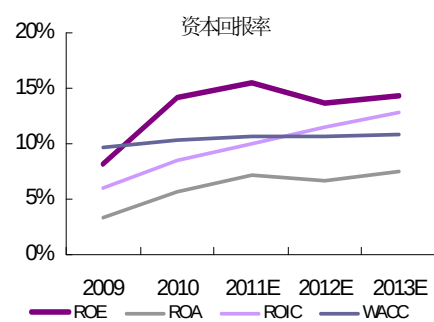
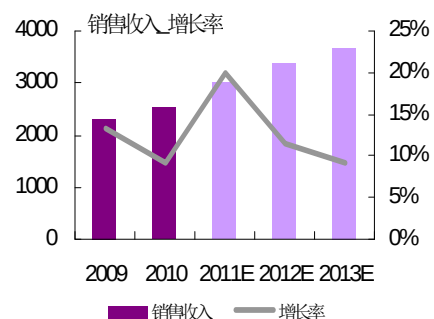
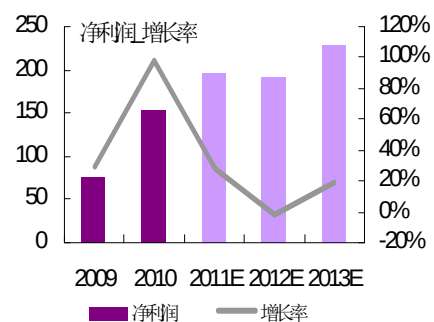
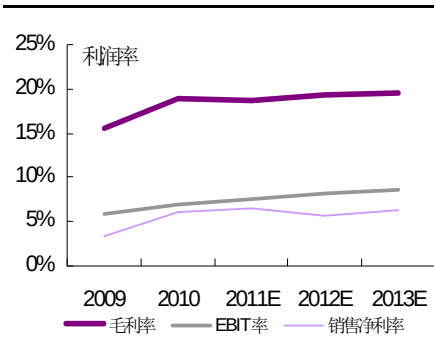
4Q2010	71606.35	11.48%	58130.85	18.82%	3149.47	93.04%	4.40%	8186.34	11.43%
1Q2011	85568.59	20.64%	70455.26	17.66%	4321.28	83.62%	5.05%	8143.89	9.52%

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
- 20110414 开元控股：1Q2011 业绩超预期，品牌调整逐渐发力----公司业绩快报点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,315	2,525	3,027	3,376	3,686
营业成本	1,956	2,050	2,459	2,727	2,963
折旧和摊销	40	61	71	79	84
营业税费	27	31	36	41	44
销售费用	65	89	91	101	107
管理费用	127	181	209	233	251
财务费用	26	25	27	19	16
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	64	56	0	0
营业利润	115	213	261	256	305
利润总额	112	206	261	256	305
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属母公司净利润	76.76	152.21	195.66	191.65	228.87

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,430	2,707	2,744	2,893	3,020
流动资产	851	1,227	1,141	1,268	1,380
货币资金	676	980	908	1,013	1,106
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	27	50	36	37	37
存货	129	161	148	164	178
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	143	109	114	114	114
固定资产	1,080	984	1,151	1,215	1,264
无形资产	93	89	87	85	82
总负债	1,486	1,638	1,479	1,485	1,432
无息负债	712	881	883	975	1,034
有息负债	774	757	597	511	398
股东权益	944	1,069	1,264	1,407	1,588
股本	375	713	713	713	713
公积金	339	201	230	259	293
未分配利润	225	154	321	435	581
少数股东权益	5	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	281	286	266	359	369
净利润	77	152	196	192	229
折旧摊销	40	61	71	79	84
净营运资金增加	-363	-33	134	36	53
其他	527	106	-135	53	3
投资活动产生现金流	-441	80	-149	-100	-100
净资本支出	-114	-110	200	100	100
长期投资变化	143	109	-6	0	0
其他资产变化	-470	82	-344	-200	-200
融资活动现金流	428	-62	-188	-154	-177
股本变化	227	338	0	0	0
债务净变化	190	-17	-161	-86	-113
无息负债变化	245	169	2	92	59
净现金流	268	304	-72	105	93

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.39%	9.08%	19.88%	11.56%	9.17%
净利润增长率	29.73%	98.30%	28.54%	-2.05%	19.42%
EBITDA 增长率	10.47%	32.96%	29.16%	16.74%	14.79%
EBIT 增长率	13.07%	27.06%	34.01%	18.45%	16.92%
估值指标					
PE	58	29	23	23	20
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	17	21	16	14	12
EV/EBIT	22	28	21	18	15
EV/NOPLAT	31	38	29	24	20
EV/Sales	1	2	2	1	1
EV/IC	2	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	15.50%	18.81%	18.75%	19.24%	19.62%
EBITDA 率	7.62%	9.28%	10.00%	10.47%	11.00%
EBIT 率	5.89%	6.86%	7.66%	8.14%	8.72%
税前净利润率	4.84%	8.17%	8.62%	7.57%	8.28%
税后净利润率 (归属母公司)	3.32%	6.03%	6.46%	5.68%	6.21%
ROA	3.27%	5.62%	7.13%	6.63%	7.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.17%	14.24%	15.48%	13.62%	14.41%
经营性 ROIC	6.06%	8.55%	9.96%	11.43%	12.87%
偿债能力					
流动比率	0.66	0.92	0.97	1.08	1.23
速动比率	56.06%	80.14%	84.82%	93.85%	107.00%
归属母公司权益/有息债务	1.21	1.41	2.12	2.75	3.99
有形资产/有息债务	2.98	3.41	4.41	5.45	7.31
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.11	0.21	0.27	0.27	0.32
每股红利	0.03	0.00	0.07	0.07	0.08
每股经营现金流	0.39	0.40	0.37	0.50	0.52
每股自由现金流(FCFF)	0.81	0.42	-0.13	0.21	0.24
每股净资产	1.32	1.50	1.77	1.97	2.23
每股销售收入	3.24	3.54	4.24	4.73	5.17

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。

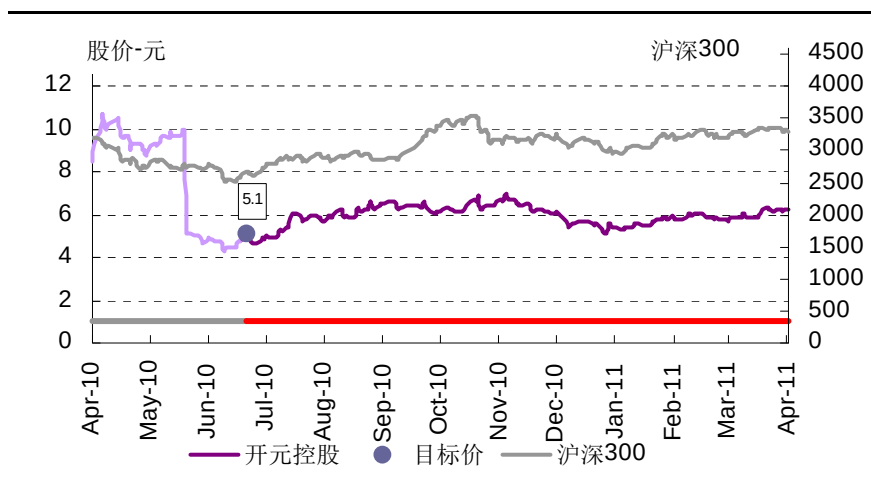
分析师声明

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
2011-04-14	6.28	6.75	增持

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	lixy1@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。