

开元投资 (000516.SZ) 批发和零售贸易

业绩超市场预期，价值被市场低估

公司研究简报

◆业绩超市场预期，1H2011 扣非后净利润增速 48.40%:

1H2011 公司实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 20.18%，归属母公司净利润 8783 万元(EPS=0.12 元)，同比下降 11.57%。其中扣非后净利润增速 48.40% (2Q2010 期间，公司出售董东煤矿 45% 股权，获利 6348 万元)，业绩超市场主业 0.09 元左右的预期，但完全符合我们之前中报 EPS 0.12 元以及扣非后净利润 50% 左右的预测 (1Q2011 扣非后增速亦有 69%)。

◆主力门店营业收入增速超预期，毛利率同比下滑 0.25 个百分点:

1H2011 期间，公司受益于 CPI 高企以及开元商城钟楼店 15 周年店庆双重利好，营业收入增速有较明显上升，其中开元钟楼店同比增速 17.7%，超出我们之前 12% 的估计，我们认为公司由之前较为低端的百货逐渐转型为时尚百货，积极调整营销策略，实现品牌和服务水平双重提升是成熟门店仍保持较高增长的主要原因。而由于店庆和促销等因素，1H2011 公司毛利率同比下滑 0.25 个百分点至 18.54%，我们认为短期鉴于公司西旺店的开业，促销和打折仍将持续一段时间，预计 2011 年全年毛利率将略低于 2010 年全年水平，维持全年 18.74% 的毛利率估算 (2010 年为 18.86%)。

◆期间费用率同比下降 1.97 百分点，营业收入增速较快是主因:

1H2011 公司期间费用率 9.92%，同比下降 1.97 百分点，主要原因是公司营业收入增速上升较快，而公司刚性费用增加速度放缓所致。我们认为公司西稍门店于 2011 年 7 月 19 日开业后 (商业面积 8.4 万平米的大体量门店)，费用率将承受一定压力，我们预测全年费用率在 10.4% 左右。

◆上调盈利预测和评级，六个月目标价 7.20 元:

不考虑地产业务 EPS 约 0.03 元，我们调整公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.24/0.36 (我们将出售银行股权 0.02 元以及向交行出售地产业务 0.04 元 EPS 由 2011 转移至 2012 年)/0.37 元，其中零售主业分别为 0.24/0.30/0.37 元，以 2010 年为基期未来三年复合增长率 33.9%，给予公司六个月 7.20 元目标价，对应 2011 年 30 倍 PE。近一个月零售百货普涨近 15%，而开元投资表现平平，我们认为市场低估了公司的合理价值，公司无论从外延扩张以及内生坪效来看，未来都能有较为亮眼的增长，西安钟楼店以及宝鸡店均属于当地百货销售第一的门店，园博会目前在西安召开是短期催化剂，调升至买入评级，建议投资者积极参与，目前价格被市场所低估！

◆风险提示:

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	3,134	3,592	4,051
营业收入增长率	13.39%	9.08%	24.15%	14.60%	12.78%
净利润 (百万元)	77	152	169	255	260
净利润增长率	29.73%	98.30%	10.90%	51.31%	1.97%
EPS (元)	0.11	0.21	0.24	0.36	0.37
ROE (归属母公司)	8.17%	14.24%	13.64%	17.61%	15.81%

买入 (调升)

当前价/目标价: 5.23/7.20 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(亿股): 7.13

总市值(亿元): 37.31

一年最低/最高(元): 4.90/7.06

近 3 月换手率: 43.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.51	-4.66	-1.29
绝对	-0.39	-11.81	5.43

相关研报

开元控股: 业绩超预期, 主营零售业务实力提升--2010 年报及 1Q2011 季报点评

..... 2011-04-25

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

P/E 49 25 22 15 14

图表 1：开元投资 2009-2013 年 EPS 拆分

开元投资 2009-2013 年 EPS 拆分（2011 年 7 月 27 日更新）

单位：元	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013E
零售业务	0.12	0.16	0.24	0.30	0.37
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	0.00	0.02	0.00
向交通银行出售 1670 平米地产 ³	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00
合计	0.11	0.21	0.24	0.36	0.37

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：开元投资五家门店梯队完整，盈利能力稳步提升

开元投资 2009-2013 年百货零售业务利润和 EPS 拆分（2011 年 7 月 27 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	16650.31	20812.88	24559.20
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	800.00	1400.00
西稍门店	-278.76	-1000	-505.52	-600.00	-500.00	-100.00
共计	8476.62	8600	11132.54	16810.20	21718.71	26742.36
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	0.233	0.292	0.344
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	0.011	0.020
西稍门店	-0.004	-0.014	-0.007	-0.008	-0.007	-0.001
共计	0.119	0.121	0.156	0.236	0.304	0.375

资料来源：公司公告、光大证券研究所

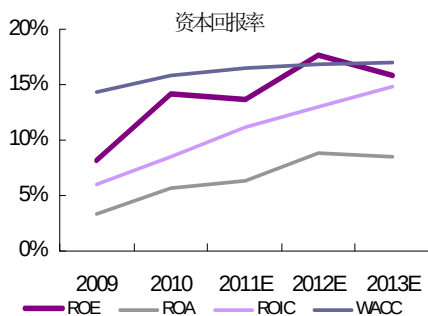
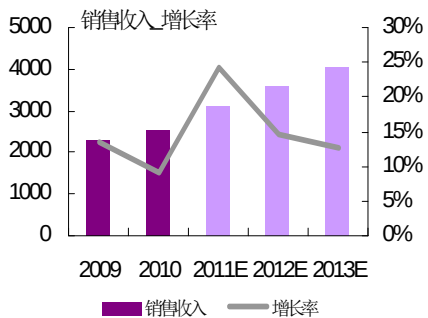
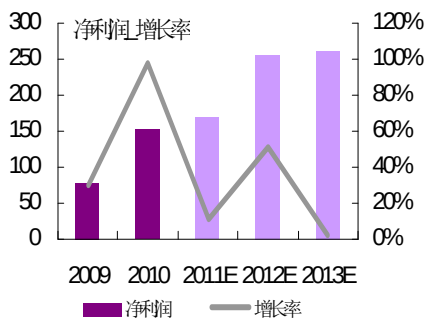
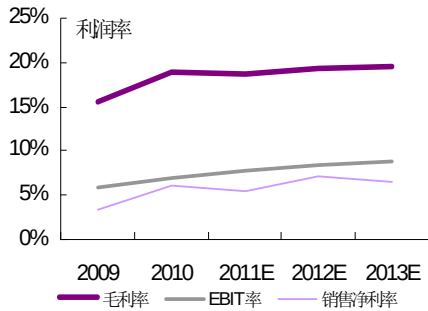
相关报告

- 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
- 20110424 开元控股：业绩超预期，主营零售业务实力提升--2010 年报及 1Q2011 季报点

¹ 我们预计西稍门地产业务最早于 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 2012 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 2012 年能确认该收益。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,315	2,525	3,134	3,592	4,051
营业成本	1,956	2,050	2,547	2,901	3,257
折旧和摊销	43	64	68	75	81
营业税费	27	31	38	43	49
销售费用	65	89	94	108	117
管理费用	127	181	210	237	267
财务费用	26	25	23	18	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	64	0	56	0
营业利润	115	213	223	341	347
利润总额	112	206	225	341	347
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属母公司净利润	76.76	152.21	168.81	255.43	260.46

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,430	2,707	2,682	2,880	3,078
流动资产	851	1,227	1,182	1,350	1,529
货币资金	676	980	940	1,078	1,227
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	37	40	41
存货	129	161	153	174	195
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	109	114	114
固定资产	1,080	984	1,069	1,133	1,182
无形资产	93	89	87	85	82
总负债	1,486	1,638	1,444	1,430	1,431
无息负债	712	881	909	1,027	1,123
有息负债	774	757	535	402	308
股东权益	944	1,069	1,238	1,451	1,647
股本	375	713	713	713	713
公积金	339	201	218	243	269
未分配利润	225	154	306	494	664
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	306	380	420
净利润	77	152	169	255	260
折旧摊销	43	64	68	75	81
净营运资金增加	-363	-33	149	50	72
其他	524	103	-80	0	6
投资活动产生现金流	-441	80	-100	-49	-100
净资本支出	310	67	100	100	100
长期投资变化	143	109	0	-6	0
其他资产变化	-894	-96	-200	-144	-200
融资活动现金流	428	-62	-245	-193	-171
股本变化	227	338	0	0	0
债务净变化	190	-17	-222	-133	-94
无息负债变化	245	169	28	118	95
净现金流	268	304	-39	137	149

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%	24.15%	14.60%	12.78%
净利润增长率	29.73%	98.30%	10.90%	51.31%	1.97%
EBITDA 增长率	8.26%	32.42%	32.08%	20.27%	17.06%
EBIT 增长率	13.07%	27.06%	42.13%	22.95%	19.11%
估值指标					
PE	49	25	22	15	14
PB	4	3	3	3	2
EV/EBITDA	15	17	13	11	9
EV/EBIT	19	24	17	13	11
EV/NOPLAT	27	33	23	18	14
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.50%	18.81%	18.74%	19.23%	19.60%
EBITDA 率	7.75%	9.41%	10.01%	10.51%	10.90%
EBIT 率	5.89%	6.86%	7.85%	8.42%	8.89%
税前净利润率	4.84%	8.17%	7.18%	9.48%	8.57%
税后净利润率 (归属母公	3.32%	6.03%	5.39%	7.11%	6.43%
ROA	3.27%	5.62%	6.30%	8.87%	8.46%
ROE (归属母公司) (摊	8.17%	14.24%	13.64%	17.61%	15.81%
经营性 ROIC	6.06%	8.55%	11.09%	13.05%	14.77%
偿债能力					
流动比率	0.66	0.92	1.04	1.20	1.36
速动比率	0.56	0.80	0.91	1.05	1.19
归属母公司权益/有息债务	1.21	1.41	2.31	3.61	5.35
有形资产/有息债务	2.98	3.41	4.80	6.88	9.64
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.11	0.21	0.24	0.36	0.37
每股红利	0.03	0.00	0.06	0.09	0.09
每股经营现金流	0.39	0.40	0.43	0.53	0.59
每股自由现金流(FCFF)	0.27	0.22	0.00	0.21	0.25
每股净资产	1.32	1.50	1.73	2.03	2.31
每股销售收入	3.24	3.54	4.39	5.03	5.68

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

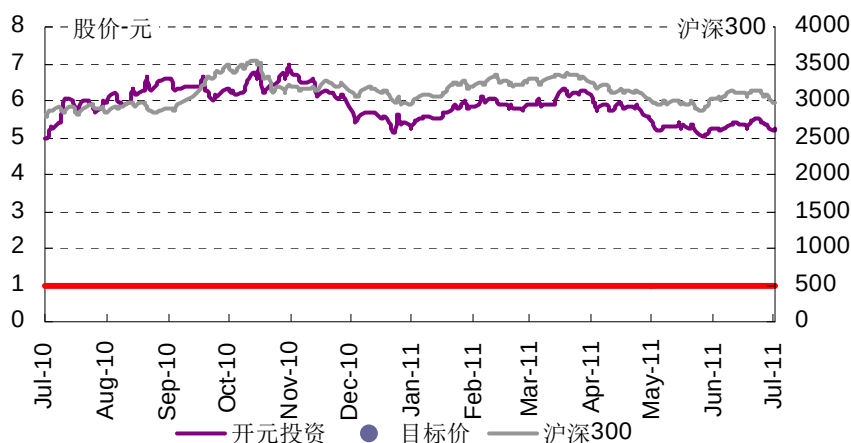
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

投资建议历史表现图

开元控股（000516）



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
2011-04-24	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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com