

华泰联合证券  
2011-12-13华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
证券研究报告华泰联合  
公司研究 / 深度研究

酌情消费品/商贸零售

## 开元投资 (000516)

增持/首次评级

股价 : RMB5.85

## 分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.hthsc.com.cn

## 联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.hthsc.com.cn

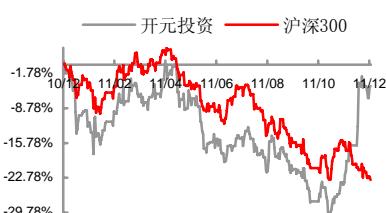
## 相关研究

- 西安作为甘陕重镇，占全省 32% 的 GDP 和 51% 的社零，其商业地位的重要性不言而喻。近年来诸多零售公司扎堆进驻并密集开店，目前上规模的百货门店约 25 家，在可预见的未来，还将有多个门店加入。在传统商圈几乎饱和的现状下，跑马圈地抢占新兴商圈，成为各家公司的不二选择。
- 我们估算 2011 西安整体百货市场规模在 105 亿元左右，本土企业占 70% (其中开元投资占 24%，居市场份额第一)。西安市场大众时尚百货竞争异常激烈 (我们估算奢侈品份额 7%、中高端份额 28%、大众百货份额 65%)，提档升级进军中高端市场，已成为各家公司的共同诉求。
- 开元投资是陕西省规模最大的百货龙头之一，拥有 5 家门店，总建筑面积 34.4 万平米，自有比例超过 90%。钟楼店出于品牌提档的考虑，计划于明年投资 2 亿元装修改造，预计该店收入将受较大影响；而西稍门商城是公司抢占新兴商圈的重要项目，预计全年实现收入 1.55 亿元，亏损 1000 万，明年有望打平；外埠门店物业成本低，宝鸡店预计今年实现收入超过 3 亿元，实现盈亏平衡，明年起大幅贡献业绩 (折旧摊销约 0.8 元/平米/天)。
- 公司于近日公告，以 2.97 亿元收购高新医院 (国内首家民营三甲医院，高新区内唯一的三级医院)，实现了优质医疗资产的证券化。我们认为高新医院已跨越盈亏平衡线，开始进入回报期。而今年 7 月成功转为盈利性质后，其业绩释放将大大提速。我们看好医院业务的成长空间：1) 对非医保病人的诊疗服务提价 (平均上浮 30%，已获批)；2) 压缩医保收入占比，提升特许高端服务占比；3) 未来 3-5 年内，通过自建分院、收购等方式，将床位数扩展至 1500 张，实现外延扩张。
- 我们测算零售业务 11-13 年净利润为 1.54、1.69 和 2.19 亿元或 EPS=0.22、0.24 和 0.31 元，目前行业 12 年动态估值为 17X；医院业务 12-13 年净利润为 3000、4000 万元或 EPS=0.04、0.06 元 (假设 2012 全年并表)，目前行业 12 年动态估值约 40X。公司两块主业均为优质资产，业绩提升空间大，首次覆盖给予增持评级！(报表待股东大会决议通过后更新)
- 风险提示：收购方案仍需通过股东大会审议；经济低迷抑制消费意愿。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,524.7	3,066.1	3,302.2	3,888.8
(+/-%)	9.1%	21.4%	7.7%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	152.2	154.3	168.7	218.9
(+/-%)	98.3%	1.4%	9.3%	29.8%
EPS(元)	0.21	0.22	0.24	0.31
P/E(倍)	28.2	27.8	25.4	19.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

<b>投资聚焦</b>	<b>4</b>
<b>西安零售市场，兵家必争之地</b>	<b>5</b>
<b>百货业务：中规中矩，稳健发展</b>	<b>7</b>
西安门店：钟楼店装修改造，西稍门培育良好	8
外埠门店：低成本试水扩张，利润增发较平稳	8
盈利预测：2012 年贡献 EPS 约 0.24 元	9
<b>医院业务：跨越盈亏线，进入回报期</b>	<b>10</b>
高新医院：中国首家民营三甲医院	10
推荐逻辑：成长三部曲	10
盈利预测：2012 年贡献 EPS 约 0.04 元	11
<b>估值及投资建议</b>	<b>12</b>
<b>风险提示</b>	<b>13</b>

## 图表目录

图 1:	西安市商圈分布 .....	5
图 2:	西安百货市场竞争格局（按类型分） .....	6
图 3:	西安百货市场竞争格局（按公司分） .....	6
图 4:	公司各门店收入预测（百万元） .....	9
图 5:	公司各门店净利润预测（百万元） .....	9
图 6:	宿迁医院净利率自 04 年起持续提升 .....	12
表格 1:	西安市的重要地位不可动摇.....	5
表格 2:	西安主要商圈基本情况及租金水平 .....	6
表格 3:	西安零售市场主要百货门店 .....	7
表格 4:	陕西省公司已进驻的其他地级市经济指标 .....	8
表格 5:	开元商城各门店基本情况 .....	9
表格 6:	2010 年高新医院与行业平均水平的对比 .....	10
表格 7:	高新医院营业收入预测 .....	11
表格 8:	医疗服务行业动态估值（截至 2011.12.12，EPS 为市场一致预期） .....	13

## 投资聚焦

我们于近日调研了开元投资，并实地走访了中大国际、开元钟楼店、世纪金花高新店、金鹰高新店、银泰中环店等多个西安百货门店，以期感受这座历史古城正在发生的激烈商战。

西安市作为甘陕重镇，仅仅凭借全省 4.9%的土地面积和 23%的人口，就创造了陕西省 32%的 GDP 和 51%的社零总额，其西北第一城的地位不可动摇，商业地位的重要性也不言而喻。快速发展的经济，加上零售竞争相对缓和（相对一线及东部沿海城市），促使诸多外地优秀零售企业扎堆进驻，并密集展店。

目前西安上规模的百货门店约 25 个，总体市场容量约 105 亿元，在可预见的 2-3 年中，还会有大量新开门店！毫无疑问，西安市的百货竞争将日趋激烈，在钟楼、小寨、解放路等传统商圈近乎饱和的情况下，跑马圈地抢占新兴商圈，成为这些企业的不二选择；在大众时尚百货全城促销、全年促销的惨烈环境下，提档升级进军中高端市场，成为这些企业的共同诉求。

这一西安百货业的发展趋势，在开元投资身上看到了缩影。公司在西安拥有 2 个门店（占 24.3% 的市场份额，位居第一），钟楼店位于传统商圈核心位置，定位中档，明年计划投资 2 亿元进行装修改造，正是出于品牌提档升级的需求；西稍门店位于钟楼与高新区之间，属于新兴商圈，尚无成规模的百货竞争对手；而在外埠地区，公司率先布局，获得较低的物业成本（安康店和咸阳店的租金约 0.5 元/平米/天，宝鸡店的折旧摊销约 0.8 元/平米/天）。我们看好 2013 年钟楼店装修后的品牌升级，以及宝鸡店、西稍门店跨过盈亏平衡点后的业绩贡献。

除了百货主业外，公司以 2.97 亿元收购西安高新医院（国内首家民营三甲医院），实现优质医疗资产证券化，并将借助资本市场力量，做大做强医疗服务产业。我们认为高新医院已成功跨越盈亏平衡点，而在今年 7 月重新转为盈利性质后，其业绩贡献将大大提速。未来医院业务的成长动力来自于：短期看对非医保病人的诊疗服务自主定价；中期看医保收入占比压缩；长期看公司通过自建分院或收购的方式外延扩张。

收购完成后，公司将主营两大优质业务：零售+医院。我们测算零售业务 11-13 年实现净利润 1.54 亿、1.69 亿和 2.19 亿元或 EPS=0.22、0.24 和 0.31 元（目前行业 2012 年动态估值约 17X），医院业务 12-13 年实现净利润 3000 万和 4000 万元或 EPS=0.04 和 0.06 元（假设 2012 年全年并表，目前行业 2012 年动态估值约 40X），首次覆盖给予增持评级！

## 西安零售市场，兵家必争之地

西安市作为甘陕重镇，其西北第一城的地位不可动摇，商业地位的重要性也不言而喻。2010 年西安市凭借全省 4.9% 的土地面积和 23% 的人口，创造了陕西省 32% 的 GDP（2142 亿元，陕西省为 10022 亿元）和 51% 的社零总额（1611 亿元，陕西省为 3148 亿元），且各项经济指标均名列前茅。

表格 1：西安市的重要地位不可动摇

	土地面积 (万亩)	常住人口 (万人)	GDP (亿元)	GDP 同比 增速	社零总额 (亿元)	社零 YoY	人均可支配 收入(元)	人均消费 支出(元)	消费倾向
陕西省	30879.8	3732.7	10021.5	14.5%	3147.7	18.7%	15695	11822	0.75
西安市	1516.2	846.8	3241.5	14.5%	1611.0	18.9%	22244	14160	0.64
占全省比	4.91%	22.7%	32.3%		51.2%				

资料来源：政府网站，华泰联合证券研究所

- 1、经济快速发展
- 2、竞争相对缓和（相  
对一线及东部城市）



诸多外地优秀零售企  
业扎堆进驻且密集开  
店，并以抢占新兴商  
圈为主

近年来随着西安经济的快速发展、多个新区的开发建设，其商圈布局也从钟楼（辐射东西南三大街，租金 60 元/平米/月）、小寨（定位年轻时尚，租金 60-70 元/平米/月）等传统商圈拓展至高新区（区内消费能力强、租金水平为西安市最高，约 90 元/平米/月）、西稍门（高档住宅集中，租金 50-60 元/平米/月）、曲江（富人区，租金 30-40 元/平米/月）、北郊（政府四套班子搬迁至该区，下一个高新区，租金 40-50 元/平米/月）等新兴商圈，构成了一张多元化的商业网络。在钟楼、小寨等传统商圈近乎饱和的现状下，跑马圈地抢占新兴商圈，已成为本地及外地零售商的不二选择。

图 1：西安市商圈分布



资料来源：公司配股说明书，门店调研，华泰联合证券研究所

**表格 2：西安主要商圈基本情况及租金水平**

商圈	主要百货	商圈描述	租金水平
钟楼商圈	中大国际、开元商城、世纪金花、银泰中环广场、百盛商业、西安民生、万千百货、巴黎春天、大商新玛特等	以钟楼为中心，辐射西安市东西南三大街，是最核心的黄金商圈，可细分为西大街、南大街、骡马市、解放路等小商圈	60 元/平米/月(民生国际最高，约 85 元/平米/月)
高新商圈	金鹰商贸、世纪金花（政府规划将工厂搬迁，改建为百万平米的商业中心，以满足高新区的消费能力）	该区是西安经济发展最为活跃的区域之一，区内拥有收入过百亿企业 9 家、过 50 亿企业 15 家，消费能力较强	90 元/平米/月
小寨商圈	金鹰商贸、百盛商业、海港城、银泰百货（2012 年 10 月开业）等	主要集中了西安各大专院校、陕西军区所在地，定位年轻时尚	60-70 元/平米/月
西稍门商圈	开元西稍门商城	位于西大街与高新区间，集中大量中高档住宅小区	50-60 元/平米/月
曲江商圈	银泰百货（2011 年 12 月开业）	西安市最宜居的区域，房价高，富人区，但目前入住率较低	30-40 元/平米/月
北郊商圈	世纪金花赛高店、王府井赛高店（筹备）、银泰百货（筹备）、金鹰商贸（筹备，2012 年开 6 万平米的小 MALL）	下一个高新区，市政府四套班子即将搬迁至该区，同时地铁二号线已于 2011 年 9 月贯通	40-50 元/平米/月

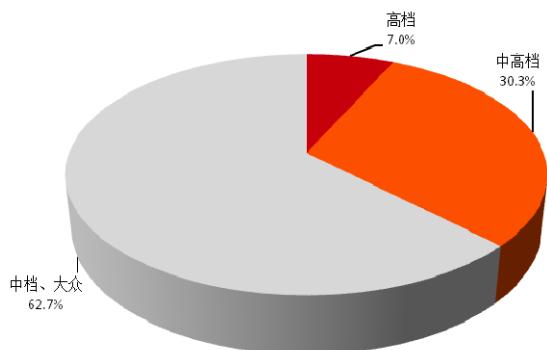
资料来源：公司配股说明书，门店调研，华泰联合证券研究所

### 大众百货竞争激烈，提档成为共同诉求

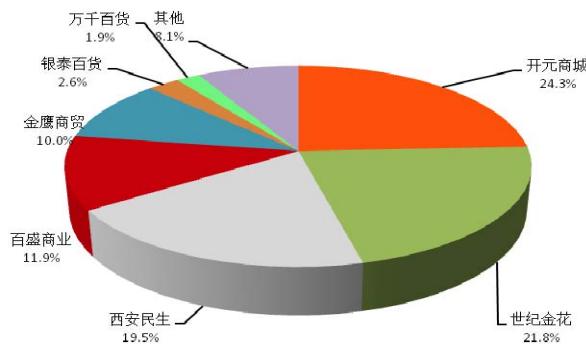
**2011 年西安市百货规模约 105 亿元，我们估算其中奢侈品占 7%、中高端占 28%、大众时尚百货占 65%**

西安市零售竞争日趋激烈，目前上规模的百货门店约 25 家，大多分布在钟楼、小寨、高新商圈，其中本土与外地零售商各占一半（本土企业有开元、金花、民生、中大国际等；外地企业有百盛、金鹰、银泰、万千、春天百货、太平洋百货、大商新玛特等）。我们估算 **2011 年西安市整体百货市场规模在 105 亿元左右（税后），本土企业占 70% 左右（其中开元投资的两个门店占 24%，位居市场份额第一）。**

按类型分，中大国际、巴黎春天定位奢侈品，世纪金花、金鹰定位中高端，其余诸如开元、民生、银泰、百盛等均定位大众时尚。目前大众品牌重合度高，竞争异常激烈（二线化妆品几乎全年全城促销），而另一方面中高端百货人才流动加速，基于此，提档升级、进军中高端这一蓝海市场，成为这些企业的共同诉求。

**图 2：西安百货市场竞争格局（按类型分）**


资料来源：公司公告，门店调研，华泰联合证券研究所

**图 3：西安百货市场竞争格局（按公司分）**


资料来源：公司公告，门店调研，华泰联合证券研究所

**表格 3：西安零售市场主要百货门店**

公司	定位	门店	开业时间	经营面积(万平米)	2011 收入估算 (税后)	市场份额
中大国际	高端	中大国际	2000 年 11 月	2500	500	4.7%
春天百货	高端	巴黎春天	2008 年 1 月	15000	250	2.4%
		钟楼店	1998 年 5 月	23500		
世纪金花	中高端	高新店	2005 年	22500		
		赛高广场店	2008 年 12 月	15000	2200	20.9%
		美伊 8 号	2010 年 6 月	20000		
金鹰商贸	中高端	高新店	2006 年 11 月	19120	1000	9.5%
		小寨店	2011 年 10 月(新迁)	21000	50	0.5%
开元投资	大众	开元钟楼店	1996 年 6 月	60000	2400	22.8%
		西稍门商城	2011 年 7 月	35000	160	1.5%
		解放路店	1959 年	65000	1150	10.9%
西安民生	大众	钟楼店	2007 年 9 月	17000	180	1.7%
		兴正元广场	2007 年 12 月	65000	600	5.7%
		北大街店	2011 年 5 月	20000	20	0.2%
百盛商业	大众	东大街店	1998 年 1 月	15000		
		西大街店	2004 年	25000	1250	11.9%
		小寨店	2004 年	15000		
		东二环店	2007 年 12 月	16000		
银泰百货	大众	中环广场店	2007 年 4 月	26700	270	2.6%
		曲江店	2011 年 12 月	35000	即将开业	
万千百货	大众	李家村店	2008 年 5 月		200	1.9%
		民乐园店	2009 年 11 月			
其他	大众				300	2.8%
<b>合计</b>					<b>10530</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，门店调研，华泰联合证券研究所

## 百货业务：中规中矩，稳健发展

开元投资是陕西省规模最大的百货龙头之一，近年来基本保持每年 1 家新店的稳健扩张步伐，初步建立了辐射全省的连锁百货网络。目前公司在陕西省内拥有 5 家门店，其中西安市 2 家，宝鸡、咸阳、安康市各 1 家，合计建筑面积 34.4 万平米，自有物业比例超过 90%（宝鸡店与西稍门商城均为综合体项目，实际自营百货建筑面积约 25 万平米），而西安市场是公司收入及利润的主要来源。

**钟楼店 2012 年投资 2 亿元，花 3 个月装修改造，意在提档升级（预计对明年收入有较大影响）**

**西稍门商城周边尚无成规模的竞争对手，意在抢占新兴商圈（预计明年打平）**

**陕西三线城市零售竞争缓和、物业成本低，率先进驻的公司将获得先发优势**

## 西安门店：钟楼店装修改造，西稍门培育良好

### 开元商城钟楼店：2012 年装修，看好装修后的品牌提升

开元商城钟楼店位于西安市最核心的钟楼商圈的黄金位置，占地面积 33.14 亩，总投资约 5.3 亿元，自有物业，建筑面积 10.3 万平米（经营面积 6 万平米）。钟楼店是公司的主力店，其收入、利润贡献均在 80% 以上。2009 年 8 月公司以 9000 万元受让西安民生持有的 15% 股权后，全资控股该店。

钟楼店定位中档大众品牌，在大众时尚百货竞争日趋激烈的大环境下，仅靠二线品牌的调整来获得收入的较高增长已非常困难。正是基于品牌提档的考虑，公司计划于明年投资约 2 亿元，花 3 个月时间对钟楼店进行全面的装修改造。我们判断明年该店收入增速将受到较大影响，但看好装修后的品牌提升。预计该店 11-13 年实现收入 24.5、23.7 和 27.3 亿元。

### 开元西稍门商城：物业成本低，预计明年打平或微亏

西稍门商城位于钟楼商圈与高新区之间，周边集中了大量高档住宅小区，消费潜力旺盛，但尚无规模较大的百货店。该项目总投资额约 6.6 亿元，自有物业，为大型综合体项目，总建筑面积 16 万平米（其中自营百货 5 万平米、超市及配套餐饮出租约 1 万平米、住宅 7 万平米）。

该店于今年 7 月 19 日正式开业，开业至 10 月底已实现收入 1.3 亿元，预计全年实现收入 1.55 亿元，亏损 1000 万元。考虑到该店较低的物业成本（单平方米的投资额仅 4125 元），我们预计明年有望打平或微亏，2013 年将大幅贡献业绩。此外，我们预计该项目住宅部分收入于 2012 年确认，由于售价较低，对业绩贡献有限，我们估计在 2000 万元左右。

## 外埠门店：低成本试水扩张，利润增发较平稳

除了西安市之外，公司分别于 07 年 9 月进驻安康、08 年 1 月进驻咸阳、09 年 11 月进驻宝鸡。和我们今年调研的多个中西部三线城市相仿，陕西省除西安外的地级市多以传统百货和街边店为主，竞争相对缓和，且当地政府大力支持优秀零售企业进驻，因此率先布局的公司往往能够获得较低的物业成本（安康店和咸阳店的租金约 0.5 元/平米/天，宝鸡店的折旧摊销约 0.8 元/平米/天），缩短培育周期。

相比西安，陕西的其他地级市消费能力仍有较大差距，商业氛围仍需培育，而宝鸡市作为其中经济最发达的城市，商业环境较优。公司以 12 万平米的大体量综合体抢占核心商圈，既满足了当地消费者的多样化需求，也提高了其他竞争对手的进驻门槛。

**表格 4：陕西省公司已进驻的其他地级市经济指标**

	土地面积 (万亩)	常住人口 (万人)	GDP (亿元)	GDP 同比 增速	社零总额 (亿元)	社零 YoY	人均可支配 收入(元)	人均消费 支出(元)	消费倾向
陕西省	30879.8	3732.7	10021.5	14.5%	3147.7	18.7%	15695	11822	0.75
宝鸡市	2721.5	371.7	976.1	14.4%	304.6	18.4%	18978	13258	0.70
咸阳市	1529.5	489.5	1098.7	14.5%	293.6	18.5%	18914	13845	0.73
安康市	3529.4	263.0	327.1	15.0%	110.5	18.5%	14642	10469	0.71

资料来源：政府网站，华泰联合证券研究所

## 宝鸡国际广场店：预计今年实现盈亏平衡

开元商城宝鸡店位于宝鸡市核心商业区经二路，是宝鸡市规模最大、设施最先进的大型购物中心，总投资约6亿元，自有物业，总建筑面积12万平米（其中自营百货5万平米、华润超市出租1万平米、国美电器及配套餐饮娱乐出租约1万平米，租金为保底+分成方式）。2009年6月以2600万元收购27.08%的少数股权后，全资控股该店。

宝鸡店于2009年11月29日正式开业，去年实现收入2.32亿元，亏损700万元。我们预计该店今年收入超过3亿元，实现盈亏平衡，明年开始将大幅贡献业绩。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该项目1670平米的房产，目前正在办理相关证明，预计2012年可实现一次性收益3500多万元。

## 盈利预测：2012年贡献EPS约0.24元

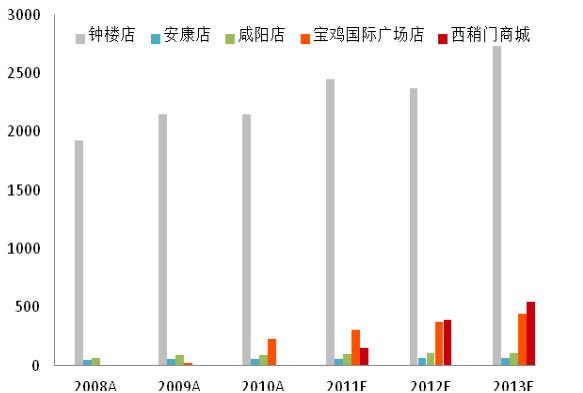
我们测算公司零售业务11-13年实现收入30.7、33.0和38.9亿元，对应增速分别为21.4%、7.7%和17.8%；实现净利润1.54亿、1.69亿和2.19亿元或EPS=0.22、0.24和0.31元，对应增速分别为38.7%、9.3%和29.8%。看好2013年钟楼店装修后的品牌升级，以及宝鸡店、西稍门店跨过盈亏平衡点后的业绩贡献。

表格 5：开元商城各门店基本情况

门店	城市	开业时间	物业属性	建筑面积（万平米）	百货经营面积（万平米）
钟楼店	西安	1996.6.15	自有	10.3	6.0
安康店	安康	2007.9.28	租赁	1.0	0.7
咸阳店	咸阳	2008.1.26	租赁	2.0	1.5
宝鸡店	宝鸡	2009.11.29	自有	12.1（其中百货5万平、华润超市出租1万平、国美及配套餐饮娱乐出租约1万平）	3.5
西稍门店	西安	2011.7.19	自有	16.0（其中百货5万平、超市及配套餐饮出租约1万平、住宅7万平）	3.5

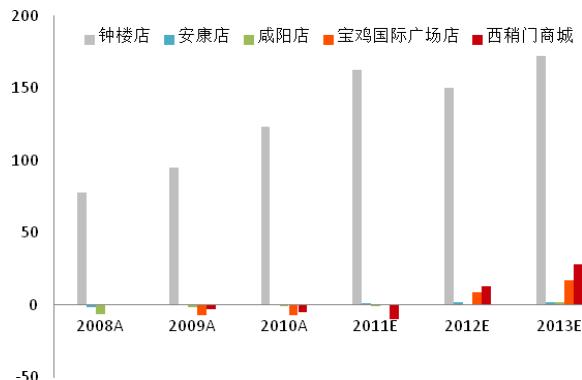
资料来源：公司公告，门店调研，华泰联合证券研究所

图4：公司各门店收入预测（百万元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图5：公司各门店净利润预测（百万元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

## 医院业务：跨越盈亏线，进入回报期

公司于 2011 年 11 月 24 日公告，以 2.97 亿元收购西安高新医院有限公司 100% 股权（收购之前，申华控股和银凯医疗分别持有 92.94% 和 7.06% 股权）。收购完成后，公司将全资控股高新医院，实现医疗资产的证券化，并将借助资本市场的力量，做大做强医疗服务产业。

### 高新医院：中国首家民营三甲医院

西安高新医院成立于 2002 年，初期定位高端市场，但经营惨淡；2005 年转为非营利性医院，继而获得医保资格；2009 年 8 月被陕西省卫生厅评为三级甲等医院（国内医院除三特之外的最高等级），成为中国首个民营三甲医院；2011 年 7 月重新转为盈利性医院，并制定了“保持原有公益性质、重视发展特许医疗”的战略方针。

高新医院占地面积 55.32 亩，总建筑面积 49646 平方米，设有临床、医技科室 46 个，床位 787 张，员工 1200 多人（其中医师 500 多人、护士 400 多人），拥有博士、硕士 46 人，博导、硕导、教授（主任医师）、副教授（副主任医师）110 余人，享受政府特殊津贴的专家 5 人，是西安医学院附属医院、延安大学医学院教学医院。

### 推荐逻辑：成长三部曲

高新医院自 2009 年起跨越盈亏平衡点，已进入回报期（2010 年亏损主要由于一次性计提 5000 多万的固定资产减值，若剔除这一因素，实际盈微利），而今年 7 月重新转为盈利性质后，医院业绩贡献将大幅提升。我们认为医院未来规模及业绩成长性主要来源于以下三方面：

**短期看诊疗服务的提价。**对比行业平均水平，高新医院在人均医药费用方面（特别是住院费用）甚至低于西安市综合医院的平均水平。高新医院 80% 的收入来源于医保，在重新转为盈利性质后，医院可对其余 20% 收入占比的高端病人的诊疗服务自主定价。目前提价方案已获物价局批准，平均上浮 30%（高新医院是区内唯一的三级医院，区内人口经济能力强，对特许服务等有较强的经济承受能力），预计明年起执行。

**表格 6：2010 年高新医院与行业平均水平的对比**

项目	全国医院	全国三级医院	陕西省医院	西安市医院	高新医院
床位数（张）	162	500 以上	127	139	746
诊疗人数（人次）	97506	591900	59475	83060	<b>567589</b>
入院人数（人次）	4553	24120	3478	3708	<b>24028</b>
病床使用率	86.7%	102.9%	82.2%	80.7%	<b>86.6%</b>
平均住院日（天）	10.5	12.5	9.7	10.7	<b>9.8</b>
门诊人均费用（元）	167.3	220.2	174	184.7	<b>196</b>
住院人均费用（元）	6415.9	10442.4	7365.1	8606.0	<b>7310</b>

资料来源：卫生部，公司公告，华泰联合证券研究所

**中期看高端特许服务收入占比的提升。**相比医保，特许高端服务有着更高的利润空间。公立医院规定特许医疗不超过全部医疗服务的 10%，并将在未来逐步取消特许医疗制度，而同时政府鼓励民营医院开展高端医疗。高新医院计划逐步压缩医保类消费比例，提升特许高端服务比例，综合毛利率将随之大幅提升；

短期：特许高端诊疗服务  
提价（平均上浮 30%）



中期：医保收入占比压缩，  
高端服务占比提升



长期：规模外延扩张，3-5  
年床位数扩展至 1500 张

长期：规模外延扩张，3-5  
年床位数扩展至 1500 张

**长期看规模的外延扩张。** 高新医院目前拥有床位 787 张，使用率在 87%左右，有一定提升空间，但幅度不大；在现有床位规模下，仅靠提价难以获得持续高增长。医院规划用 3-5 年的时间，将床位数扩展至 1500 张左右( 其中在现有基础上增加 200 张左右；通过收购或自建分院的方式增加 500 张左右 )。

### 盈利预测：2012 年贡献 EPS 约 0.04 元

我们对于公司医院业务未来成长空间及业绩贡献的判断基于以下核心假设：

#### 营业收入预测

1、假设门诊及住院人均费用保持同步增长，12、13 年增幅分别为 8.5% 和 5%；

按对象分，医保病人占 80%，高端病人占 20%；按门类分，药品收入占 30%，诊疗服务占 70%。由于医保及药品提价幅度有限（假设为 5%），而 30% 的提价幅度主要针对高端病人的诊疗服务（即 20% 中的 70%），且 2012 年起执行；

2、在不考虑收购、自建的前提下，假设床位数每年增加 50 张；

3、假设门诊人次的增速与床位增速保持一致，即 12、13 年分别为 6.5% (50/787) 和 6% (50/837)；

**表格 7：高新医院营业收入预测**

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
门诊收入	平均日门诊 (人次/日)	1,555	1,646	1,753
	平均日门诊增长率	4.17%	<b>5.83%</b>	<b>6.50%</b>
	年门诊量 (人次)	567,589	600,702	639,748
	次诊疗费用 (元/人次)	195.99	215.2	234
	次诊疗费用 YoY	19.0%	<b>9.8%</b>	<b>8.5%</b>
	年门诊收入 (万元)	111.24	129.30	149.40
住院收入	床位数 (张)	746	<b>787</b>	<b>837</b>
	床位使用率	86.60%	86.8%	87.0%
	平均住院日	9.9	9.6	9.7
	出院人数 (人次)	24,028	25,968	27,401
	人均住院费用 (元/人次)	7,310	7,239	7,854
	人均住院费用 YoY	15.8%	<b>-1.0%</b>	<b>8.5%</b>
收入合计	年住院收入 (万元)	175.64	187.99	215.22
		<b>286.88</b>	<b>317.28</b>	<b>364.62</b>
	收入 YoY	<b>26.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>38.3%</b>
				<b>406.32</b>

资料来源：公司公告，公司调研，华泰联合证券研究所

#### 净利润预测

1、自主定价、提升特许高端服务占比的同时，必定伴随着综合毛利率的大幅上升。假设医院 11-13 年毛利率为 22.5%、25.5% 和 26.5%；

2、假设 11-13 年管理费用率为 11.2%、10.8% 和 10.5%；

3、假设 11-13 年财务费用率为 5.6%、4.9% 和 4.4%（两笔即将到期的银行贷款合计 2.27 亿元，到期后自动续贷）；

4、享受西部大开发 15% 的优惠所得税。

基于以上假设，我们预计医院 11-13 年净利润分别为 1800 万元、3000 万元和 4000 万元（股权转让方承诺高新医院 12-14 年扣非净利润分别不低于 2084 万元、3167 万元和 4218 万元），对应净利率分别为 5.7%、8.3% 和 9.8%。

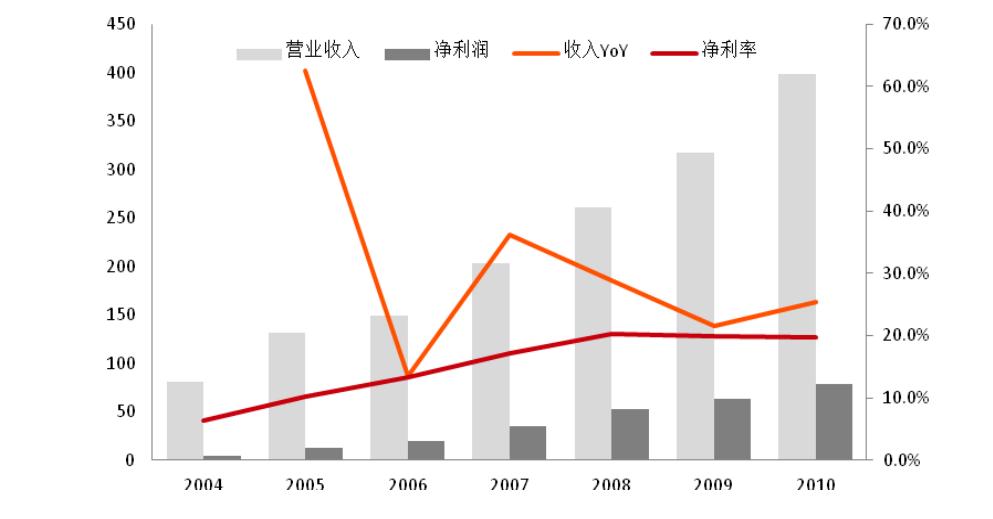
对比宿迁市人民医院，自 04 年被收购后发展迅猛，盈利能力显著提升，其净利率从 6.4% 持续提升至 20%，我们认为宿迁医院保持较高净利率主要有四方面的原因：

- 1) 宿迁医院为国有企业改制，没有财务费用；
- 2) 宿迁医院建立于 1905 年，折旧摊销很少；
- 3) 宿迁医院背靠金陵药业，药品采购成本低，且药品占其收入比接近 50%；
- 4) 宿迁医院属于公立三乙医院，国资持股 30%，有一定的政府补贴。

因此，我们预计高新医院在成熟期的净利率水平应该至少在 15% 以上。

图 6：宿迁医院净利率自 04 年起持续提升

我们预计高新医院成熟期的净利率水平至少在 15% 以上



资料来源：金陵药业年报，华泰联合证券研究所

## 估值及投资建议

我们测算公司零售业务 11-13 年实现净利润 1.54 亿、1.69 亿和 2.19 亿元或 EPS=0.22、0.24 和 0.31 元，对应净利润增速分别为 38.7%、9.3% 和 29.8%。目前我们重点跟踪的 20 家百货公司，2012 年平均动态估值为 17 倍。

假设医院业务 2012 年全年并表，我们测算其 12-13 年净利润分别为 3000 万和 4000 万元（股权转让方承诺高新医院 12-13 年扣非净利润不低于 2084 万元和 3167 万元）或 EPS=0.04 和 0.06 元，对应净利润增速分别为 65.6% 和 33.4%。A 股中目

前没有综合性医院上市，我们以通策医疗和爱尔眼科为参照，其 2012 年动态估值分别为 35.7X 和 40X。以 2012 年 40X 的估值测算，高新医院业务价值增厚股价 1.6 元。

**表格 8：医疗服务行业动态估值（截至 2011.12.12，EPS 为市场一致预期）**

公司	股价(元)	EPS(元)			动态 PE		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
通策医疗	22.83	0.46	0.64	0.91	49.6	<b>35.7</b>	25.1
爱尔眼科	24.77	0.42	0.62	0.9	59.0	<b>40.0</b>	27.5
行业平均					54.3	<b>37.9</b>	26.3

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

此外，公司可能在 2012 年确认的非经营性收益包括宝鸡店部分面积出售所得确认约 3500 万元或 EPS=0.04 元；西稍门商城住宅项目出售所得确认约 2000 万元或 EPS=0.02 元；转让西安银行股权所得确认约 2000 万元或 EPS=0.02 元。

综上，我们测算公司 11-13 年整体 EPS 分别为 0.22 元、0.36 元（考虑以上非经常性收益确认）和 0.37 元，首次覆盖给予增持评级！

## 风险提示

- 1、公司对高新医院的收购需通过股东大会决议，存在一定的不确定性；
- 2、双主业经营的风险；
- 3、经济持续低迷抑制消费意愿；

## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1227	1579	1700	2002	营业收入	2525	3066	3302	3889
现金	980	1073	1156	1361	营业成本	2050	2487	2672	3139
应收账款	0	21	23	27	营业税金及附	31	37	40	47
其他应收款	50	61	66	78	营业费用	89	89	92	103
预付账款	36	124	134	157	管理费用	181	208	221	257
存货	161	298	321	377	财务费用	25	38	51	50
其他流动资产	0	0	1	2	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	1480	1698	1844	1779	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	109	109	109	109	投资净收益	64	0	0	0
固定资产	984	1077	1249	1284	营业利润	212	207	226	294
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资	298	423	398	298	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	2707	3276	3545	3781	利润总额	205	207	226	294
流动负债	1330	1745	1845	1862	所得税	54	53	58	75
短期借款	449	1195	1263	1195	净利润	151	154	169	219
应付账款	217	274	294	345	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	664	276	288	323	归属母公司净	152	154	169	219
非流动负债	308	308	308	308	EBITDA	226	310	526	421
长期借款	308	308	308	308	EPS (元)	0.21	0.22	0.24	0.31
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	1638	2053	2153	2171					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	713	713	713	713					
资本公积	129	129	129	129					
留存收益	226	380	549	768					
归属母公司股	1069	1223	1392	1611					
负债和股东权	2707	3276	3545	3781					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	286	(365)	266	323	成长能力				
净利润	152	154	169	219	营业收入	9.1%	21.4%	7.7%	17.8%
折旧摊销	64	32	53	65	营业利润	91.5%	-2.2%	9.3%	29.8%
财务费用	25	38	51	50	归属母公司净	98.3%	1.4%	9.3%	29.8%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(333)	(589)	(7)	(11)	毛利率(%)	18.8%	18.9%	19.1%	19.3%
其他经营现金	377	0	0	0	净利率(%)	6.0%	5.0%	4.9%	6.0%
投资活动现金	80	(250)	(200)	0	ROE(%)	14.2%	12.6%	12.1%	13.6%
资本支出	(100)	(250)	(200)	0	ROIC(%)				
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(20)	(500)	(400)	0	资产负债率	61%	63%	61%	57%
筹资活动现金	(62)	708	17	(118)	净负债比率	46.2%	73.2%	73.0%	69.2%
短期借款	(126)	746	67	(68)	流动比率	0.9	0.9	0.9	1.1
长期借款	109	0	0	0	速动比率	0.8	0.7	0.7	0.9
普通股增加	338	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	(150)	0	0	0	总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.3
其他筹资现金	(233)	(38)	(51)	(50)	应收账款周转		71.2	37.0	38.6
现金净增加额	304	94	83	205	应付账款周转	2.1	2.5	2.4	2.5

数据来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

**免责申明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。