

华泰联合证券
2012-04-25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 / 季报点评

酌情消费品/商贸零售

开元投资 (000516)

中性/下调评级

股价 : RMB5.28

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

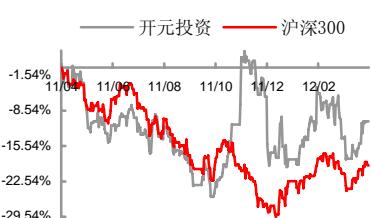
零售主业压力凸显

- 公司今日发布 2012 一季报，实现收入 9.95 亿元，同比增长 16.3%；归属母公司净利润 5363 万元或 EPS=0.075 元，同比增长 24.1%；扣非净利润 3943 万元或 EPS=0.055 元（非经常性主要为出售西安银行股权近 2000 万元收益确认），同比下降 8.7%。
- 分业务来看，一季度公司医院收入约 8500 万元；零售收入约 9.1 亿元，同比增长 6.4%（剔除西稍门新店与宝鸡次新店增厚，老店收入同比下降约 5%），体现了今年整体消费低迷环境下，成熟老店占比比较高的公司所面临的共同压力（另一方面也有去年同期高基数影响，主力店开元商城 1Q11 收入同比增长约 80%）。
- 公司新项目经营情况良好：宝鸡店 12 年有望实现盈利（11 年亏损 950 万），而西稍门店一季度微亏，全年有望实现打平（11 年由于地产业务致亏损 1700 余万），我们预计两店在 12 年贡献净利润增量超过 3000 万元。
- 尽管医院业务毛利率超过 20%，但公司整体毛利率仍下降 0.09 个百分点至 17.57%，主要由于宝鸡与西稍门店培育期内较低的毛利率所致（12-13% 左右）；销售+管理费用率上升 0.78 个百分点至 9.83%，财务费用率上升 0.97 个百分点至 1.44%，既有新店培育期影响，更主要是医院业务并表所致（2011 年医院业务费用率超过 16%，其中财务费用率 5%）。
- 我们维持对公司医院业务的看好的短期看非医保病人诊疗服务提价（平均上浮 30%，已获批）；中期看特许高端服务占比提升；长期看自建分院、收购等方式实现外延扩张（详见深度报告《双主业，共飞舞》）。
- 考虑到整体消费低迷及主力店装修改造影响，我们下调公司零售业务 12-14 年 EPS 至 0.21、0.26 和 0.33 元（12 年看点在于宝鸡店与西稍门店大幅减亏）；医院业务 12-14 年贡献 EPS=0.04、0.06 和 0.07 元，给予中性评级（报表 EPS 未含宝鸡地产项目、西安银行股权转让 EPS 约 0.07 元）。
- 风险提示：经济持续低迷抑制消费意愿；医院业务毛利率提升不达预期；新店培育情况不达预期；主力店装修改造影响大。

基础数据

总股本 (百万股)	713
流通 A 股 (百万股)	713
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,781

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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,378.1	3,639.5	4,166.9	4,692.6
(+/-%)	33.8%	7.7%	14.5%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	127.3	177.6	230.7	283.4
(+/-%)	-16.4%	39.6%	29.9%	22.9%
EPS(元)	0.18	0.25	0.32	0.40
P/E(倍)	29.6	21.2	16.3	13.3

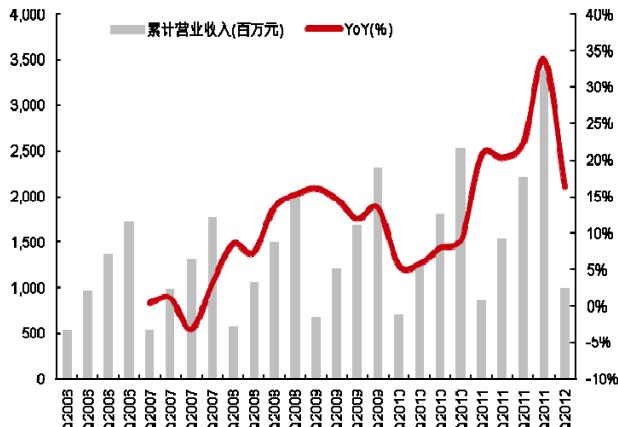
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

图 1：开元投资季度收入（百万元）



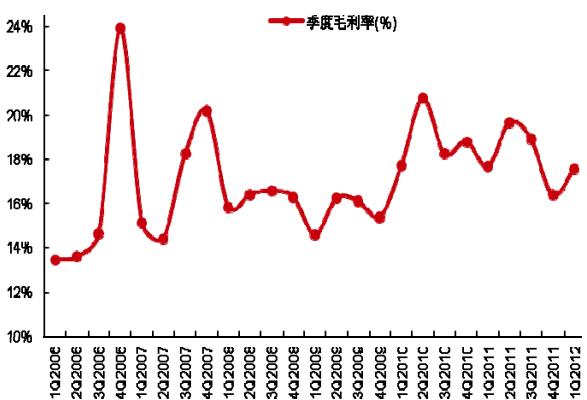
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：开元投资季度累计收入（百万元）



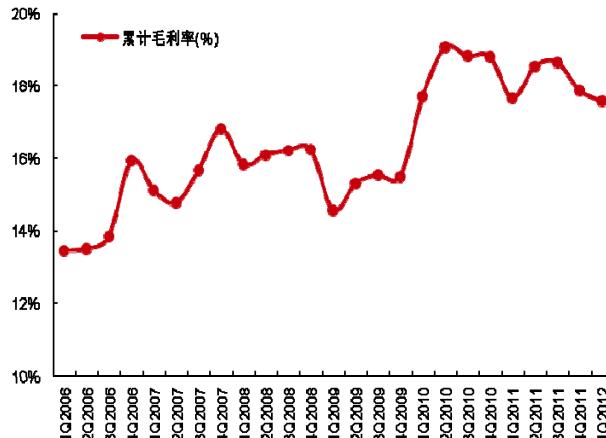
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：开元投资季度毛利率



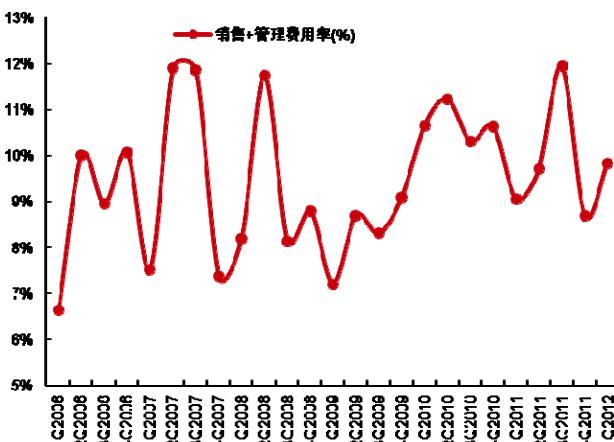
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：开元投资季度累计毛利率



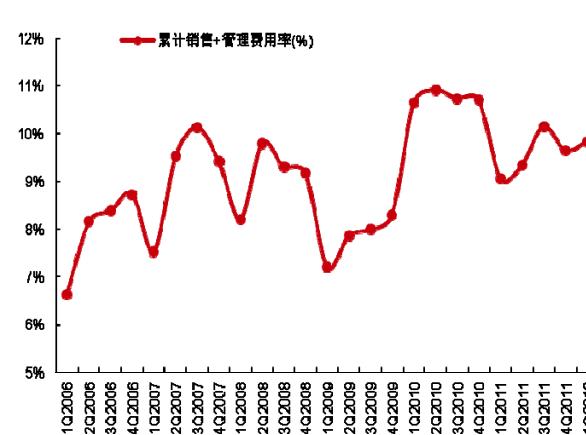
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5：开元投资季度销售+管理费用率



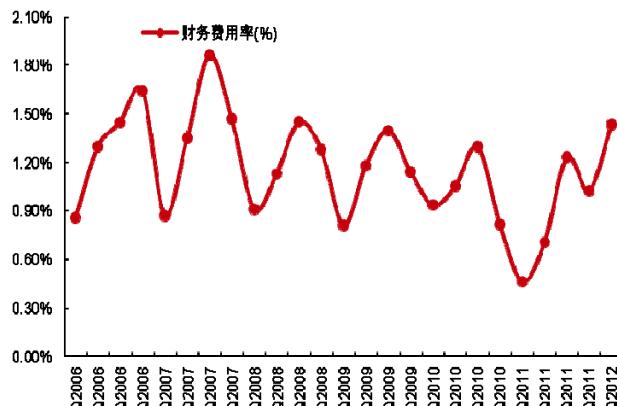
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6：开元投资季度累计销售+管理费用率



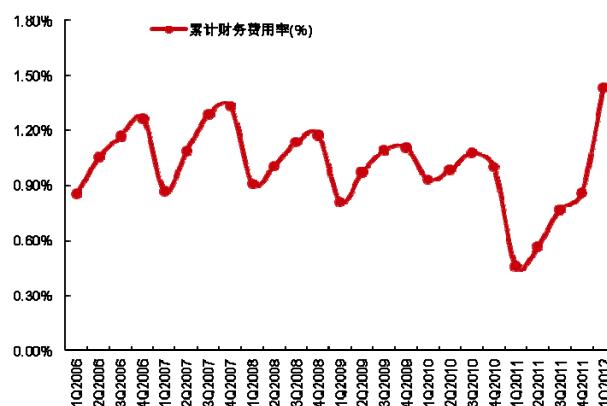
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7：开元投资季度财务费用率



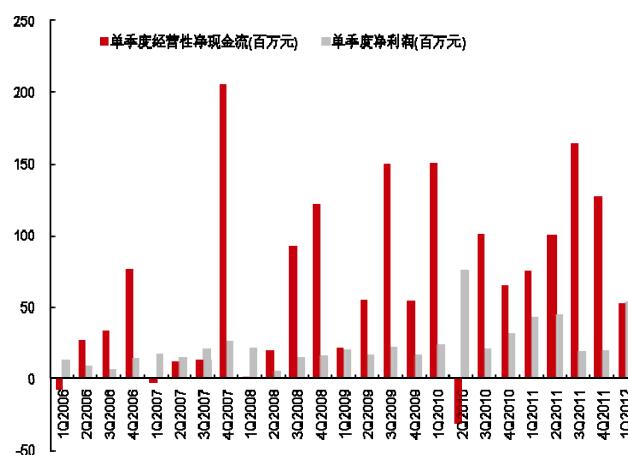
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8：开元投资季度累计财务费用率



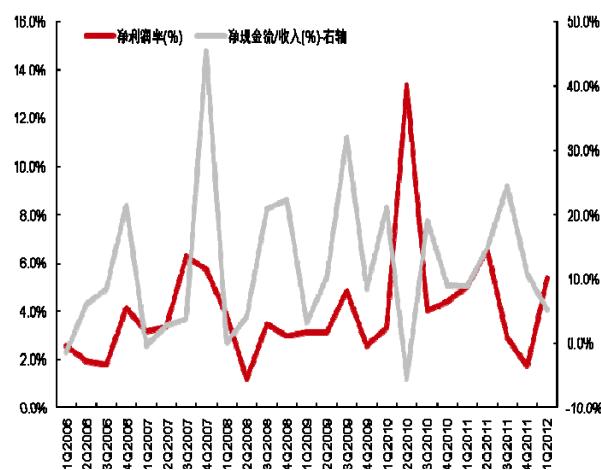
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9：开元投资季度净经营性现金流（百万元）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 10：开元投资季度净现金流/收入



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、经济持续低迷抑制消费意愿；
- 2、医院业务毛利率提升不达预期；
- 3、新店培育情况不达预期；
- 4、主力店装修改造影响。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	888	595	888	837	营业收入	3378	3639	4167	4693
现金	732	364	625	542	营业成本	2774	2954	3369	3794
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	116	125	134
预付账款	26	30	34	38	管理费用	222	240	271	305
存货	47	89	101	114	财务费用	29	45	44	26
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	(2)	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	237	308	378
无形资产	213	213	213	213	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资	51	51	51	51	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	3145	2849	3123	2954	利润总额	184	237	308	378
流动负债	1846	1372	1415	963	所得税	57	59	77	94
短期借款	542	564	531	0	净利润	129	178	231	283
应付账款	451	325	371	417	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	853	483	514	545	归属母公司净利	127	178	231	283
非流动负债	181	181	181	181	EBITDA	331	400	484	535
长期借款	157	157	157	157	EPS (元)	0.18	0.25	0.32	0.40
其他非流动负	24	24	24	24					
负债合计	2027	1553	1597	1144					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	713	713	713	713					
资本公积	52	52	52	52					
留存收益	352	530	761	1044					
归属母公司股	1118	1296	1526	1810					
负债和股东权	3145	2849	3123	2954					
现金流量表				单位:百万元					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金	468	(245)	438	473					
净利润	127	178	231	283					
折旧摊销	83	103	118	118					
财务费用	29	45	44	26					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	852	(570)	45	46					
其他经营现金	(623)	0	0	0					
投资活动现金	(562)	(100)	(100)	0					
资本支出	(600)	(100)	(100)	0					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金	(1162)	(200)	(200)	0					
筹资活动现金	(159)	(23)	(77)	(556)					
短期借款	93	22	(33)	(531)					
长期借款	(151)	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	(77)	0	0	0					
其他筹资现金	(24)	(45)	(44)	(26)	P/E	29.6	21.2	16.3	13.3
现金净增加额	(248)	(368)	261	(83)	P/B	3.4	2.9	2.5	2.1
					EV/EBITDA	16.0	15.3	12.4	9.8

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。