



## 业绩低于预期，期待西旺店、宝鸡店扭亏及医院发展前景

——开元投资（000516）2011 年年报点评

食品饮料行业研究员：侯颖娜 0755-83007043 houyn@vsun.com 执业证书编号：S0990511010009 报告日期：2012 年 3 月 26 日

**公司近期公布的2011年年报显示：**公司2011年实现营业收入33.78亿元，同比增长33.72%，归属于上市公司股东的净利润1.27亿元，同比下降16.4%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.3亿元，同比增长18.35%，每股收益0.18元。公司以2011年年末总股本为基数，向全体股东每10股派发现金股利0.5元（含税）。

### 评析：

公司2011年实现营业收入33.78亿元，同比增长33.72%，受累于房地产项目的亏损（-1429万元）、应收账款坏账损失（935.8万元）以及2010年转让陕西三秦能源董东煤业公司股权取得投资收益，公司归属于上市公司股东的净利润同比下降16.4%。

分行业看，**零售业：**实现营业收入30.05亿元，同比增长21.99%，可比门店（扣除西旺店）营业收入同比增长15.08%，低于行业平均水平。零售业实现净利润1.34亿元，同比增长15.02%，可比门店（扣除西旺店）净利润同比增长30.26%。公司下半年可比门店营业收入同比增长9.29%，这主要是受整体宏观经济下滑的影响。**房地产业：**实现营业收入2.157亿元，主要销售的开元商城西旺住宅项目（69513平米），项目平均销售价格3100元/平米，由于项目是2006年进行预先销售，销售价格比周边地区低100元，并且项目建设周期过长（装修设计等方案变化）引起相应成本上升，导致项目毛利率只有3.16%，预计整个项目亏损1429万元，明显低于公司之前预计实现的3000万元净利润。**医疗业：**西安高新医院2011年实现营业收入3.5亿元，同比增长20.96%，低于2010年增速，实现净利润1603.1万元，其中并表的营业收入8435.33万元，净利润116.19万元。

分门店看，**开元商城钟楼店：**作为公司的主力门店，2011年实现营业收入23.88亿元，占公司营业总收入70.7%，坪效达到3.98万元/平米，实现净利润1.57亿元，同比增长27.5%，是公司的主要净利润来源。公司今年将对门店进行分阶段分区域装修改造，降低装修改造对门店的销售的影响，并通过品牌结构调整增强门店的盈利能力。**开元商城西旺店：**公司2011年新开的门店，扣除房地产项目实现营业收入1.71亿元，亏损344.72万元，随着门店品牌结构的调整，预计门店2012年实现扭亏为盈，并成为公司又一主力门店。**开元商城咸阳店：**门店实现营业收入1.16亿元，同比增长26.11%，净利润330.53万元，实现扭亏为盈。**开元商城宝鸡店：**门店实现营业收入3.436亿元，同比增长47.81%，亏损946.49万元，预计门店2012年实现扭亏为盈。**开元商城安康店：**门店2011年实现营业收入5742.04万元，同比5.29%，实现净利润49.59万元，同比下降44.17%。

表 1：公司经营状况

	营业收入	增速	占比	毛利率
零售业	3005.51	21.99%	88.97%	16.71%
医疗业	84.35		2.50%	26.65%
房地产业	215.70		6.39%	3.16%
其他社会服务业	1.91	43.06%	0.06%	97.11%
其他业务收入	70.64	18.26%	2.09%	99.80%
合计	3378.13	33.72%	100%	
	营业收入	增速	净利润	增速
钟楼店	2388.35	11.31%	157.26	27.50%
西旺店	386.82		-17.74	
宝鸡店	343.62	47.81%	-9.46	37.96%
咸阳店	115.91	26.11%	3.31	
安康店	57.42	5.29%	0.50	-44.17%

资料来源：公司公告

公司2011年综合毛利率17.88%，其中零售业毛利率16.71%，下降0.1个百分点，医疗业毛利率23.83%，上升2.74个百分点，预计随着门店的牌结构调整以及门店品牌的渗入，预计零售业毛利率有所上升，而医疗业的毛利率将保持平稳态势。公司2011年期间费用率10.5%，比2010年降低1.2个百分点，明显低于行业平均水平，其中销售费用率3.08%，管理费用率6.57%。而公司的人力成本占期间费用的37.09%，人力成本占营业收入的3.89%，下降0.69个百分点，随着公司精简、高效控制成本，特

别是人力成本管理，预计公司期间费用将有所下降。

图 1：公司2011年销售费用结构

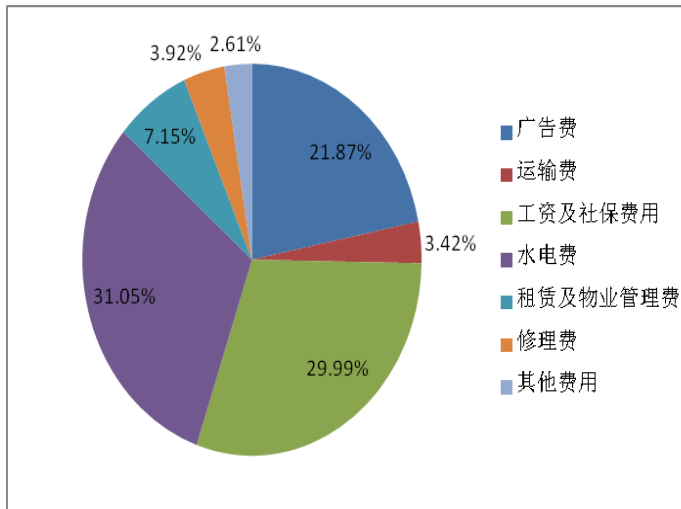
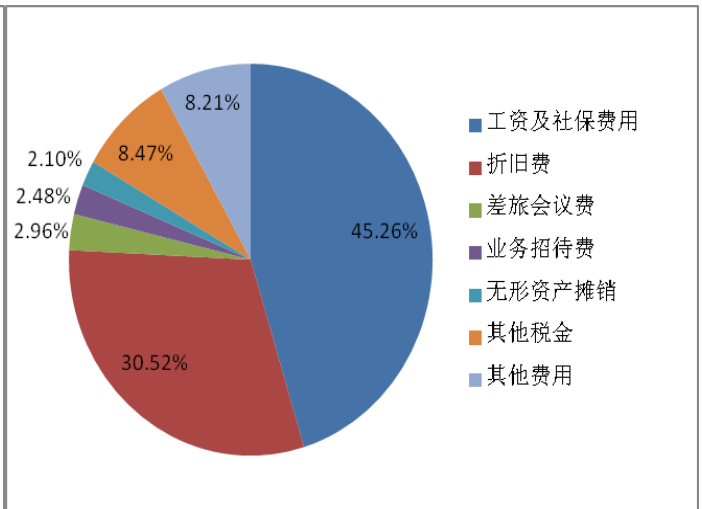


图 2：公司2011年管理费用结构



资料来源：公司公告

公司成功收购西安高新医院后，明确零售百货和医疗服务双主业。作为公司的第二主业，未来公司将加强西安高新医院的管理和控制，并择机通过扩建、收购、兼并、合作等方式扩大经营规模。医院将成为公司新的利润增长点，根据公司收购西安高新医院时申华控股等的承诺：2012-2014年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于2083.79万元、3167.04万元和4217.85万元，否则将以现金方式向公司一次性补足差额，该承诺确保医疗业平稳增长。预计医疗业可以为公司贡献不低于2000万元的净利润，并保持一定的增长。

**盈利预测及投资建议：**公司的“百货+医院”经营模式，增强公司的盈利和抗风险能力，而公司从所持有的西安银行、广东华兴银行、东方富海（芜湖）股权投资基金等公司的股权获取的投资收益将成为公司的盈利亮点，且公司将继续进行股权投资，我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.24元、0.31元和0.39元。目标价位5.7元，对应2012年PE23.75，给予“增持”评级。

表 2：公司盈利预测

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>零售业</b>						
<b>钟楼店</b>						
营业收入(百万元)	2114.90	2145.63	2388.35	2520.00	2898.00	3187.80
增长	11.92%	1.45%	11.31%	5.51%	15.00%	10.00%
营业面积	60000	60000	60000	60000	60000	60000
坪效(万元/平米)	3.52	3.58	3.98	4.20	4.83	5.31
<b>西旺店</b>						
营业收入(百万元)			171.12	448.02	561.28	673.53
增长				161.82%	25.28%	20.00%
营业面积			56127.5	56127.5	56127.5	56127.5
坪效(万元/平米)			0.30	0.80	1.00	1.20
<b>宝鸡店</b>						
营业收入(百万元)	23.26	232.48	343.62	450	558.00	641.70
增长		899.38%	47.81%	30.96%	24.00%	15.00%
营业面积	49672	49672	49672	49672	49672	49672
坪效(万元/平米)	0.05	0.47	0.69	0.91	1.12	1.29
<b>咸阳店</b>						
营业收入(百万元)	89.18	91.91	115.91	144.00	170.00	200.00
增长	41.02%	3.07%	26.11%	24.23%	18.06%	17.65%

营业面积	20000	20000	20000	20000	20000	20000
坪效（万元/平米）	0.45	0.46	0.58	0.72	0.85	1.00
安康店						
营业收入(百万元)	55.38	54.54	57.42	64.00	70.00	80.00
增长	24.68%	-1.52%	5.29%	11.46%	9.38%	14.29%
营业面积	10000	10000	10000	10000	10000	10000
坪效（万元/平米）	0.55	0.55	0.57	0.64	0.64	0.80
零售业营业收入	2282.71	2524.56	3076.43	3626.02	4257.28	4783.03
增速		10.59%	21.86%	17.86%	17.41%	12.35%
毛利率	14.18%	16.81%	16.71%	17.00%	17.20%	17.50%
医疗业						
营业收入	228.27	289.08	349.68	410.00	471.5	518.65
增速		26.64%	20.96%	17.25%	15.00%	10.00%
毛利率	24.53%	21.09%	23.83%	24.50%	24.50%	24.50%
其他业务收入	1.56	1.34	1.91	2.00	2.00	2.00
营业总收入	2318.80	2526.20	3378.13	4038.02	4730.78	5303.68
增速		8.94%	33.72%	19.53%	17.16%	12.11%
毛利	363.00	476.48	603.94	718.87	849.77	966.10
综合毛利率	15.65%	18.86%	17.88%	17.80%	17.96%	18.22%
营业税金及附加	26.88	30.98	56.09	43.51	51.09	57.40
销售费用	65.14	88.82	103.89	101.53	110.69	119.58
管理费用	126.73	181.40	221.78	298.81	340.62	364.89
财务费用	25.59	25.33	29.01	58.55	66.23	71.60
资产减值损失	3.76	0.69	9.61	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	64.09	5.05	5.00	5.00	5.00
营业利润	114.90	213.35	186.46	221.47	286.15	357.63
营业外净收入	(2.87)	(7.16)	(2.31)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
利润总额	112.03	206.19	184.15	219.47	284.15	355.63
所得税	32.63	53.94	56.89	48.76	60.58	73.97
净利润	79.40	152.25	127.25	170.71	223.56	281.67
归属于母公司所有者的净利润	76.76	152.21	127.25	170.71	223.56	281.67
增长	29.73%	98.30%	-16.40%	34.15%	30.96%	25.99%
每股收益（元）	0.25	0.21	0.18	0.24	0.31	0.39

资料来源：公司公告 英大证券研究所

**风险提示：**宏观经济增速下滑、消费者消费意愿下降、钟鼓楼店装修改造影响门店销售、西安高新医院经营低于预期

刘黎对本文有重要贡献

执业编号：S0990111090002

Email: liulil@ydzq.sgcc.com.cn

联系电话：0755-83007310

## 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，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、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

## 行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

## 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上