

开元投资 (000516.SZ) 百货零售行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

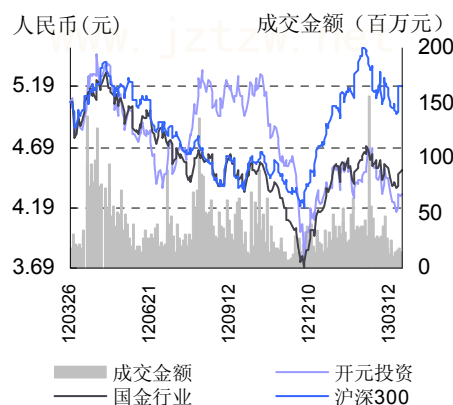
市价(人民币): 4.30 元
目标(人民币): 5.19 元

商业为基, 医院蓄势, 腾飞可期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	713.22
总市值(百万元)	30.68
年内股价最高最低(元)	5.47/3.77
沪深 300 指数	2618.31
深证成指	9343.41



相关报告

1. 《商业稳健, 医院盈利提升;》, 2012.7.27
2. 《跑道即将铺好, 起飞可以期待;》, 2012.7.11
3. 《商业+医院双翼共展, 展翅腾飞;》, 2012.5.17

赵海春 联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

文瑶 分析师 SAC 执业编号: S1130511080001
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.211	0.178	0.193	0.240	0.330
每股净资产(元)	1.50	1.57	1.76	1.94	2.27
每股经营性现金流(元)	0.40	0.66	0.89	0.74	1.02
市盈率(倍)	26.69	27.64	22.57	17.95	13.05
行业优化市盈率(倍)	64.82	18.71	14.36	14.58	14.58
净利润增长率(%)	107.85%	-15.58%	8.31%	24.02%	37.56%
净资产收益率(%)	14.10%	11.38%	10.97%	12.35%	14.52%
总股本(百万股)	713.42	713.42	713.42	713.42	713.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **商业稳健并提供稳定现金流:** 钟楼店 2 年装修造成低基数效应, 零售净利润 13~15 年净利润将有 30%~40% 增长, 拐点显现:
 - 西安虽众商集聚而消费力亦强-2012 年占陕西省社零 51.63%; 公司据核心地段而发展稳健; 商业业务为公司发展提供稳定现金流与市值支撑;
 - 随钟楼店长达 2 年的装修、调整于 13 年底完成以及次新店-西稍门店与宝鸡店步入成熟期, 2013 年将是公司商业向上拐点的确立之年;
 - 受益于城镇化进程, 宝鸡、咸阳、安康——外阜门店已过盈亏平衡点, 是公司未来商业增长的有效支撑与补充。
- **长期看好医院:** 国情、地区情况及西安高新本身实力都利于其发展壮大:
 - **政策支持,** 国家 58 号文为起点, 医疗行业“国退民进”已成定局; 需求升而资源缺, 尤其高端医疗服务需求供不应求;
 - **作为国内首家民营三甲医院,** 牌照的稀缺性构筑牢固护城河; 经历 10 年培育期, 西安高新医院核心优势显著, 步入营收稳增长、盈利提速的成熟期, 未来三年净利增速稳健, 可达 20% 以上;
 - **复制力试水,** 享西安高新资源, 拥三星社区新客源, 圣安医院动土在即, 未来医院产业集团化做大做强, 值得期待。
- **盈利预测:** 预计 2012~2014 年 EPS0.19、0.24、0.33
 - 商业总营收约 30、35、42 亿元, 同比增速-8%、14.5%、22%, 净利润为少于 9 千万、1.2~1.3、1.8 亿元左右;
 - 保守估计医院总营收与净利润分别约 3、4、5 亿元, 以及 35、45、50 百万元, 13/14 年营收/净利润增速分别高于 10%/15% 以上。
 - 投资收益: 12 年业绩已考虑出让西安银行股权收益 1957 万, 13 年宝鸡房产可能收益 3662 万元并未被算入, 但有较大可能会体现在当年收益。

投资建议

- 我们认为, 公司商业上向拐点较确定; 高新医院已进入盈利上升通道, 看好医院牌照壁垒及公司高端医院复制能力(圣安医院 13 年即将动工)将使公司未来走向医院集团化、发展壮大。建议密切关注, 下半年或是配置佳机。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 5.19 元目标价位, 相当于 13 年业绩给予商业 15 倍、医院 40 倍 PE。

风险

- 经济不景气持续导致商业低于预期; 高新医院营效及新医院进程未达预期。

内容目录

踞陕甘重镇核心商圈，公司商业增长空间犹存	5
钟楼店 2 年大整修、硕果可期、拐点确立；西稍门店渐入成熟增收期	8
外阜门店已过盈亏平衡点，利润贡献占比提升	9
医院蓄势：高新-步入盈利上升通道，圣安-试水高端复制力	10
政策、国情与区域供需，决定医院发展空间大	10
10 年培育期后，西安高新医院步入盈利上升通道	14
复制力试水，享西安高新资源，拥三星社区客源，圣安动土在即	17
盈利预测与估值：预计 2012~2014 年 EPS0.19、0.24、0.33	18
预计 12~14 年商业总营收/净利 30、35、42 / 0.85、1.2~1.3、1.8 亿元左右	18
预计 12~14 年医院营收/净利 3.85、4.26、4.8 亿 / 38.5、45、55 百万元 ..	19
投资收益：西安银行股权收益确定入 12 年，宝鸡房产 3663 万收益待定 ..	20
预计 12~14 年开元投资总营收/净利 34、39、47 / 1.23、1.7、2.35 亿元 ..	20
财务分析	21
估值与风险	23
附录：三张报表预测摘要	25

图表目录

图表 1: 过去 12 年陕西省 GDP 增速始终高于全国各省	5
图表 2: 陕西 GDP 持续追升, 2012 年升至中位数水平	5
图表 3: 陕西省历年社销总额排名由后向前赶超, 近 5 年同比增速全国 Top5	5
图表 4: 2012 年西安占据陕西省 5% 的面积、18% 的常住人口、23% 的 GDP	6
图表 5: 西安最核心 - 钟楼商圈主要竞争者	6
图表 6: 开元投资在西安市内 2 家门店位置图-钟楼店在市中心零公里起点 (右图 图为内环放大图)	7
图表 7: 开元投资 5 家百货门店物业情况	7
图表 8: 开元投资商业业务历年现金流稳定	7
图表 9: 开元投资商业业务提供稳定货币现金	7
图表 10: 2012H1 高新医院及钟楼、西稍门、宝鸡、咸阳、安康店业绩拆分	8
图表 11: 开元商城西安——钟楼、西稍门店营收与盈利预测	9
图表 12: 开元投资宝鸡、咸阳、安康店未来营收与盈利预测	9
图表 13: 公司商业-外阜营收与净利润占比分析	10
图表 14: 公司商业-西安门店营收与净利润占比分析	10
图表 15: 最新全国单月总诊疗人次数各类医院统计-1	10
图表 16: 最新全国单月出院人次数各类医院统计-1	10
图表 17: 最新全国单月总诊疗人次数各类医院统计-2	11
图表 18: 最新全国单月出院人次数各类医院统计-2	11
图表 19: 2011 年高新医院注入上市公司所带来的强力市场信心	11
图表 20: 4 年半间, 民营医院数多占了 14% 医院总数的份额	12
图表 21: 2008~2011 年民营医院数量增速显著提升	12
图表 22: 2012 年 1-7 月公立与民营医院增速“国退民进”趋势确定	12
图表 23: 最新全国单月单院总诊疗人次数分布-1	13
图表 24: 最新全国单月单院出院人次数分布-1	13
图表 25: 最新全国单月单院总诊疗人次数分布-2	13
图表 26: 最新全国单月单院出院人次数分布-2	13
图表 27: 全国平均医师日均负担住院床日历年上升	13
图表 28: 病床使用率逐年提升, 三级医院更高	13
图表 29: 全国平均医师日均负担住院床日历年上升	14
图表 30: 西安高新医院及开元投资股权变迁及历史变革	15
图表 31: 西安高新医院核心专家(院长以下以姓氏排序)	16
图表 32: 西安高新医院步入营收平稳增长的成熟期	16
图表 33: 医院已从盈利低基瓶颈期转让稳步上升期	16
图表 34: 西安高新医院与同地区及全国三级医院相比仍有较大空间	16
图表 35: 2012 年 1~7 月累计平均病床使用率统计	17
图表 36: 2012 年 1~7 月平均住院天数统计	17

图表 37: 2012 年 1~7 月累计病床使用率同比 YoY%.....	17
图表 38: 2012 年 1~7 月平均住院天数统计同比 YoY%	17
图表 39: 预计钟楼店业绩将在 12 年筑底、13 年拐向上; 利润率将逐步回到 2010 年水平.....	18
图表 40: 西稍门营收、净利润及净利率走势的分析.....	18
图表 41: 宝鸡店营收、净利润及净利率走势的分析.....	19
图表 42: 公司商业拐点显现, 2013~15 年净利润增速有望高达 30~40%	19
图表 43: 西安高新医院历史业绩及预测.....	19
图表 44: 西安高新医院营收、净利润及净利率走势的分析	20
图表 45: 公司历年股权交易收益都曾贡献可观净利, 2013 年亦有较大可能	20
图表 46: 开元投资商业与医院业务营收合计.....	21
图表 47: 开元投资商业与医院业务净利润合计	21
图表 48: 开元投资销售预测.....	21
图表 49: 商业总营收预计 12 年降 8%	22
图表 50: 商业净利润预计 12 年降 35%-40%	22
图表 51: 开元投资累计各季度财务费用及占比-3 年比较	22
图表 52: 开元投资单季度财务费用及占比-3 年比较	22
图表 53: 开元投资累计各季度管理费用及占比-3 年比较	22
图表 54: 开元投资单季度管理费用及占比-3 年比较	22
图表 55 长期来看, 公司医院业务的营收与净利润贡献占比将逐步提升	23
图表 56: 开元投资 PE-Band	24
图表 57: 开元投资 PB-Band	24
图表 58: 开元投资 PS-Band	24
图表 59: 开元投资 PCF-Band	24

中国价值投资网 最
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

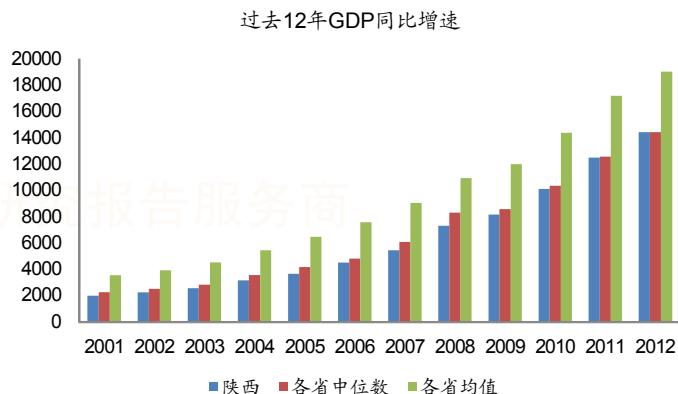
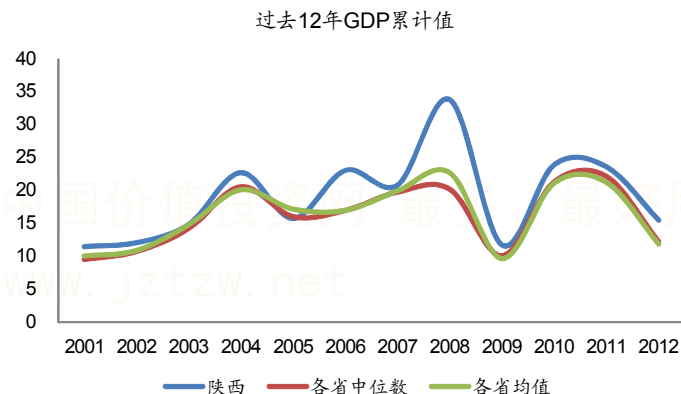
商业稳增：拐点初现，撑起公司业绩与现金流

踞陕甘重镇核心商圈，公司商业增长空间犹存

- 公司地处中西部，区位优势犹存；西安，集聚陕西社零半壁江山
- 陕西省，作为中西部地区，GDP 与社零总额都是低基数下的增速远超全国水平，相比沿海发达地区，商业的相对发展空间大。

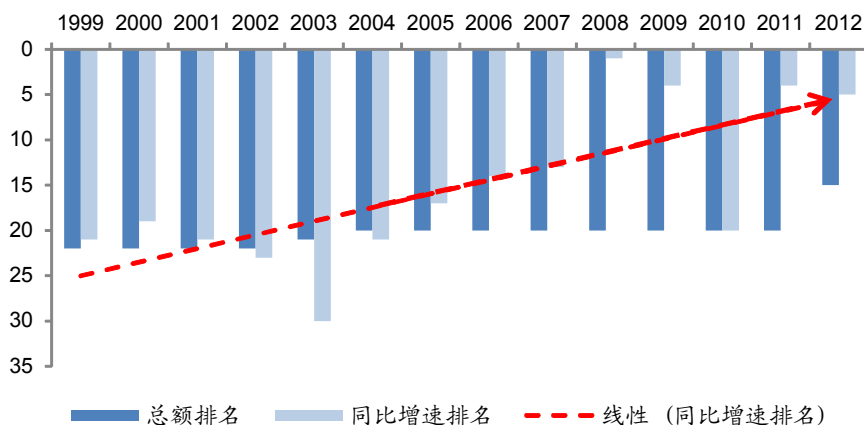
图表1：过去 12 年陕西省 GDP 增速始终高于全国各省

图表2：陕西 GDP 持续追升，2012 年升至中位数水平



来源：Wind，国金证券研究所

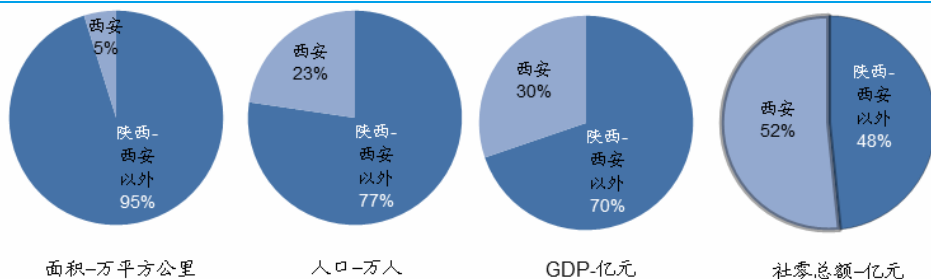
图表3：陕西省历年社销总额排名由后向前赶超，近 5 年同比增速全国 Top5



来源：Wind，国金证券研究所

- 西安，商贾汇聚而消费力强，竞争危机与发展机遇并存之地。
 - 素有“立体历史博物馆”之称的古都西安，位于陕西省中部，北连咸阳、渭南，西接宝鸡，南至汉中、安康和商洛，除了本地消费人群，游客消费者众多；西安占地为全省 5%，却聚集了全省 23% 的常住人口，贡献 33% 的 GDP。2012 年，西安的社零总额 2236.06 亿元，占了全陕西社零总额 4330.75 亿元的 51.63%。

图表4: 2012年西安占据陕西省5%的面积、18%的常住人口、23%的GDP实现了4%的社零总额



来源: 国家统计局网站, 国金证券研究所

➤ 西安是个中心高度聚集而越向四周辐射、城市化密度越下降的城市, 仅开元商城钟楼店半公里以内, 就云集了十家左右国内知名大型百货, 竞争激烈。

图表5: 西安最核心- 钟楼商圈主要竞争者

开元钟楼店vs钟楼商圈商业对手		开业时间	建筑/	营业面积 -万平米	定位	竞争威胁 由强到弱 排序
	开元商城-钟楼店	1996	10.3		中档流行	
民生百货	西大街店	2007		2.4	中高档	
	骡马市购物中心	2009		8.8	购物中心	
	民生国际购物中心	2011	5.8	3.2	中高档	
世纪金花	钟楼店	1998	5.7		中高档	
	美伊8号店	2009		1.5	中档流行	
金鹰, 百盛 巴黎春天	金鹰国际购物中心		20		购物中心	
	百盛2店_时代店	2004	2.66		中高档	
	巴黎春天广场	2007	2.5		中高档	
	中环银泰广场	2008	10		中高档	
	中大国际	1998			高档	
	大洋百货	2009			中档流行	

来源: 各公司网站, 实地调研, 国金证券研究所

■ 开元投资, 踞西安最中心要地、尽享城市增长

- 钟楼店, 位置优势无人可比。其前身是 60 年老字号-解放市场, 是本地、外来客流拥聚必往之地。尤其经过 2012 和 2013 这两年内装修与新一轮的品牌调整到位后, 料将奠定营收与营效提升向上拐点。
- 西稍门店, 抢先布局咸阳入城必经之道, 周边并无有力的大型百货与之竞争, 现已跨过盈亏平衡点, 是未来公司在西安营收增长的又一有力支撑。

图表6：开元投资在西安市内2家门店位置图-钟楼店在市中心零公里起点（右图为内环放大图）



来源：实地调研，国金证券研究所绘制

■ 历年公司商业稳增，现金流稳定

- 公司在西安零售市场份额虽日益遭遇对手蚕食而始终保持在 20% 以上居于首位；
- 公司主力门店物业多为自有，已开店有近 40 万平方米的自有物业，物业价值及其所提供的安全边际丰厚；

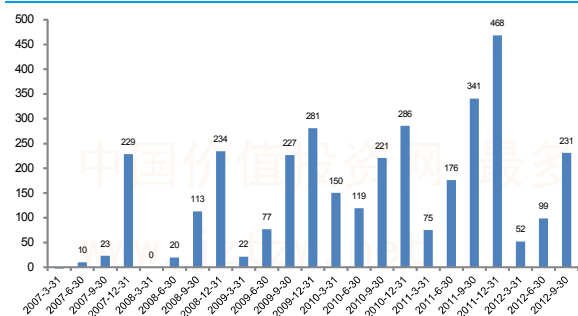
图表7：开元投资5家百货门店物业情况

门店	开业时间	百货经营面积 -万平方米	总体建筑面积 -万平方米	物业属性
钟楼店	1996.6.15	6	10.3	自有
宝鸡店	2009.11.29	5	12.1	自有
西稍门店	2011.7.19	3.5	16	自有
安康店	2007.9.28	0.7	1	租赁
咸阳店	2008.1.26	1.5	2	租赁

来源：公司公告，国金证券研究所

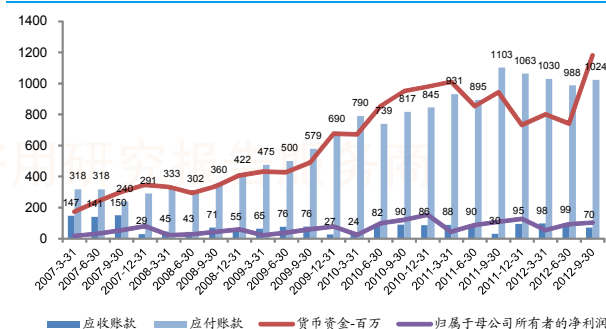
- 公司商业业务的稳步发展，为公司提供了稳定的现金流。

图表8：开元投资商业业务历年现金流稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：开元投资商业业务提供稳定货币资金

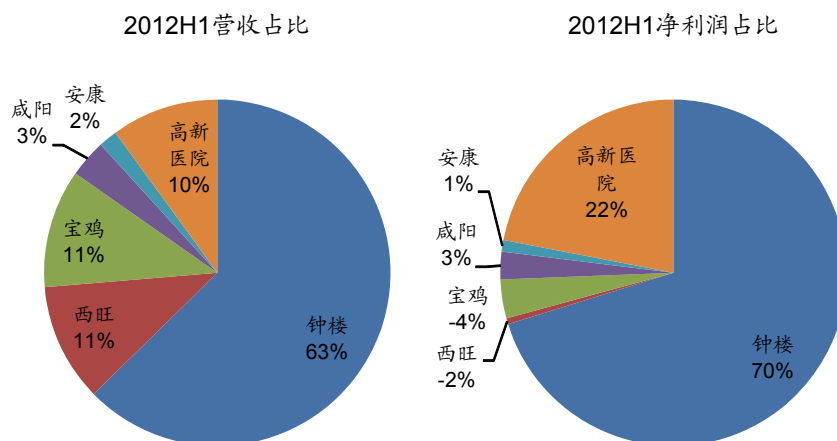


钟楼店 2 年大整修、硕果可期、拐点确立；西稍门店渐入成熟增收期

■ 60 多年老字号-解放市场，钟楼店整修后业绩可期

- 开元商城钟楼店不仅地处城市最中心，倚钟楼而望鼓楼，还承袭了其前身-始于 1956 年的解放市场 60 多年历史积淀下来的浓重品牌影响力，居民、游客如织，客流充沛；
- 开元商城的百货定位中端，与近处的世纪金花和百盛有一定错位，与稍远处的中大和银泰更是明确错位；单体经营面积大（建面 10.3 万，经营面积 6 万平米），品类齐全，契合大众消费需求；
- 本次每层楼面都装修的大动作，必将带来商品结构优化与品类升级调整的卓著成效，我们密切关注装修进展与营收增长；
- 2009 年公司以 9000 万元收购西安民生持有的 15% 股份后，钟楼店成为开元全资子公司；目前贡献公司 7 成以上业绩；
- 从下图可以看到，即使是全面内装修影响下，钟楼店仍是开元投资的业绩主力，且利润贡献大于营收贡献。
- 所以，钟楼店业绩在 13 年底部拐点的确认将是公司商业高增长的主因；值得密切关注。

图表10：2012H1 高新医院及钟楼、西稍门、宝鸡、咸阳、安康店业绩拆分

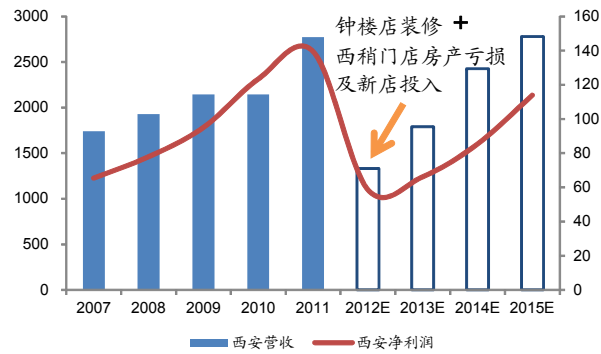


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 西稍门店，是开元商城在西安第二家门店，也是正步入成熟期的次新店。

- 西稍门店，是公司投资约 6.6 亿元，在西安市西稍门十字路口东南角购地自建的百货、住宅一体的大型购物中心，该店于 2011 年开业，2012 年预计仍亏损几百万（主要是财务费用），我们预计 2013 年可以贡献净盈利 6~7 百万；
- 由于西稍门店稍远离于市中心的钟楼商圈，周边高端住宅密集而规模商家较少，短期成长空间较大。

图表11: 开元商城西安——钟楼、西稍门店营收与盈利预测



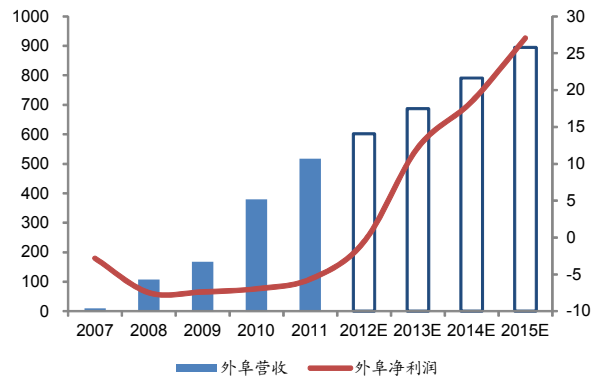
来源: 公司公告, 国金证券研究所

外阜门店已过盈亏平衡点, 利润贡献占比提升

■ 全省布局, 3家外阜门店均已过盈亏平衡点。

- 宝鸡店, 是开元商城投资约 6 亿元, 在省内外阜规模最大的购物中心; 位于宝鸡市中心区经二路, 总建面约 12.1 万平方米, 实际约 5-6 万平米经营百货, 其余为出租超市及家电、娱乐、餐饮等, 超市引入了华润万家; 在宝鸡主要的竞争对手有宝鸡商场、西安民生的新世纪、天下汇以及人民商场; 因其市口好、体量大, 2009 年开业后效果较好, 2013 年将开始贡献净利润, 是开元未来外阜看点。
- 咸阳店, 位于咸阳最繁华的人民广场商圈, 开业于 2008 年; 该店商品定位相对于开元其他门店更低, 利润率水平也相应较低。
- 安康店, 位于该市最核心汉滨区中心, 开业于 2007 年; 因受限于店面仅 7000 平米左右、以及当地消费力稍弱, 盈利能力也较低。

图表12: 开元投资宝鸡、咸阳、安康店未来营收与盈利预测

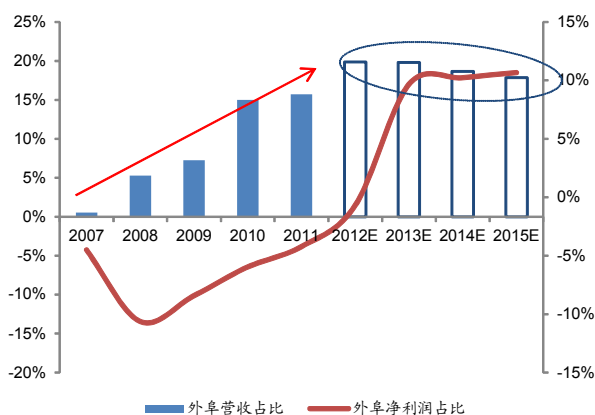


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 受益城镇化进程, 外阜将是公司未来增长有效支撑与补充

- 随着钟楼店装修调整完成以及西稍门店走向成熟期的业绩大幅提升, 将使的公司西安市内的商业收入贡献占比提升, 而随外阜门店步入成熟期, 利润贡献占比亦呈提升态势。

图表13: 公司商业-外阜营收与净利润占比分析



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 公司商业-西安门店营收与净利润占比分析

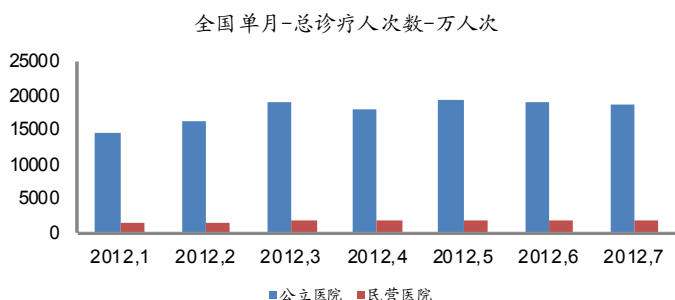


医院蓄势: 高新-步入盈利上升通道, 圣安-试水高端复制力

政策、国情与区域供需, 决定医院发展空间大

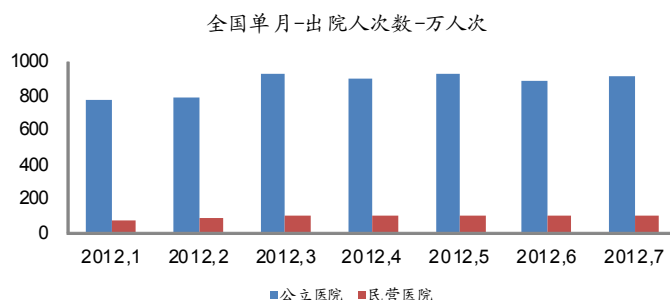
- 雨后春笋, 民营医院腾飞时。
 - 政策是最强大的催化剂。
 - ✚ 医疗制度改革, 是个全球化的趋势与过程, 快速发展的中国也是其中必然会推进的一员;
 - ✚ 中国推进医疗服务行业“国退民进”的改革, 已不是箭在弦上, 而是开弓离弦之箭; 是改善医疗资源稀缺、结构不合理的必由之路。医院的收入主要三大块——门诊诊疗、入院治疗、医药收入, 我们来看最新全国单月总诊疗人次数在各类医院的分布情况会发现, 门诊与入院这两大块还是公立医院绝对主导。

图表15: 最新全国单月总诊疗人次数各类医院统计-1

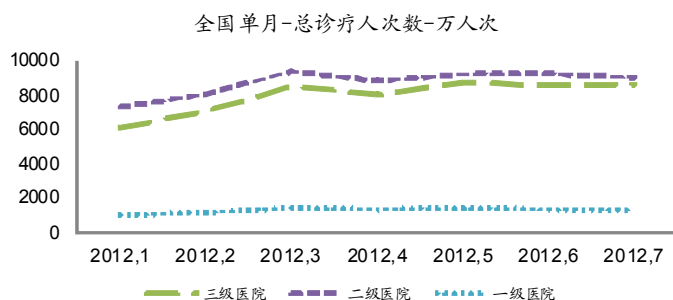


来源: 国家卫生部, 国金证券研究所

图表16: 最新全国单月出院人次数各类医院统计-1

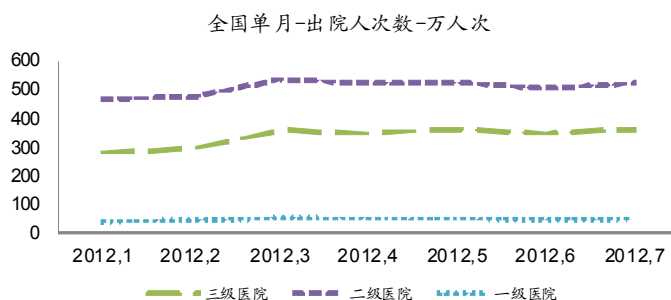


图表17: 最新全国单月总诊疗人次数各类医院统计--2



来源: 国家卫生部, 国金证券研究所

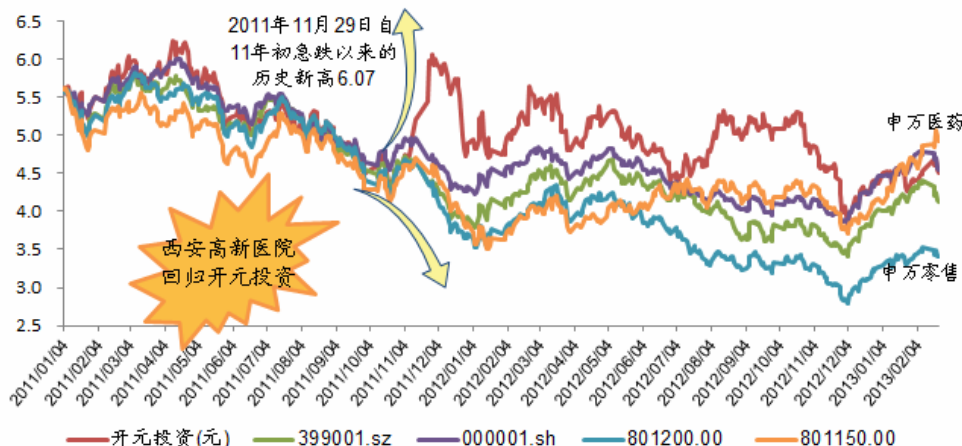
图表18: 最新全国单月出院人次数各类医院统计-2



中国价值投资网 最多、最
www.jztzw.net

如果说, 国家 58 号文——2010 年国务院《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》, 打响了各路资本进驻、民营医院提速发展新赛程的发令枪; 那么, 开元投资 2011 年将西安高新医院重新注入上市公司, 则是拔得了 A 股上市公司医院资本证券化的头筹, 其激起的浪花由其当时强势的逆涨而可见一斑。

图表19: 2011 年高新医院注入上市公司所带来的强力市场信心



来源: Wind, 国金证券研究所

从国家卫生部统计的数据来看, 2008 年以来, 我国民营医院数量增速显著提升, 到 2011 年当年新增民营 1368 家, 竟达 19.37% 同比增速; 进入 2012 年, 民营医院增速不减, 仅当年 7 月总数即比 11 年全年增 9%; 可见民营医院在政策鼓励与医疗服务需求与居民卫生消费支出意愿增强的情况下, 其成长, 如雨后的春笋般, 势不可挡。

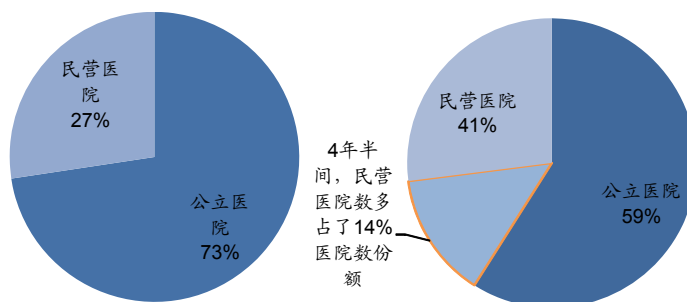
卫生部医疗服务监管司司长张宗久表示, “十二五”提出医疗总的服务量 20% 要由民营医院完成; 这样的目标, 民营医院的发展空间相当大。

中国价值投资网 最多、最
www.jztzw.net

图表20: 4 年 半 间, 民 营 医 院 数 多 占 了 14% 医 院 总 数 的 份 额

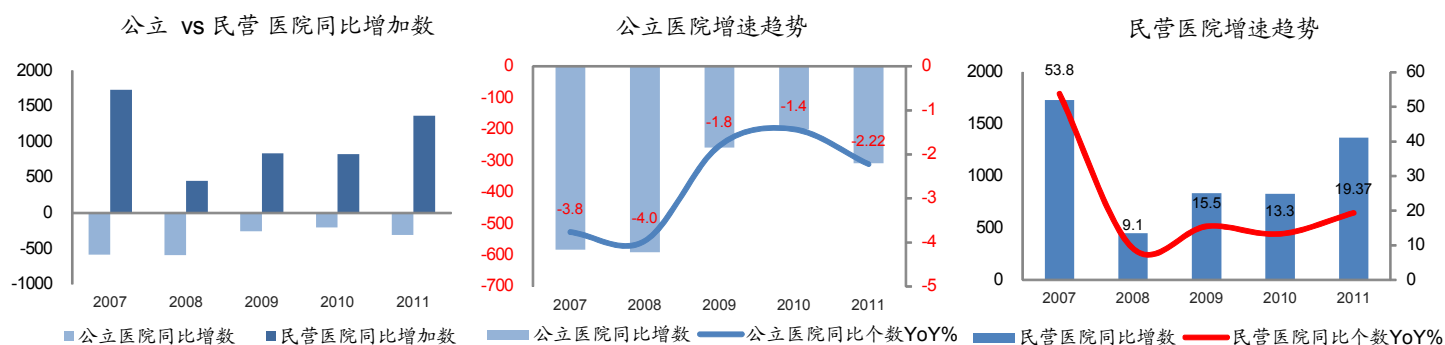
2008年12月医院数量占比

2012年7月医院数量占比



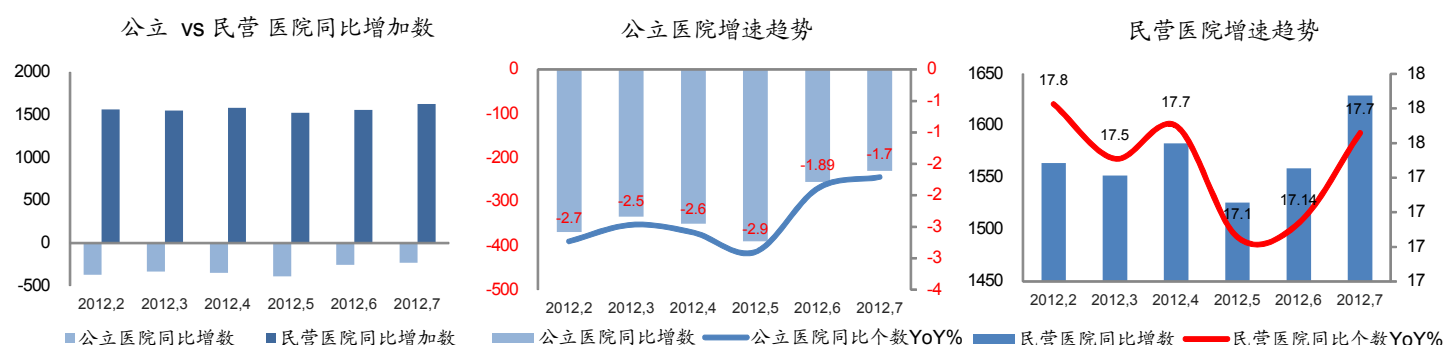
来源: 国家卫生部, 国金证券研究所

图表21: 2008~2011 年 民 营 医 院 数 量 增 速 显 著 提 升



来源: 国家卫生部, 国金证券研究所

图表22: 2012 年 1-7 月 公 立 与 民 营 医 院 增 速 “ 国 退 民 进 ” 趋 势 确 定



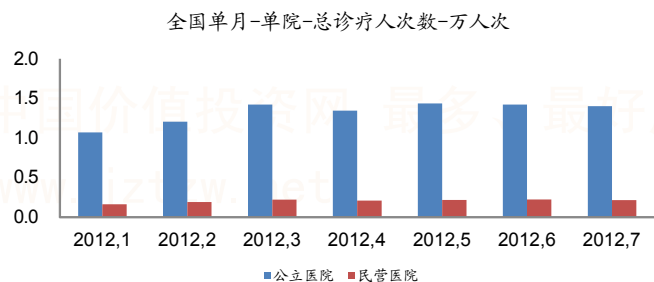
来源: 国家卫生部, 国金证券研究所

- 中国当前医疗体制与社保改革、人均 GDP 水平的提高及与之对应的居民卫生需求支出升高的趋势, 都决定了这是一个优秀的医院蓬勃发展的时代。而民营医院相对于国有大医院制度的灵活、激励的高效、从无到有塑造品牌过程中的服务意识强烈而非知名国有医院因其稀缺紧俏而产生的服务懈怠——处于消耗品牌财富的过程中。

- 旭日朝阳, 三甲高端初长成。

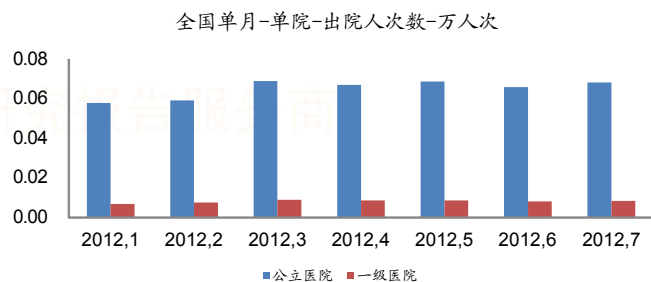
- 三甲医院，资源稀缺而最高经营效益所在。从前述图表 15、16 中最高蓝色曲线，我们发现公立医院是绝对主力；但从如下公立与民营医院分类方式统计的单月单月门诊与出院病人次数分布图中，最高的绿色虚线则显示了下图公立与民营医院分类方式统计的单月单月门诊与出院病人次数分布，以及以一、二、三级医院来分类统计的情况，可以清晰看到，三级医院的营效遥遥领先；而三甲医院更是三级医院中的稀缺精华，自然是更高营效。
- 而三甲在三级中更是稀缺，而民营中的三甲医院则在全国寥寥无几，西安高新医院的全国首家高新医院资质不但是医院病人流量以及可信度的有力支撑，也是其宽深的护城河。

图表23：最新全国单月单院总诊疗人次数分布-1

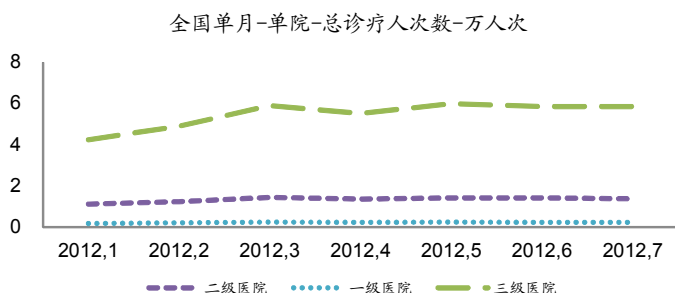


来源：国家卫生部，国金证券研究所

图表24：最新全国单月单院出院人次数分布-1

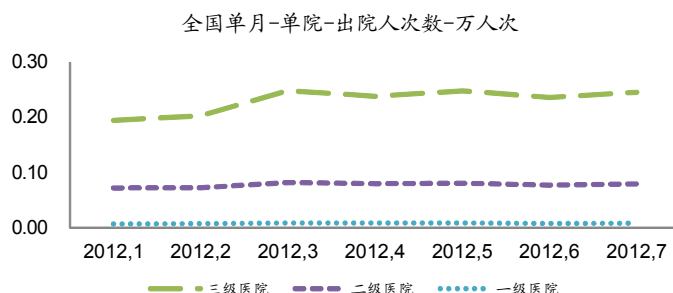


图表25：最新全国单月单院总诊疗人次数分布-2



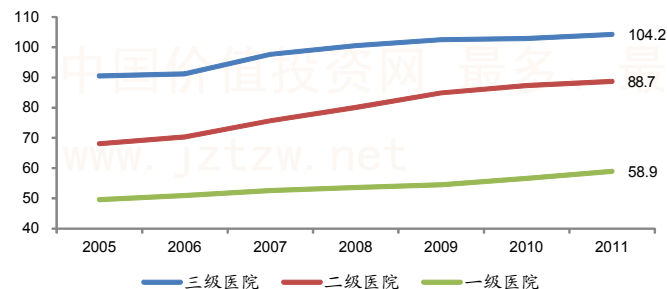
来源：国家卫生部，国金证券研究所

图表26：最新全国单月单院出院人次数分布-2



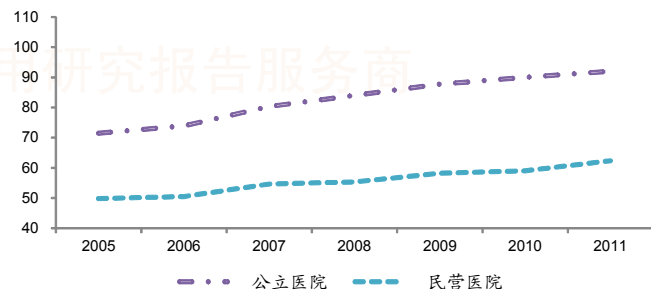
- 从卫生部公布的过去 6 年全国医院的病床使用效率来看：病床使用率逐年提升；而三级医院高居首位。病患追求与医院资源不匹配，导致一、二级医院效率低；三级，尤其三甲医院更是需求上升最快的。

图表27：全国平均医师日均负担住院床日历年上升

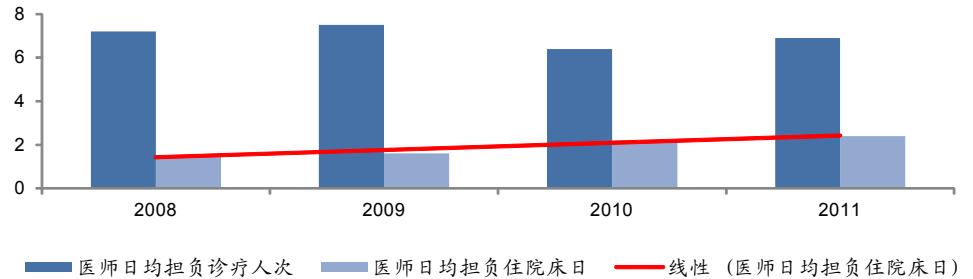


来源：国家卫生部，国金证券研究所

图表28：病床使用率逐年提升，三级医院更高



图表29: 全国平均医师日均负担住院床日历年上升

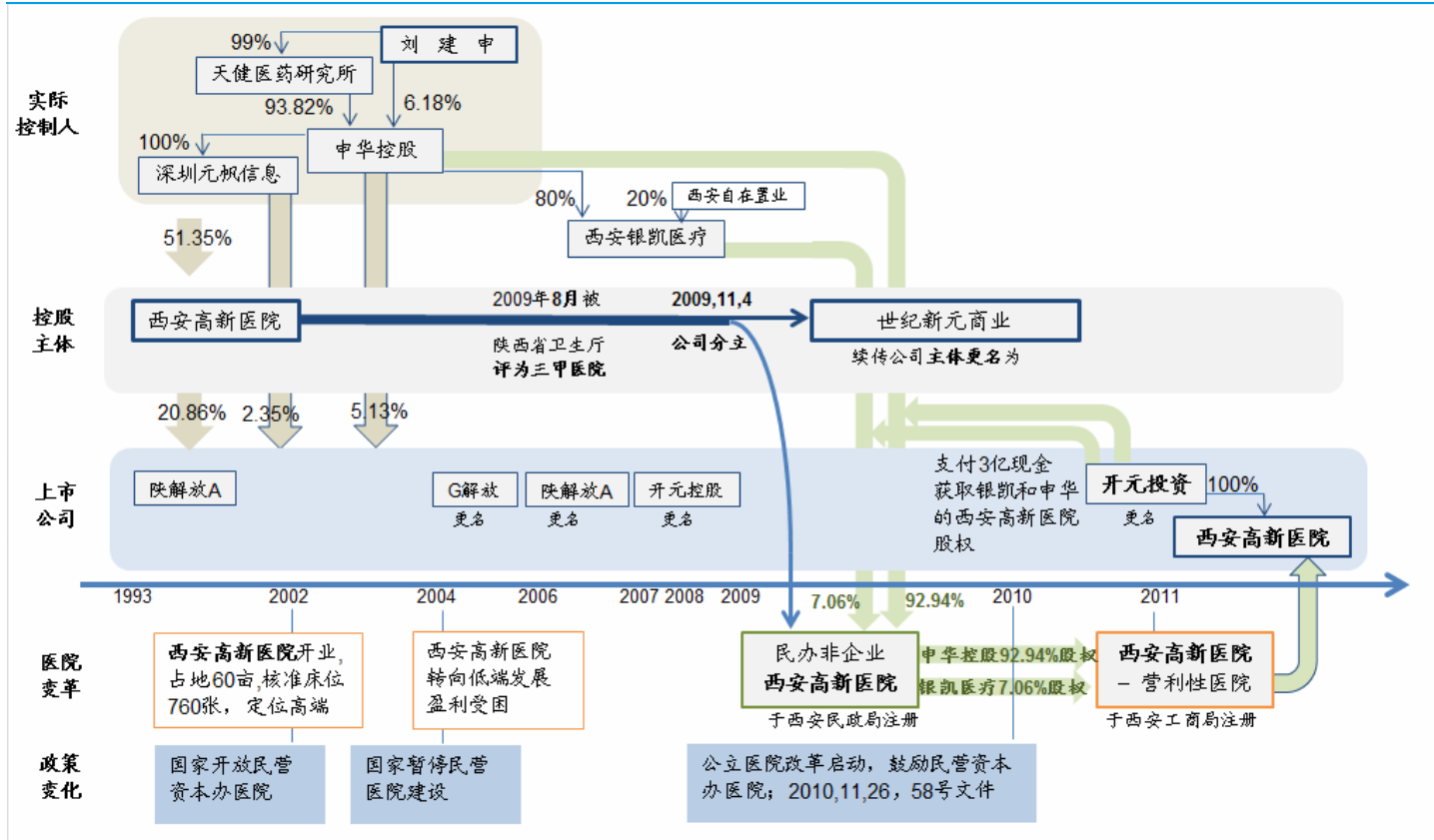


来源: 国家卫生部, 国金证券研究所

10 年培育期后, 西安高新医院步入盈利上升通道

- 创业者懂医药、有先进理念与前瞻性战略思维; 医院经过十年经营, 已渡过瓶颈; 发展基础牢固。
 - 公司实际控制人刘建申博士, 早在九十年代就创建了“一支刘制药”、西安众生制药等企业; 2000 年就开始投资建设西安高新医院, 并于 2002 年开业; 从公司发展轨迹可以看到经营者对政策变迁及市场变化的高度敏感与应变能力, 以及资本运作的娴熟能力。这些能力, 都是未来公司医院业务走向集团化、发展壮大所必须具备的。
 - 西安高新医院早在 2002 年开业之初就确立了其高端定位、亲切路线, 医院花园洋房式的设计与酒店式服务的超前理念、所带来的客户体验也与其齐全的高端诊疗设备与充足的权威专家所带来的较高医疗水平相匹配。在当地有很好的影响力。
- 西安高新医院的历史, 就是中国民营医院资本证券化的一个典型案例, 也将有较大概率成为“国退民进”医疗体制改革下、时势造英雄的成功典范; 亦是 A 股上市公司中, 民营三甲医院主业的唯一标的。

图表30：西安高新医院及开元投资股权变迁及历史变革



来源：公司公告，国金证券研究所

- “软硬”皆强：体制优势强，团队专业强，品牌建造优；设备高端齐全，环境欧式，服务体验好。
- 作为非隶属的西安交大、西安医学院、延安大学医学院附属医院，西安高新医院，不论从高端医疗设备、医疗信息软件系统建设、高低端皆备的病房，还是国家级及省内优势科室及专家的团队，都是西安西部屈指可数的。
- 医保全覆盖：全西安 11 个县区，包括新农村合作医疗全部覆盖。
- 西安地区最权威的国营名医院主要是第四军医大学附属的唐都、西京、口腔医院等，但他们都在市中心，远离高新区，该区域仅西安高新一家三甲医院；而西安高新医院的心脏外科专家以及普外科专家就是分别来自西京和唐都。
- 在西安市内拥有陕西省乃至西北、甚至全国都出色的第四军医大附属名院的情况下，西安高新医院的病人组成中仅 40% 来自高新、30% 来自西安，还有 20-30% 来自省内以及 5% 来自省外。可见医院已经具备的实力与品牌影响力。
- 西安高新医院的特色专科有神经内科、产科、心内、心外、普外科，全部专家都是医院自有的全职员工，7-8 个全国或西北知名；博导、硕导、教授、副教授医师共 110 多人。

图表31: 西安高新医院核心专家(院长以下以姓氏排序)

专家	目前职务	职称	原供职单位	原供职单位职务
马庆久	院长	教授	唐都医院	普外科主任
戴英达	新生儿科首席专家	教授	西安妇幼保健院	新生儿科主任
党建功	泌尿外科首席专家	教授	西交附一院	泌尿外科主任
雷春莲	儿科首席专家	教授	西交附一院	儿科主任
权宽宏	胸外科首席专家	教授	陕西肿瘤防研所	胸外科主任
沈定国	神经内科首席专家	教授	301 医院	神内科主任
史俊忠	心内科首席专家	教授	唐都医院	心内科主任
王振汉	骨科首席专家	教授	西交附一院	骨科科主任
杨光	心血管外科首席专家	教授	西京医院	心外科教授
杨广夫	医学影像科首席专家	教授	西交第一医院	影像中心副主任

来源: 国金证券研究所, 注: 因从医院各公开信息收集整理, 不确保没有遗漏。

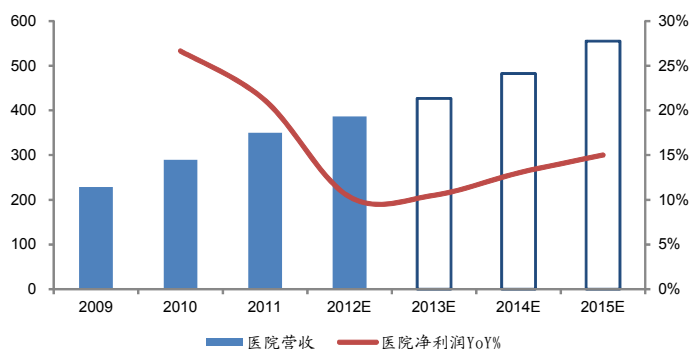
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

■ 瓶颈期已突破, 步入盈利增长提速期

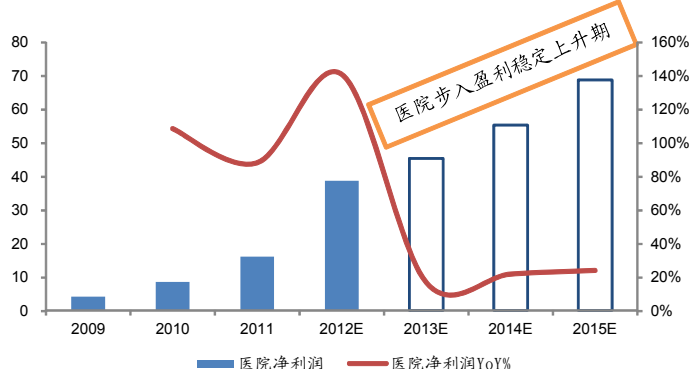
- 2012 年预计净利润水平已提升至 10% 左右, 较 2011 年翻倍。我们认为, 高新医院已经步入营收平稳增长以及盈利率稳定提升的上升通道。

图表32: 西安高新医院步入营收平稳增长的成熟期



来源: 公司 2011 年关于西安高新医院 3 个年度的审计报告, 国金证券研究所

图表33: 医院已从盈利低基瓶颈期转让稳步上升期



- 未来提升空间大: 作为全国首家民营三甲医院, 且 2011 年才完成非营利性向营利性的转变, 相比同行平均水平, 高新医院的入院人数、病房使用率以及住院人均费用三项住院指标仍明显偏低。(估计 2012 年会比公司 11 年的公告情况有所提升, 但仍处于低基数高增长空间的情况)

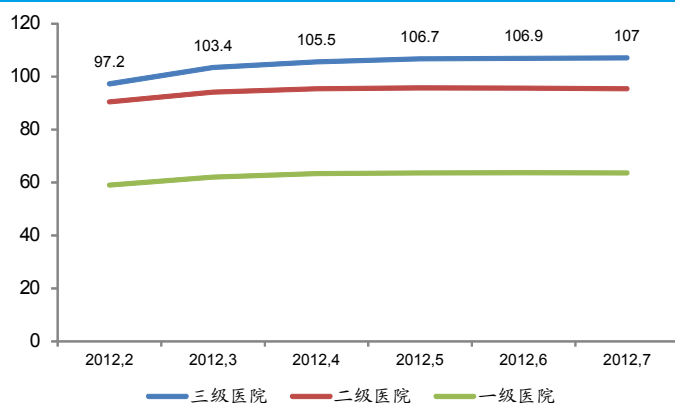
图表34: 西安高新医院与同地区及全国三级医院相比仍有较大空间

医院	床位数	门诊人次	入院人次	病床使用率	诊人均费用	院人均费用	药收入占比
西京医院	3200	200万	10万	-	-	-	-
唐都医院	1200	71万	7万	-	-	-	-
西交附一	2300	120万	-	-	-	-	-
全国三级医院	>500	93万	3.8万	103%	220	10442	40-50%
高新医院	760	60万	2.4万	87%	196	7281	30%

来源: 公司 2011 年公告, 同期各医院网站, 国金证券研究所

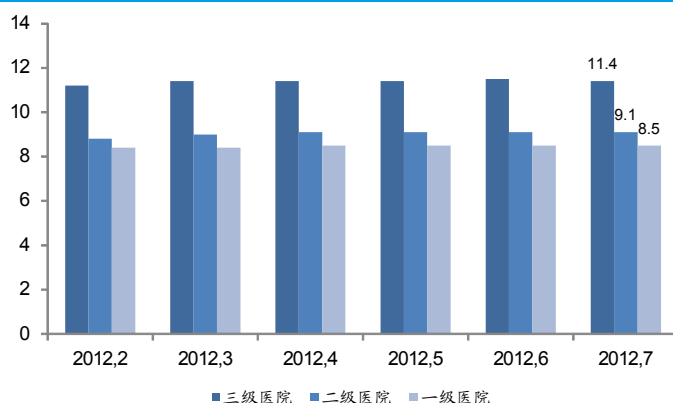
- 我们预计 2012 年医院门诊量、出院病人以及出院手术量大约有 4%、5% 以及 10% 以上的增长, 预计医院的病床使用率的提高以及平均住院天数最少达到或高于全国二级医院平均水平。

图表35： 2012 年 1~7 月累计平均病床使用率统计

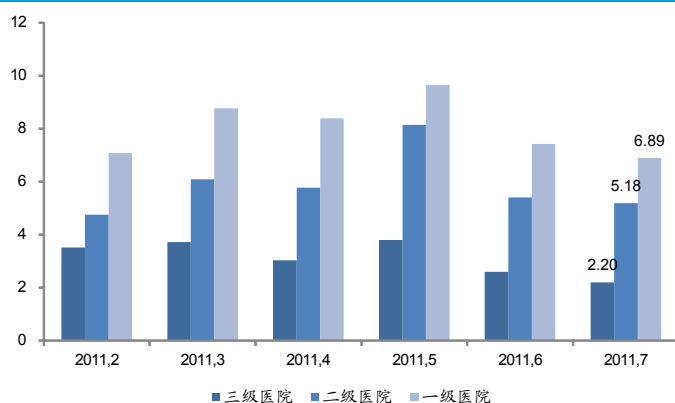


来源：国家卫生部，国金证券研究所

图表36： 2012 年 1~7 月平均住院天数统计

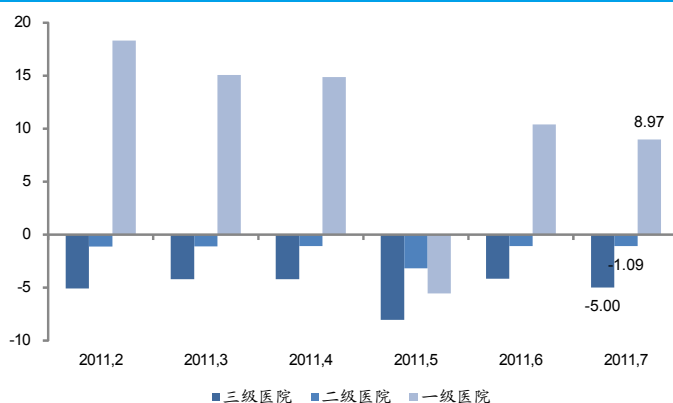


图表37： 2012 年 1~7 月累计病床使用率同比 YoY%



来源：国家卫生部，国金证券研究所

图表38： 2012 年 1~7 月平均住院天数统计同比 YoY%



■ 差异化、高端特需服务，将是未来盈利提升新看点。

- 由于民营医院发展时间短、长期处于不平等的发展环境，而医院的品牌影响力需要十几年甚至几十年的建立，要立即超过公立三甲医院的病人客流与收入水平并非一朝一夕可以做到；而西安高新医院，立足于自身的高端定位以及灵活的管理机制，走差异化、高端特需服务的道路也许将是更快速发展的捷径。

✚ 在高端特需服务方面，医院未来将从临产服务入手，未来新建的圣安医院也可能会发展月子中心等；

✚ 而对国际病患的服务，则是另一项相当可观的高端服务；新圣安医院会申请国际商业险所需的相关资质认证，从而可以使国际人士前来就医后能够入保。

复制力试水，享西安高新资源，拥三星社区客源，圣安动土在即

- 西安高新医院未来要走集团化、发展壮大的道路，医院管理能力的输出与资本运作的能力都是必须。而公司已经将高新医院注入上市公司成功资本证券化，新计划投资建设的圣安医院，就是验证其高端医院管理复制输出能力的第一步。

- 西安高新区新引进的三星 300 亿美金项目及其配套项目，估计会有 1-2 万外籍人士入驻，而这些人人都将成为新圣安医院的高端客流。

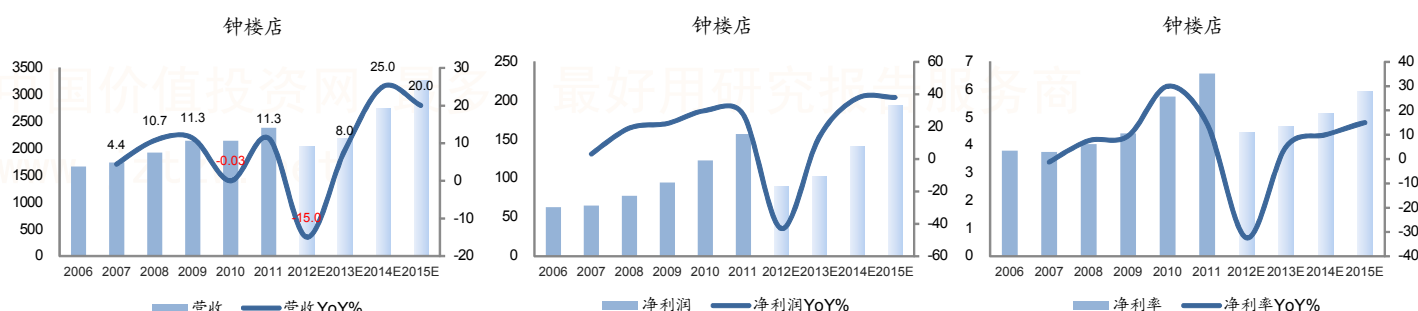
盈利预测与估值：预计 2012~2014 年 EPS0.19、0.24、0.33

预计 12~14 年商业总营收/净利 30、35、42 /0.85、1.2~1.3、1.8 亿元左右

■ 各门店销售收入、净利润及净利润率的走势分析

- 核心门店：钟楼店，虽然 13 年还是会全年装修，但我们预计由于 12 年已经完成了地面 2 层以下的装修(加上装修后品牌的调整和促销活动等)及其低基数，13 年还是可以做到营收个位数、净利润 10%以上的增长；在目前的大环境下，我们保守的预估，钟楼店的净利润在未来 3 年里逐步回到 2010 年水平，短期看，要达到 2011 年的净利率高点是有难度的。

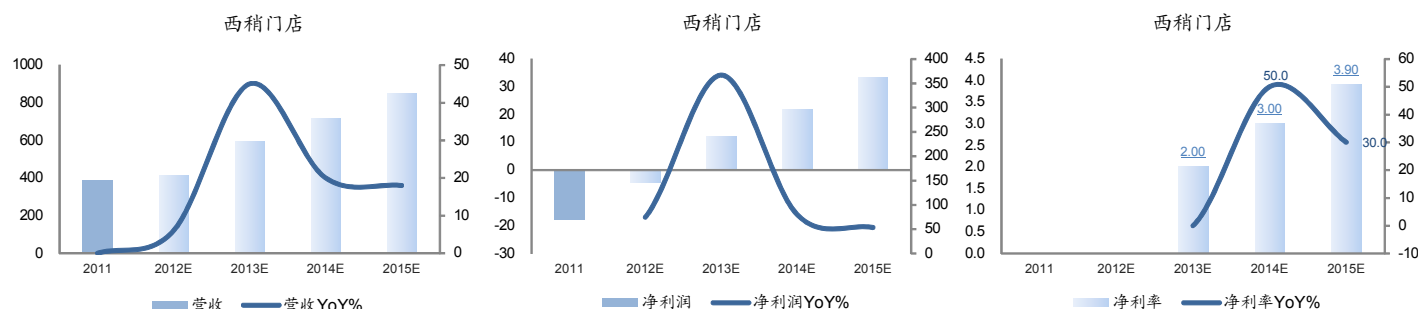
图表39：预计钟楼店业绩将在 12 年筑底、13 年拐向上；利润率将逐步回到 2010 年水平



来源：公司公告，国金证券研究所

- 西稍门店，该门店是所在商圈唯一最大体量百货中心，12 年实际已达盈亏平衡——显示亏损只是受到房产项目亏损拖累以及前期建设投入产生的财务费用所致；预计 13 年营收可达 6 个亿左右，对于净利润率，我们仅保守按照 2%作为盈利第一年的预期。

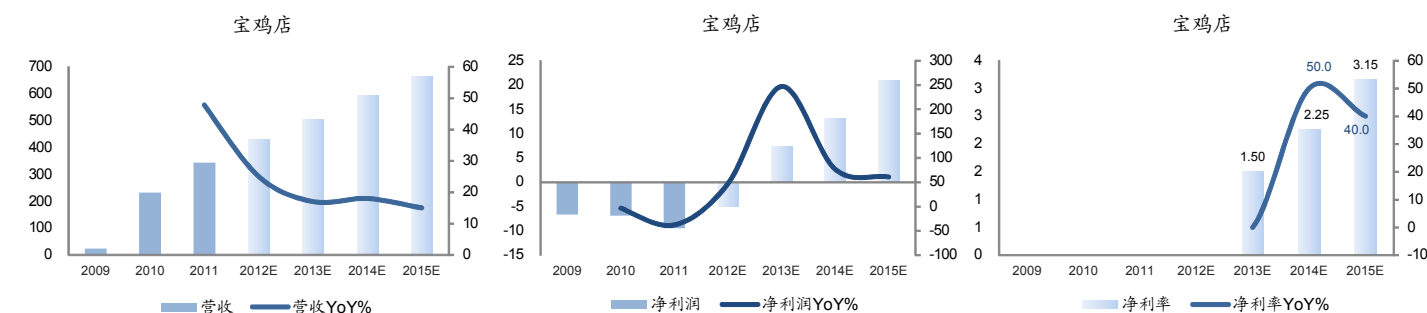
图表40：西稍门营收、净利润及净利率走势的分析



来源：公司公告，国金证券研究所

- 宝鸡店，是目前公司在外阜最大的门店，也是公司商业外延增长的看点之一。该店也已过盈亏点（公司公告显示，其 11 年的亏损即已是由于计提员工奖金所致；考虑到房产项目确认时间的不确定性，对于其万象广场项目预计收益 3662 万元，我们也并未计入预测；考虑到宝鸡显著弱于西安的消费水平以及盈利初始，我们以 1.5%的净利率来预测该店 13 年的净利润收入。

图表41：宝鸡店营收、净利润及净利率走势的分析



来源：公司公告，国金证券研究所

中国价值投资网 最多
www.jztzw.net

- 咸阳与安康两店的盈利能力，尚有待提高；预计此二门店 12 年亦受到全国零售不景气的影响，加大促销，净利率有所下滑；期待 13 年经营能有所改善。
- 我们认为，2013 年将是公司业绩拐点年（具体见后销售与盈利总表）

图表42：公司商业拐点显现，2013~15 年净利润增速有望高达 30~40%



来源：公司公告，国金证券研究所

预计 12~14 年医院营收/净利 3.85、4.26、4.8 亿 / 38.5、45、55 百万元

- 我们认为，西安高新医院从 2002 年到 2012 年已经完成培养期（2010 年已达到盈亏平衡），突破起步阶段的发展瓶颈，步入了业绩稳步上升期；高新医院目前的净利润率已翻倍快增到 10%以上，近几年，将有空间和速度提升到 15%以上的国内医院同行水平。

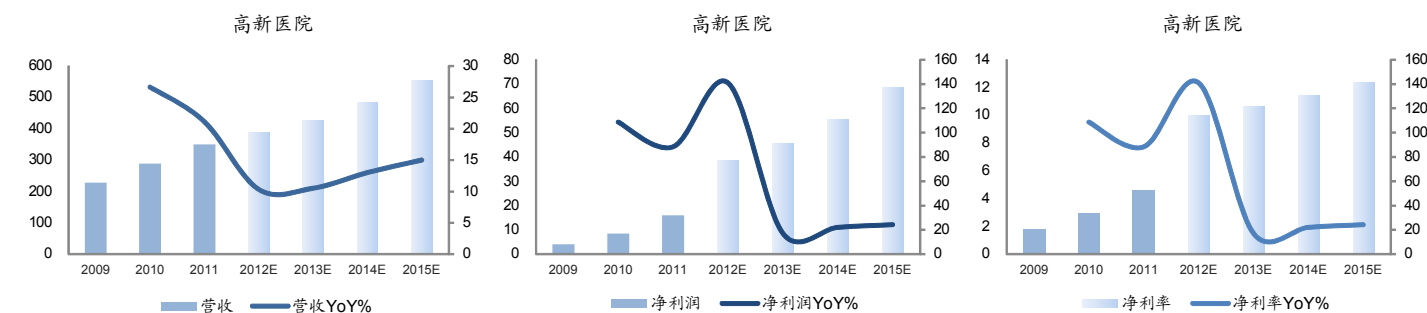
图表43：西安高新医院历史业绩及预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营收	228.27	289.08	350.16	385.18	425.62	480.95
营收 YoY%		26.64	21.13	10.00	10.50	13.00
净利润	4.08	8.51	16.03	38.52	45.12	55.06
净利润 YoY%		108.60	88.28	140.97	17.13	22.04
净利润率	1.79	2.95	4.58	10.00	10.60	11.45
净利率 YoY%		108.60	88.28	140.97	17.13	22.04

注：深蓝色为关键假设

来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：西安高新医院营收、净利润及净利率走势的分析



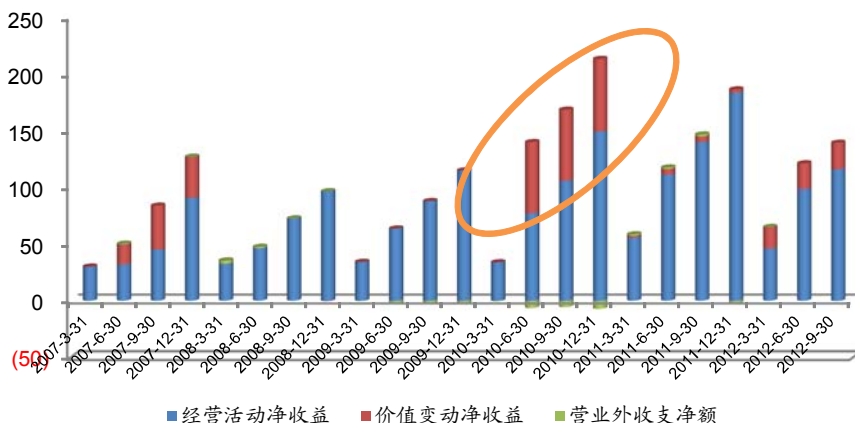
来源：公司公告，国金证券研究所

投资收益：西安银行股权收益确定入 12 年，宝鸡房产 3663 万收益待定

- 公司将持有的西安银行股份有限公司的 13,332,960 股股权以 3,199.9 万元的价格转让给江苏兴亿达建设有限公司，预计实现收益 1,957 万元；2012 年非经营性收益净额贡献 EPS0.02。
- 公司出售宝鸡国际·万象商业广场项目 1,670 平方米房产协议已定，预计实现收益 3,662 万元，我们预计 2013 年可以贡献净利润；但考虑到房产手续未办导致的不确定性，并未算入盈利预测。

*下图橙色圈所示 2010 年价值变动收益所贡献的净利润部分，即是由公司将持有的陕西三秦能源董东煤业有限公司 45% 股权以 10,877 万元价格出售给澄合矿务局，实现投资成本实现收益 6,348 万元所致。

图表45：公司历年股权交易收益都曾贡献可观净利，2013 年亦有较大可能



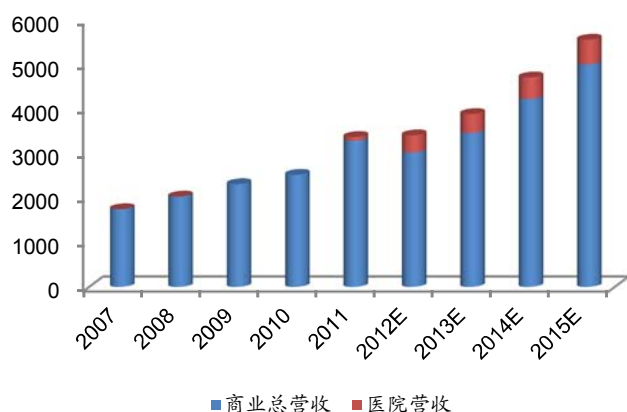
来源：公司公告，国金证券研究所

- 考虑到公司 2013 年内可能动工新建圣安医院，增大资本开支与财务费用；而公司未确认计入的股权投资收益，又可适当冲抵此部分费用增长对净利润的冲击；所以，我们预计，2013 年新建医院一项不会对业绩预期造成负面影响。

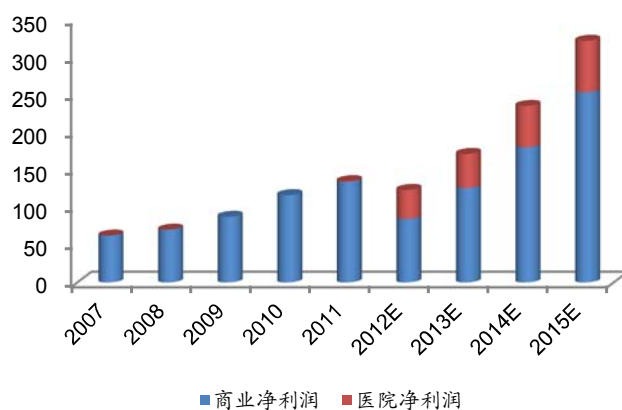
预计 12~14 年开元投资总营收/净利 34、39、47 / 1.23、1.7、2.35 亿元

- 综上所述，我们预计公司在 12~14 年的总体业绩将稳步增长；其中，医院利润贡献占比将逐年提升，成为未来值得关注的亮点。

图表46：开元投资商业与医院业务营收合计



图表47：开元投资商业与医院业务净利润合计



来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：开元投资销售预测

	历史营收					收入预测		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
钟楼店								
销售收入	1,741.10	1,927.57	2,146.19	2,145.63	2,388.35	2,030.10	2,192.51	2,740.64
YoY%	4.40	10.71	11.34	-0.03	11.31	-15.00	8.00	25.00
西稍门店								
销售收入					386.82	410.03	594.54	713.45
YoY%						6.00	45.00	20.00
宝鸡店								
销售收入			23.26	232.48	343.62	429.53	502.55	593.01
YoY%					47.81	25.00	17.00	18.00
咸阳店								
销售收入		63.24	89.18	91.91	115.91	122.87	132.70	143.31
YoY%			41.02	3.07	26.11	6.00	8.00	8.00
安康店								
销售收入	9.30	44.42	55.38	54.54	57.42	60.29	65.11	70.32
YoY%		377.50	24.68	-1.52	5.29	5.00	8.00	8.00
西安高新医院								
销售收入			228.27	289.08	350.16	385.18	425.62	480.95
YoY%				26.64	21.13	10.00	10.50	13.00

来源：公司公告，国金证券研究所

财务分析

■ 商业与医院利润率都有确定提升空间

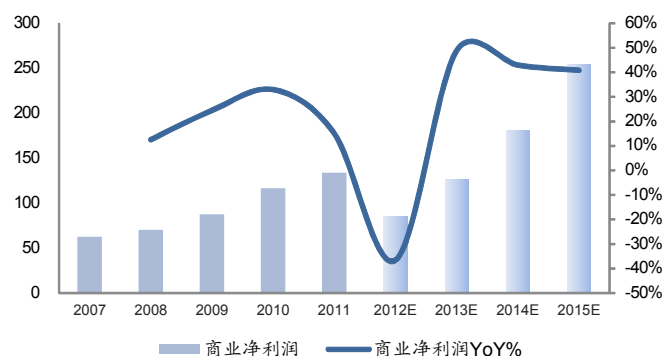
- 商业部分，钟楼店装修导致业绩下滑而“砸下”的低基数与西稍门和宝鸡店次新店转入成熟期所带来的营效增速提升的叠加效应下，13~15年的营收，将在12年的低基数效应有高增长，而随着次新店-西稍门和宝鸡店进入成熟期，公司商业部分的利润率将有效显著提高。

图表49：商业总营收预计12年降8%



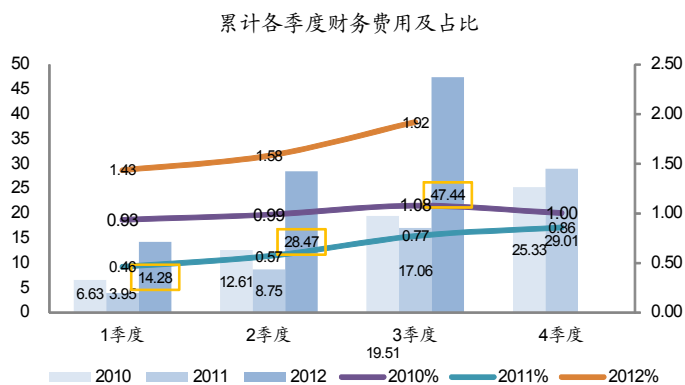
来源：公司公告，国金证券研究所

图表50：商业净利润预计12年降35%-40%



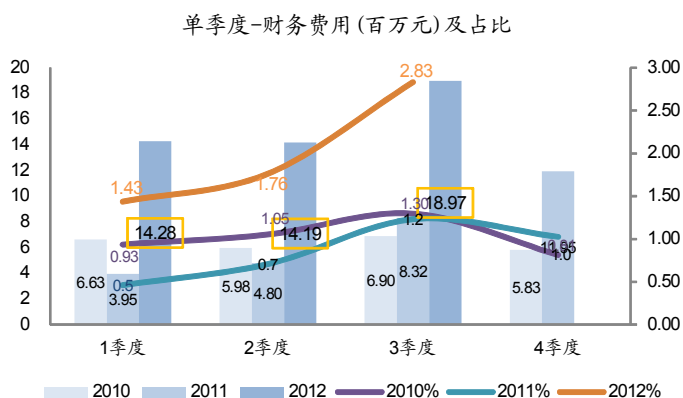
- 短期财务费用较高，压力尚存
 - 公司12年管理与财务费用的上升主要还是缘于钟楼店的装修；
 - 13年随着钟楼店向上楼层的继续装修与调整，以及圣安医院的动工开建，预计资金需求与财务费用仍将承压。

图表51：开元投资累计各季度财务费用及占比-3年比较

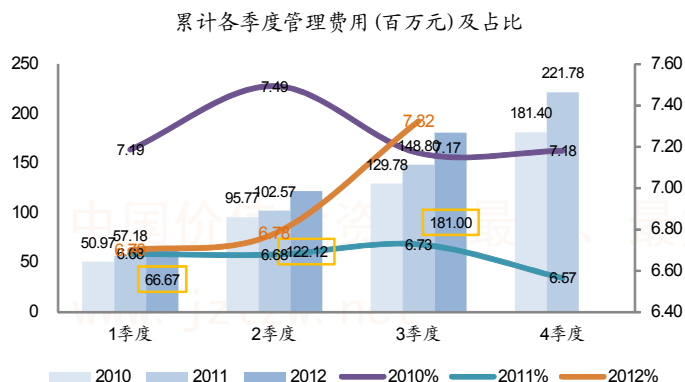


来源：公司公告，国金证券研究所

图表52：开元投资单季度财务费用及占比-3年比较

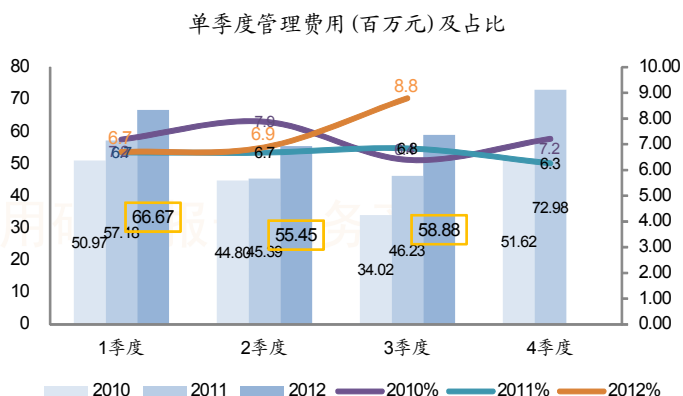


图表53：开元投资累计各季度管理费用及占比-3年比较



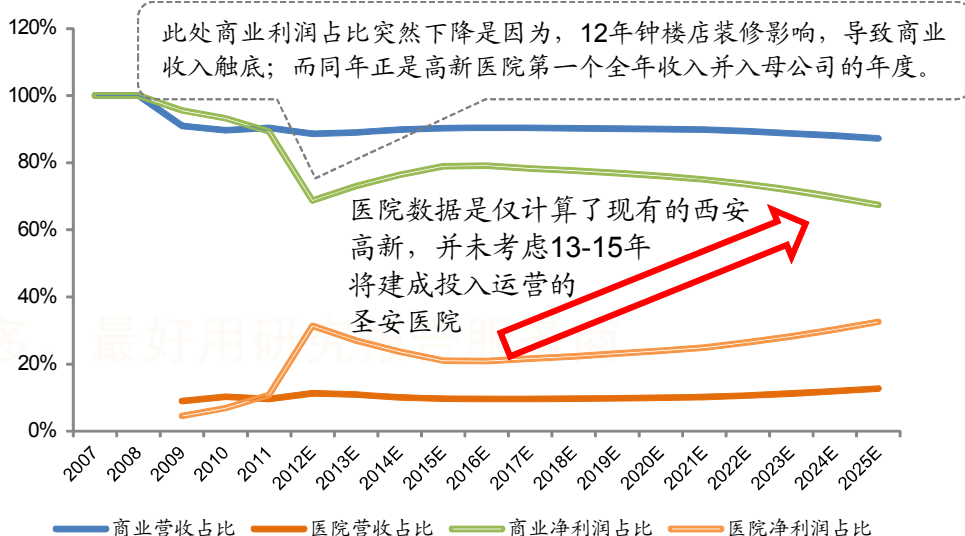
来源：公司公告，国金证券研究所

图表54：开元投资单季度管理费用及占比-3年比较



- 根据财务预测，长远来看，公司医院业务有超过商业而成为公司未来盈利的主力的趋势。

图表55 长期来看，公司医院业务的营收与净利润贡献占比将逐步提升

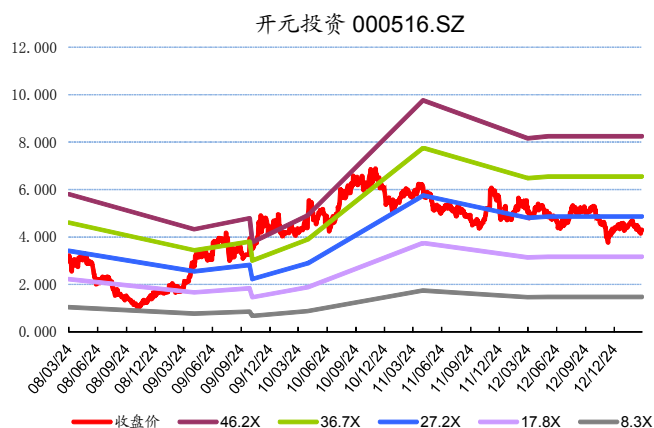


来源：国金证券研究所

估值与风险

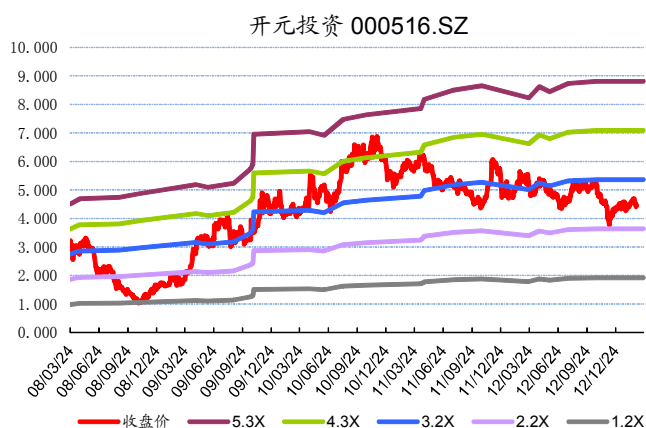
- 根据我们对于 2013 年零售行业会略好于 2012 年业绩的估计，以及公司零售业务的拐点确立、未来 3 年增速都将达到 40%以上，我们保守给予公司商业 13 年 15xPE；
- 以西安高新医院已过盈亏平衡点，2010、2011、2012 公司净利润率虽已翻倍增长但仍是行业较低水平的 10%左右，未来业绩仍有较大提升空间；参考 2004 年被金陵药业收购的宿迁医院来看，其业绩在 2004~2010 的 CAGR 达将近 50%的情况，我们给予公司医院业务 13 年 40xPE；
- 从开元投资历史估值来看，目前虽仍处于低位，但已回到 09 年的水平。
- 风险提示：经济不景气持续导致商业低于预期；高新医院营效及新医院进程未达预期。

图表56: 开元投资 PE-Band

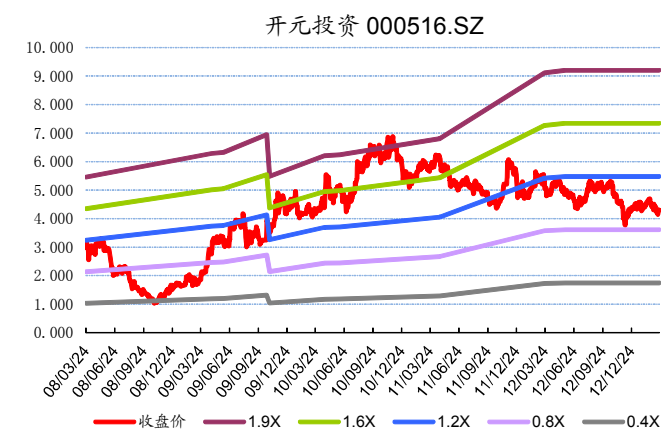


来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 开元投资 PB-Band



图表58: 开元投资 PS-Band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 开元投资 PCF-Band



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,315	2,525	3,378	3,438	3,913	4,742
增长率		9.1%	33.8%	1.8%	13.8%	21.2%
主营业务成本	-1,956	-2,050	-2,774	-2,814	-3,169	-3,829
%销售收入	84.5%	81.2%	82.1%	81.9%	81.0%	80.7%
毛利	359	475	604	624	744	913
%销售收入	15.5%	18.8%	17.9%	18.1%	19.0%	19.3%
营业税金及附加	-27	-31	-56	-46	-52	-63
%销售收入	1.2%	1.2%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-65	-89	-104	-120	-137	-166
%销售收入	2.8%	3.5%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-127	-181	-222	-252	-286	-347
%销售收入	5.5%	7.2%	6.6%	7.3%	7.3%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	140	174	222	206	268	337
%销售收入	6.0%	6.9%	6.6%	6.0%	6.9%	7.1%
财务费用	-26	-25	-29	-41	-44	-27
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	0.6%
资产减值损失	-4	-1	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	0	64	5	20	5	5
%税前利润	0.0%	31.3%	2.7%	10.8%	2.2%	1.6%
营业利润	111	212	186	185	229	315
营业利润率	4.8%	8.4%	5.5%	5.4%	5.9%	6.6%
营业外收支	-3	-7	-2	0	0	0
税前利润	108	205	184	185	229	315
利润率	4.7%	8.1%	5.5%	5.4%	5.9%	6.6%
所得税	-33	-54	-57	-47	-58	-80
所得税率	30.3%	26.4%	30.9%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	75	151	127	138	171	235
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	151	127	138	171	235
净利率	3.1%	6.0%	3.8%	4.0%	4.4%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	79	152	127	138	171	235
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	47	65	93	108	127	138
非经营收益	32	-33	36	55	57	41
营运资金变动	123	101	212	334	173	309
经营活动现金净流	281	286	468	634	528	724
资本开支	-310	-67	-106	-629	-188	-260
投资	-116	133	-459	-1	0	0
其他	-15	14	3	20	5	5
投资活动现金净流	-441	80	-562	-610	-183	-255
股权募资	303	0	0	0	0	0
债权募资	190	-17	-105	103	-183	-280
其他	-65	-45	-54	-59	-62	-89
筹资活动现金净流	428	-62	-159	44	-245	-369
现金净流量	268	304	-252	68	100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	676	980	732	800	900	1,000
应收款项	27	50	70	80	91	111
存货	129	161	47	43	49	59
其他流动资产	19	36	40	45	48	55
流动资产	851	1,227	888	968	1,089	1,225
%总资产	35.0%	45.3%	28.2%	26.0%	27.8%	29.4%
长期投资	143	109	272	273	272	272
固定资产	1,279	1,244	1,728	2,225	2,284	2,402
%总资产	52.6%	46.0%	54.9%	59.7%	58.4%	57.7%
无形资产	121	115	237	259	263	266
非流动资产	1,579	1,480	2,257	2,760	2,821	2,943
%总资产	65.0%	54.7%	71.8%	74.0%	72.2%	70.6%
资产总计	2,430	2,707	3,145	3,729	3,909	4,167
短期借款	575	449	736	863	680	399
应付款项	680	816	1,019	1,390	1,574	1,905
其他流动负债	32	65	90	63	114	86
流动负债	1,287	1,330	1,846	2,315	2,368	2,390
长期贷款	199	308	157	157	157	158
其他长期负债	0	0	24	0	0	0
负债	1,486	1,638	2,027	2,473	2,525	2,548
普通股股东权益	939	1,069	1,118	1,256	1,384	1,619
少数股东权益	5	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,430	2,707	3,145	3,729	3,909	4,167

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.193	0.211	0.178	0.193	0.240	0.330
每股净资产	2.501	1.498	1.567	1.761	1.940	2.270
每股经营现金净流	0.749	0.401	0.656	0.889	0.740	1.015
每股股利	0.060	0.000	0.050	0.000	0.060	0.000
回报率						
净资产收益率	7.72%	14.10%	11.38%	10.97%	12.35%	14.52%
总资产收益率	2.98%	5.57%	4.05%	3.70%	4.37%	5.64%
投入资本收益率	5.68%	7.01%	7.63%	6.75%	9.00%	11.55%
增长率						
主营业务收入增长率	13.39%	9.08%	33.80%	1.77%	13.82%	21.18%
EBIT增长率	14.79%	24.14%	27.84%	-7.29%	30.19%	25.66%
净利润增长率	22.56%	107.85%	-15.58%	8.31%	24.02%	37.56%
总资产增长率	38.58%	11.40%	16.19%	18.55%	4.85%	6.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	0.0	1.1	3.4	3.4	3.4
存货周转天数	15.0	25.9	13.7	5.6	5.6	5.6
应付账款周转天数	43.7	43.2	43.9	66.1	66.1	66.1
固定资产周转天数	170.4	142.3	185.9	235.6	212.6	184.5
偿债能力						
净负债/股东权益	10.38%	-20.82%	13.15%	16.38%	-5.59%	-28.25%
EBIT利息保障倍数	5.5	6.9	7.7	5.0	6.1	12.6
资产负债率	61.14%	60.52%	64.45%	66.31%	64.59%	61.14%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	2	2	7
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.81

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-17	增持	5.05	6.00 ~ 6.50
2 2012-07-11	买入	4.68	N/A
3 2012-07-27	增持	4.59	N/A

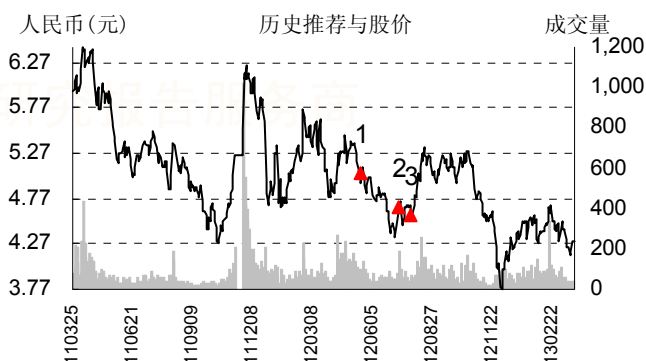
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net