



上市公司调研简报

证券研究报告
批发和零售贸易

增 持 维持

开元投资 (000516)

2011 年 8 月 3 日

开元商城稳定增长, 宝鸡店和西稍门店的未来发展值得关注

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
SAC 执业证书编号: S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

联系人: 李宏科
lhk6064@htsec.com
021-23219671

2011 年 8 月 2 日收盘于: 5.15 元
6 个月目标价: 6.18 元

调研简况。2011 年 8 月 1 日, 我们对开元投资进行了跟踪, 对公司地处西安主要商圈的开元商城钟楼店以及新开业的开元西稍门商城经营情况进行了实地调研。

简评和投资建议。根据已经披露的半年报, 公司 2011 上半年销售增速保持稳定, 实现营业收入 15.36 亿元, 同比增长 20.18%, 其中主力门店开元商城 (钟楼店) 实现 17% 以上的较好同店增速; 由于去年上半年公司出售董东煤业 45% 股权, 实现 6000 多万元的投资收益, 因此, 今年上半年公司归属于母公司净利润同比减少 11.57%; 但若扣除这一投资收益影响, 公司今年上半年归属母公司净利润同比增长 48.40%。

我们维持之前对公司的看法, 即得益于园博会这一较为有利的大环境、主力门店结构调整以及去年整体较低的基数, 开元商城 (钟楼店) 在下半年仍有望保持较好的同店增长; 而从长期看, 公司未来更大的看点则在于 09 年 11 月底开业的宝鸡店和今年 7 月 19 日开业的西稍门商城是否有超预期的业绩贡献。

我们维持对公司的盈利预测, 即预计公司 2011-13 年主业贡献的 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.36 元 (而若从一次性投资收益看, 公司 2011-12 年还可能确认转让西安银行的收益, 折合 EPS 约 0.02 元; 出售宝鸡万象商业广场 1670 平米房产的收益, 折合 EPS 约 0.038 元以及西稍门房地产销售收益, 折合 EPS 约 0.032 元; 目前这几项一次性投资收益确认时间尚不明确); 公司目前 5.15 元的股价对应 2011-13 年主业 EPS 的 PE 分别为 23.4、18.0 和 14.3 倍, 估值处于行业合理偏低水平, 维持“增持”的投资评级及 6.18 元的目标价 (对应 2011 年主业 28 倍 PE)。公司目前总市值约 36.7 亿元, 相比较 2011 年 30 亿的销售额, 以及公司超过 20 万平米的用于零售的自有物业, 再加上宝鸡店和西稍门店两个面积在 5 万平米以上的新门店未来成长的潜力, 价值低估。

风险和不确定性: 宝鸡店和西稍门商城培育期的不确定性; 公司一次性收益确认的不确定性; 园博会对公司业绩及股价的影响等。

以下是我们更具体的跟踪信息和分析。

公司旗下现有 5 家门店, 即开元商城钟楼店、开元商城安康店、开元商城咸阳店、开元商城宝鸡店, 以及今年 7 月新开业的西稍门商城。这 5 个门店是通过 5 家子公司的形式存在的 (参见表 1、表 2)。其中开元商城钟楼店是公司目前收入和利润的主要来源。此外, 公司于 2010 年 8 月注销了陕西汇华典当行有限责任公司; 并分别于 2010 年 9 月和 10 月成立了易允电子商务 (上海) 有限公司和西安泰尚投资管理有限公司两家子公司, 目前这两家子公司对公司利润的影响较小。

表 1 开元投资旗下百货零售门店基本情况

门店	城市	开业时间	建筑面积（万平米）	物业性质
钟楼店	西安	1996/6/15	10.3	自有
安康店	安康	2007/9/28	1.0	租赁（年租约 180 万，租期 15 年）
咸阳店	咸阳	2008/1/26	2.0	租赁（年租约 420 万，租期 15 年）
国际万象商业广场	宝鸡	2009/11/29	12.1（其中用于百货经营的 5 万平米，另有 2 万多平米出租，其他面积为车库、办公场地等）	自有
西稍门商城	西安	2011/7/19	16（其中 7 万平米商品房已经售出，用于百货经营的 5 万平米左右，另有 3 万多平米出租及车库等）	自有

资料来源：海通证券研究所

表 2 开元投资子公司 2009-2010 年经营情况

子公司	持股（%）	下属门店	开业时间	2010				2009			
				营业收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）	营业收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）
西安开元商城有限公司	100	钟楼店	1996/6/15	214563	-0.03	12334	29.92	214619	11.34	9493	21.92
开元商城安康有限公司	100	安康店	2007/9/28	5454	-1.52	89	131.03	5538	24.68	38	125.12
开元商城咸阳有限公司	100	咸阳店	2008/1/26	9191	3.07	-98	12.55	8918	41.02	-112	81.14
西安开元商业地产发展有限公司	100	西稍门商城	2011/7/19			-506	-81.35			-279	
开元商城宝鸡有限公司	100	宝鸡店	2009/11/29	23248	899.38	-686	-3.31	2326		-664	
陕西汇华典当行有限责任公司	87		2010/8 注销	148	-65.14	28	-65.54	424	-13.42	80	-31.94
易允电子商务（上海）有限公司	100		2010/9 成立			-36					
西安泰尚投资管理有限公司	100		2010/10 成立			-1					

资料来源：公司公告，海通证券研究所

1. 开元商城钟楼店是公司历史最久、规模最大、利润贡献最多的主力门店。

开元商城钟楼店属于公司全资子公司西安开元商城有限公司。钟楼店占地面积 33.14 亩，建筑面积 10.3 万平米，经营面积 6 万多平米，总投资约 5.3 亿元人民币。一期工程于 1996 年 6 月 15 日竣工营业，二期工程于 2001 年 8 月 30 日全面竣工并投入营业，公司在 2007 年之前一直以钟楼店为主力门店进行单店经营。

钟楼店位于西安市中心钟楼东南角，地处西安市最具人气和最具规模的钟楼商圈，该商圈人流量非常大，是西安商贸市场的焦点。商圈内另有世纪金花购物中心（高档商场）、百盛购物中心（中高档商场）、中环广场（中高档商场）、西安民生（中档商场）等零售企业。

钟楼店经营的中档品牌居多，能够和其他竞争对手经营上错位，而且商城物业的地理位置和物业结构等优势比较明显。此外，钟楼店在经过 07 年对商品结构、品牌引进和经营布局的调整后，客单价得到较好的提升（我们估算从之前的 300 元/人增加至目前的 800 元/人），同时目前的日均客流量约能维持在 15 万人次。

钟楼店是目前对公司收入和利润贡献最大的主力门店，2010 年实现销售收入 21.46 亿元，同比减少 0.03%；净利润 1.23 亿元，同比增长 29.92%，占公司净利润的 81%左右。

2011 上半年，钟楼店实现销售收入 12 亿左右，同店增速达到 17%，我们推算，该门店一、二季度增速约分别在 20%和 10%左右，其中数码家电、金银珠宝等品类销售情况较好；我们预计下半年钟楼店在去年低基数的基础上仍有望实现较为稳定的增长，预计全年实现销售收入 25 亿元左右。

2. 安康店、咸阳店是公司异地开店的突破，但由于体量不大，未来对公司业绩影响相对较小。

2007 年 9 月 28 日，公司第一个连锁百货店——[开元商城安康店](#)开业经营。安康店位于陕西省安康市中心汉滨区，是公司全资子公司开元商城安康有限公司的经营主体。该店建筑面积约 1 万平米，共 4 层，物业为整体租赁，租金约 180 万/年，

租赁期 15 年。安康店以百货业态进行运作，面向汉滨区，辐射 9 个县，消费群体以外来务工者为主。

安康店 2010 年实现营业收入 5454 万元，同比减少 1.52%，净利润 89 万元，同比大幅增长 131.03%。我们预计，安康店今年全年有望实现营业收入近 6000 万元左右（上半年估计近 3000 万元），实现净利润约 100 万以上。

2008 年 1 月 26 日，公司另一家异地连锁百货店——[开元商城咸阳店](#)开业经营。咸阳店隶属于公司的全资子公司开元商城咸阳有限公司，位于陕西省咸阳市人民路，共 4 层，建筑面积约 2 万平米，为租赁经营，租赁期 15 年，以百货业态运作，面向秦都区和渭城区，辐射兴平市及周边各县。

咸阳店 2010 年实现营业收入 9191 万元，同比增长 3.07%，净利润-98 万元。我们预计，该门店 2011 年可能实现销售收入 1 亿元以上，随着门店运营的逐年成熟，有望实现净利润约 100-200 万。

3. 宝鸡店和西稍门商城未来是否有超预期业绩贡献值得持续重点关注

2009 年 11 月 29 日，公司第一家集购物、休闲和娱乐为一体的大型购物中心——[宝鸡国际万象商业广场](#)开业。该门店隶属于公司子公司开元商城宝鸡有限公司，位于宝鸡市内主干道经二路主力商圈，与宝鸡市火车站站前广场相邻，西临文化路、南临规划商业步行街、东临宝鸡国贸和均利广场。

该门店总投资额约 5.1 亿元，属公司自有物业，建筑面积约 12 万平米，其中：（1）经营百货的面积约 5-6 万平米；（2）停车场 9000 平米；（3）华润万家和国美电器各租赁 1 万平米左右，分别用于经营超市和电器业务，其余面积用于餐饮娱乐休闲等租赁。我们预计所有出租部分产生年租金收入 2000 多万。

宝鸡店由于体量较大，目前仍处于培育期，2010 年实现营业收入 2.32 亿元，净利润-686 万元；2011 上半年预计实现收入约 1.4 亿元。我们预计该门店 11 年全年实现收入 3 亿元左右，由于尚处于培育期，仍将亏损 300 万元左右。

此外，公司于 2010 年 8 月公告以 4676 万元向交通银行陕西分行出售宝鸡国际·万象商业广场项目 1670 平方米房产，预计可实现一次性收益 3600 多万元，折合 EPS 约 0.038 元。

2011 年 7 月 19 日，公司以裙楼（百货等购物中心）加住宅模式运作的[西稍门商城](#)开业；该门店位于西安市莲湖区西稍门十字东南角，地处连接城西与城中的交通要道上，地理位置较好。西安城西地区无大型百货商场，但周围住宅和企业比较多，公司认为这里是潜在的区域商业中心，因此在这里开发了此商业项目，同时辐射高新和咸阳的消费受众。

门店总投资约 6.6 亿元，建筑面积约 16 万平米，其中：（1）商业面积 6 万多平米，除了经营百货用的 5 万平米外，剩下 1 万多平米经营餐饮娱乐以及超市租赁等；（2）3 栋住宅楼共约 7 万平米；以及（3）2 万平米的地下停车场。

我们预计西稍门商城今年约实现 1 个亿左右的销售，参考同体量门店的摊销费用，我们认为该门店每年折旧摊销费可能在 2000 万左右；预计今年将亏损 1000-1500 万元，由于门店体量较大，我们预计其明年仍将亏损几百万元，而如果经营顺利，则有望在 2013 年实现盈亏平衡。

西稍门商城约 7 万平米的住宅项目预计将于今年底或明年确认收入，我们测算，这块地产项目有望贡献收入 2.45 亿元，贡献一次性收益 3000 万元左右，折合 EPS0.032 元。

4. 2010 年公司销售和管理费用率达到近年高点，11 上半年则有所回落，下半年西稍门商城的开业将带来一部分折旧摊销费用和开办费用，但公司今年全年整体费用压力不大。

2010 年，由于公司提高劳动报酬以及宝鸡店开业，公司销售和管理费用率分别同比上升了 0.71 和 1.72 个百分点，合计费用率达到 10.7%，为近年来高点；2011 上半年公司销售和管理费用率分别同比下降了 0.74 和 0.82 个百分点，合计费用率 9.35%，有较为明显的下降。

从下半年看，由于西稍门商城的开业，下半年将增加 1000 万左右的折旧摊销费用和几百万的开办费；而人工费用方面，由于公司提前招聘和内部转拨，新增自发工资员工数不多，增量压力不大，整体预计今年人工成本涨幅在 10%左右。

相关报告：

开元投资 2011 年中报点评：上半年扣非后净利润同比增长 48%以上，开元商城内生增长贡献较大，增持调高 20110728
开元控股 2010 年报及 2011 一季报点评：10 年主业超 30%增速及投资收益带来净利翻倍，11 年一季度增长超 80%，短期可关注事件驱动，中性维持 20110423

开元控股公告点评：10 年净利润近翻倍主要来自一次性投资收益，11 年一季预增 70-90%因可比基数较低，中性维持 20110414

开元控股 2010 三季报点评：前三季度业绩翻倍主要来自投资收益；主业关注宝鸡店和西稍门店未来发展 20101022

开元控股 2010 年中报点评：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，中性维持 20100810

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

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
			股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
				增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
				中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
				减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
				增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
					行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
				中性	
				减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明