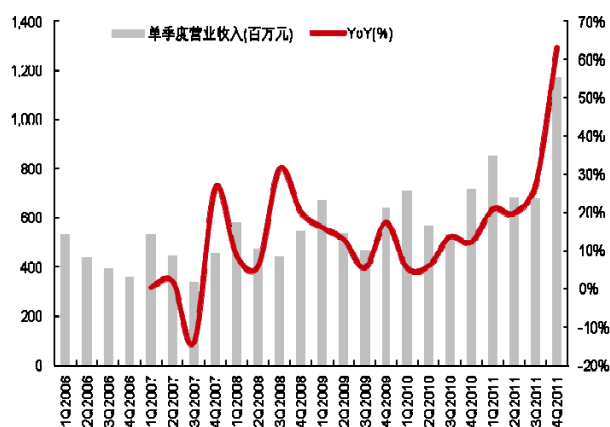


公司今日发布 2011 年报，实现收入 33.78 亿元，同比增长 33.72%（剔除医院及房地产业务收入后为 30.78 亿元，同比增长 24.87%）；归属母公司扣非后净利润 1.3 亿元或 EPS=0.18 元，同比增长 18.35%，低于市场预期。低于预期的主要原因在于：1）去年下半年消费整体增速下滑，公司钟楼主力店收入增速放缓；2）宝鸡店亏损扩大（此前预计去年微亏）；3）西稍门住宅项目亏损约 1300 万元（此前预计该项目盈利超过 2000 万元）。

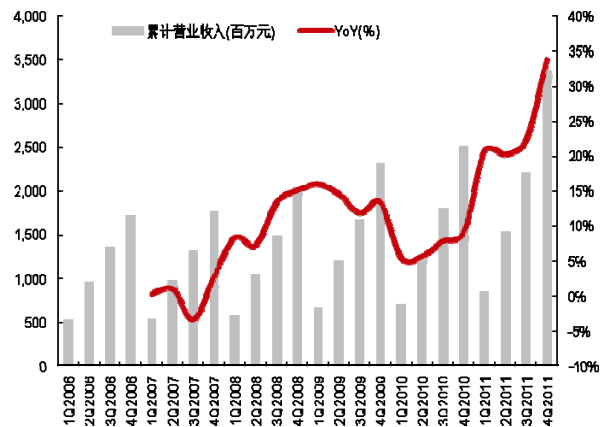
西稍门店住宅项目约 7 万平米，收入共计 2.16 亿元（每平米约 3100 元），由于项目出售时间较早，售价较低；而另一方面由于工程周期较长，成本大幅增加，导致该项目毛利率仅 4%（拖累了公司整体毛利率）。我们测算该项目亏损额在 1300 多万元，是业绩低于预期的最主要原因。

图 1： 开元投资季度收入（百万元）



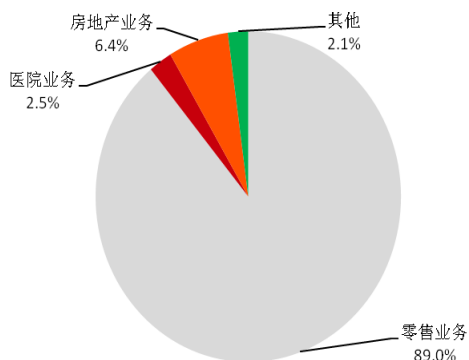
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 2： 开元投资季度累计收入（百万元）



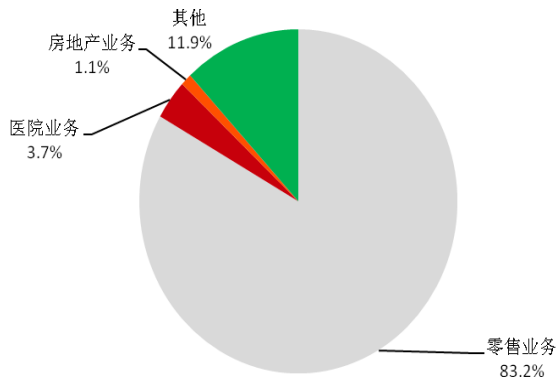
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3： 2011 开元投资分业务收入占比



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 4： 2011 开元投资分业务毛利占比



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

分门店来看，钟楼店略低于预期，仍然是公司收入及利润的主要来源；宝鸡店亏损额扩大，而西稍门店经营好于预期，公司两个购物中心的大幅减亏或盈利将是 2012 年零售主业的业绩增量来源。

- **1) 钟楼主力店增速放缓：**钟楼店收入 23.9 亿元，净利润 1.57 亿元，分别同比增长 11.3%和 27.5%；公司计划于今年 4-5 月份启动对该店的装修改造，并尽可能拉长工期，分段装修，以降低对正常经营的影响。考虑到今年经济处于底部缓慢复苏，我们预计该店将面临一定的压力。
- **2) 西稍门店经营好于预期：**剔除房地产业务影响，该店开业 5 个月（2011 年 7 月 19 日开业）即实现收入 1.71 亿元，亏损仅 400 万左右，超过市场预期，我们预计该店今年收入约 4 亿元，利润贡献超过 2000 万。
- **3) 宝鸡店亏损扩大：**该店收入 3.44 亿元，同比增长约 50%，亏损 950 万元，主要由于该店员工工资大幅上涨及春节奖金在当年确认所致，我们预计该店今年收入超过 4 亿元，有望实现盈亏平衡。

表格 1：开元投资各门店经营情况

门店	开业时间	物业属性	百货经营面积 (万平米)	收入（百万元）		净利润（百万元）	
				2010	2011	2010	2011
钟楼店	1996.6.15	自有	6	2145.63	2388.35	123.34	157.26
宝鸡店	2009.11.29	自有	3.5	54.54	57.42	0.89	0.50
西稍门店	2011.7.19	自有	3.5	91.91	115.91	-0.98	3.30
安康店	2007.9.28	租赁	0.7	232.48	343.62	-6.86	-9.46
咸阳店	2008.1.26	租赁	1.5		171.00	-5.06	-4.00

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

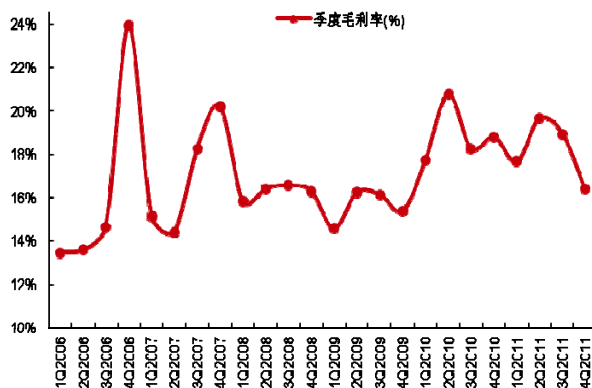
公司 2011 年底以 2.97 亿元收购高新医院（国内首家民营三甲医院，西安高新区内唯一的三级医院），实现优质医疗资产的证券化。我们在深度报告《双主业，共飞舞》中提到，高新医院已跨越盈亏平衡线，开始进入盈利回报期，看好公司医院业务的成长空间：短期看非医保病人诊疗服务提价（平均上浮 30%，已获批）；中期看压缩医保业务占比，提升特许高端服务占比；长期看自建分院、收购等方式实现外延扩张，3-5 年内床位数翻番。

根据公司年报及收购医院报告的数据披露，高新医院 2011.1-10 实现收入 2.64 亿元，毛利率 22.5%；而 2011.10.9-2011.12.31 实现收入 8435 万元，毛利率 26.65%，较前 10 个月明显提升，印证了我们对于高新医院自去年 7 月份成功转为盈利性医院后，整体毛利率逐步提升的判断。

我们测算零售业务 12-14 年 EPS=0.24、0.31 和 0.37 元（业绩增量来源于宝鸡店与西稍门店的大幅减亏或盈利），目前板块动态估值 17.8X；医院业务 12-14 年贡献 EPS=0.04、0.06 和 0.07 元，目前板块动态估值 34X，维持增持评级。

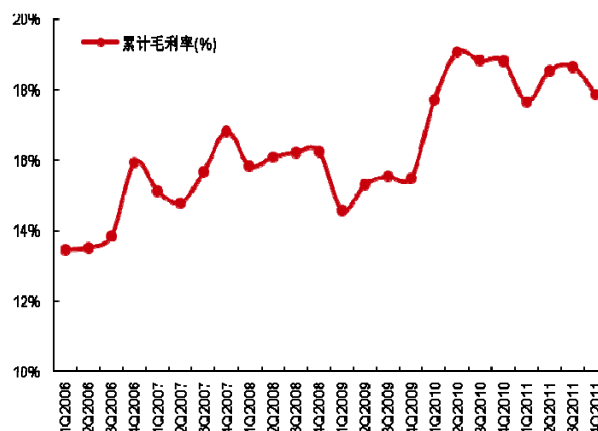
此外，公司以 4,676 万元向交通银行陕西省分行出售宝鸡国际·万象商业广场项目 1,670 平方米房产，预计实现收益 3,662 万元，目前相关转让手续仍在进行中；以 3200 万元将持有的西安银行 1333 万股转让给江苏兴亿达建设有限公司，预计实现收益近 2000 万，已于 2012 年 1 月 14 日完成过户手续（两项合计贡献 EPS 约 0.07 元）。

图 5: 开元投资季度毛利率



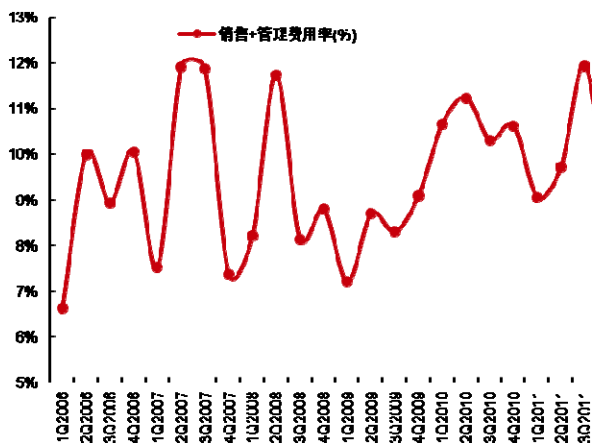
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 6: 开元投资季度累计毛利率



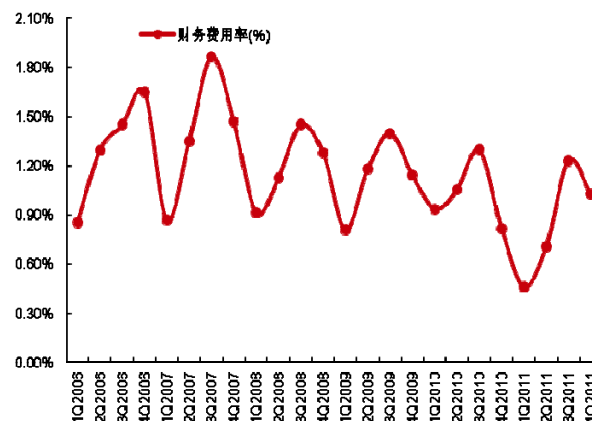
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 7: 开元投资季度销售+管理费用率



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 8: 开元投资季度财务费用率



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、经济下行对消费者信心冲击超预期;
- 2、医院业务毛利率提升缓慢。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	888	594	679	916	营业收入	3378	3639	4167	4693
现金	732	364	417	621	营业成本	2774	2941	3360	3778
应收账款	20	25	29	33	营业税金及附加	56	47	50	56
其他应收款	49	73	83	94	营业费用	104	106	117	127
预付账款	26	29	34	38	管理费用	222	237	267	300
存货	47	88	101	113	财务费用	29	44	36	17
其他流动资产	15	15	16	17	资产减值损失	10	0	0	0
非流动资产	2257	2254	2235	2117	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	272	272	272	272	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	1720	1717	1698	1580	营业利润	189	266	338	414
无形资产	213	213	213	213	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	51	51	51	51	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	3145	2848	2914	3032	利润总额	186	266	338	414
流动负债	1843	1347	1160	967	所得税	57	66	84	103
短期借款	542	535	271	0	净利润	129	199	253	310
应付账款	451	323	370	416	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	851	488	519	552	归属母公司净利	127	199	253	310
非流动负债	181	181	181	181	EBITDA	331	428	505	562
长期借款	157	157	157	157	EPS (元)	0.18	0.28	0.36	0.44
其他非流动负	24	24	24	24	主要财务比率				
负债合计	2024	1528	1341	1148	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	713	713	713	713	营业收入	33.8%	7.7%	14.5%	12.6%
资本公积	52	52	52	52	营业利润	-11.0%	40.9%	27.2%	22.5%
留存收益	352	552	805	1116	归属母公司净利	-16.4	56.6%	27.2%	22.5%
归属母公司股	1118	1317	1571	1881	获利能力				
负债和股东权	3143	2845	2912	3030	毛利率(%)	17.9%	19.2%	19.4%	19.5%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	5.2%	5.7%	3.8%
单位: 百万元					ROE(%)	11.4%	15.1%	16.1%	16.5%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)				
经营活动现金	468	(217)	453	493	偿债能力				
净利润	127	199	253	310	资产负债率(%)	64%	54%	46%	38%
折旧摊销	64	103	118	118	净负债比率(%)	44.1%	58.0%	46.4%	30.6%
财务费用	29	44	36	17	流动比率	0.5	0.4	0.6	0.9
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.5	0.4	0.5	0.8
营运资金变动	(808)	(564)	45	47	营运能力				
其他经营现金	1055	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
投资活动现金	(562)	(100)	(100)	0	应收账款周转率	83.3	39.8	38.1	37.8
资本支出	(600)	(100)	(100)	0	应付账款周转率	2.1	1.9	2.4	2.4
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金	(1162)	(200)	(200)	0	每股收益(最新)	0.2	0.3	0.4	0.4
筹资活动现金	(159)	(50)	(300)	(288)	每股经营现金流	0.7	(0.3)	0.6	0.7
短期借款	93	(7)	(264)	(271)	每股净资产(最	1.6	1.8	2.2	2.6
长期借款	(151)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	29.8	19.0	15.0	12.2
资本公积增加	(77)	0	0	0	P/B	3.4	2.9	2.4	2.0
其他筹资现金	(24)	(44)	(36)	(17)	EV/EBITDA	16.1	15.4	11.6	9.3
现金净增加额	(248)	(368)	53	204					

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 $\pm 10\%$ 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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn

免责声明

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的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司