

开元投资 (000516.SZ) 百货零售行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

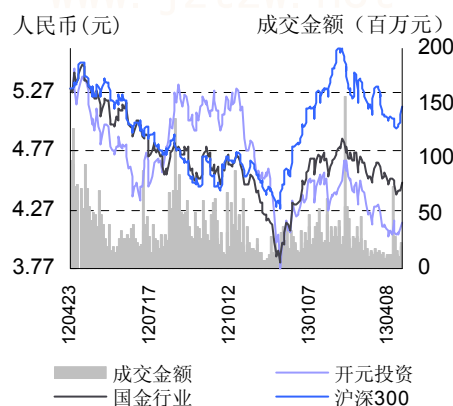
市价 (人民币): 4.16 元

短期业绩承压, 长期价值不变

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)	704.43
总市值(百万元)	29.68
年内股价最高最低(元)	5.47/3.77
沪深 300 指数	2533.83
深证成指	9111.19



相关报告

1. 《商业为基, 医院蓄势, 腾飞可期》, 2013.3.25
2. 《商业稳健, 医院盈利提升;》, 2012.7.27
3. 《跑道即将铺好, 起飞可以期待;》, 2012.7.11

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

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.178	0.156	0.213	0.270	0.345
每股净资产(元)	1.57	1.67	1.76	1.90	2.11
每股经营性现金流(元)	0.66	0.68	0.12	0.88	1.03
市盈率(倍)	27.64	28.01	19.49	15.38	12.05
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	13.91	13.91	13.91
净利润增长率(%)	-15.58%	-12.74%	37.10%	26.73%	27.65%
净资产收益率(%)	11.38%	9.30%	12.15%	14.26%	16.34%
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

- 开元投资 2012 年度实现营收、净利润以及扣非净利润 34 亿、1.11 亿以及 1.01 亿元, 同比增长 0.73%、-12.74%和-22.16%; EPS 0.16 元, 同比降 11.11%, 略低于预期(主要是装修期间费用高于预期所致);
- 公司 2013 年 1 季度实现营收、净利润以及扣非净利润 10 亿、4574 万以及 4676 万元, 同比增长 2.26%、-14.7%和 18.61%; EPS 0.06 元, 符合预期。

经营分析

- **修整期间, 费用高企, 至业绩短期承压:** 由于此次钟楼店(包括西稍门和宝鸡店也有部分整修)大规模装修, 新装修费用急增、陈旧的固定资产处理等导致相关费用增加 2~3 千万, 削弱 EPS3~4 分, 对 12 年业绩造成影响。
- **百货调整初见成效, 利润率稳步提高:**
 - 2012 年, 由于贡献公司营收与利润近 6 成以上的钟楼店全面装修, 导致公司商业总营收下滑 8%, 而钟楼店更是营收下滑 15%, 而净利润骤降 46.85% (主要是装修费用及历年老旧固定资产处置等的一次性费用所致);
 - 但公司对于该店地下两层与地上三层半柜面品类的调整, 已见成效; 公司 12 年毛利率较上年提高 1.2 个百分点达到 19.1%。
 - 2013 年 1 季度, 虽然仍在装修, 而扣非净利率已回到了接近 3 年高点的 4.6%。
- **商业提升, 医院稳进, 密切关注向上拐点到来:** 在营收下滑和大量装修费用在当期计入盈亏的情况下, 公司 2012 年的扣非净利润大幅回落; 但 2013 年 1 季度扣非净利率回到了接近 3 年高点的 4.6%; 而步入盈利上升通道的西安高新医院, 首次全年业绩并表, 已贡献公司近 3 成净利润; 医院业绩的增长, 将是未来远期最重要的看点。

盈利调整

- 鉴于 12 年费用增加, 我们调整预期为, 公司 2013、14、15 年实现营收 40、46、53 亿元, 净利润 1.52、1.93、2.46 亿元, EPS0.213、0.27 和 0.345, 同比增速 37%、26.7%、27%的盈利预测。

投资建议

- 我们认为, 开元投资商业拐点即将确立, 未来医院走向集团化、发展壮大是大概率事件, 建议密切关注。维持增持评级。

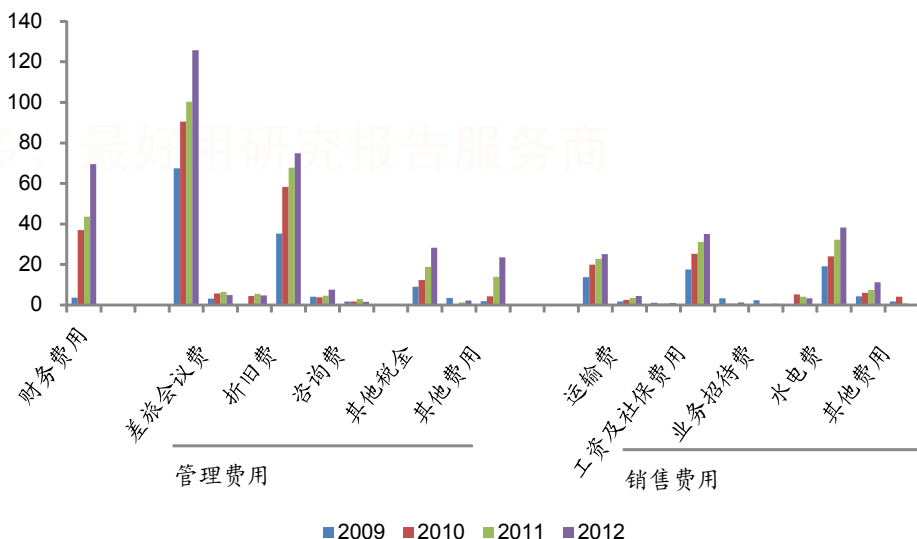
业绩简评

修整期间，费用高企，至业绩短期承压

- 2012 年公司主力门店-钟楼店全面逐层装修，并同时进行了较大幅度的品类优化与品牌升级调整；

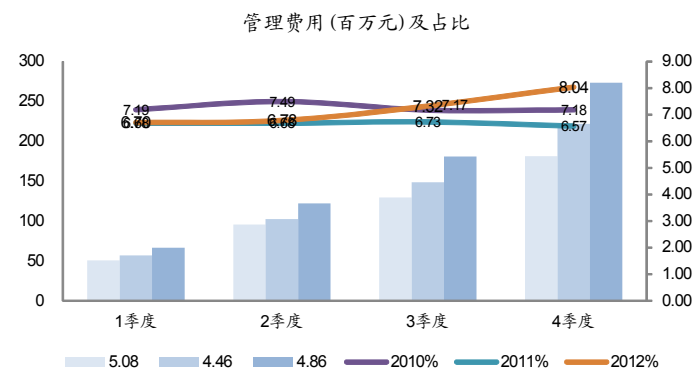
由于此次钟楼店(包括西稍门和宝鸡店也有部分整修)大规模装修，新装修费用急增、陈旧的固定资产处理等导致相关费用增加 2~3 千万，削薄 EPS3~4 分，对 12 年业绩造成影响。

图表1：2012 年公司各项费用急升



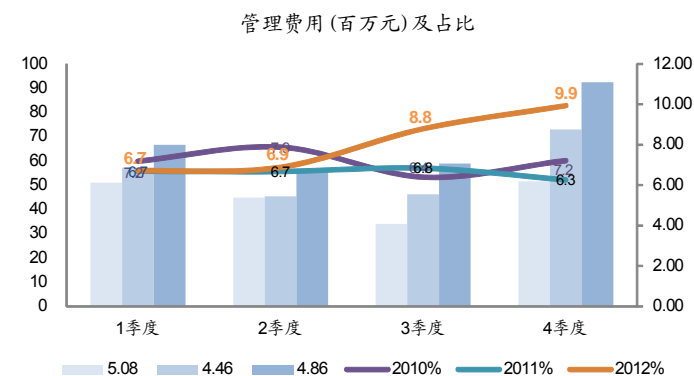
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：开元投资 12 年管理费用较上年增 1.47 个百分点

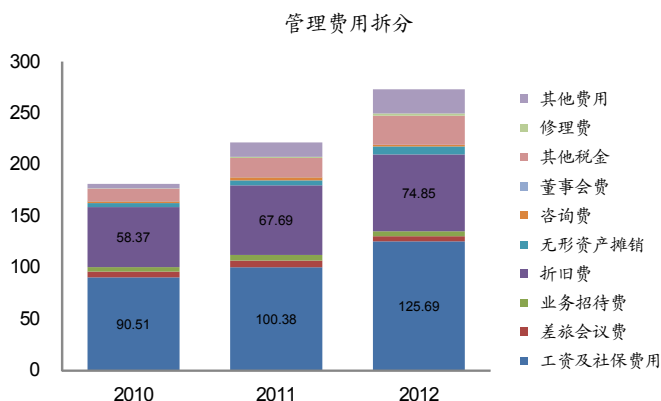


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：开元投资 12Q4 管理费用激增 3.6 个百分点

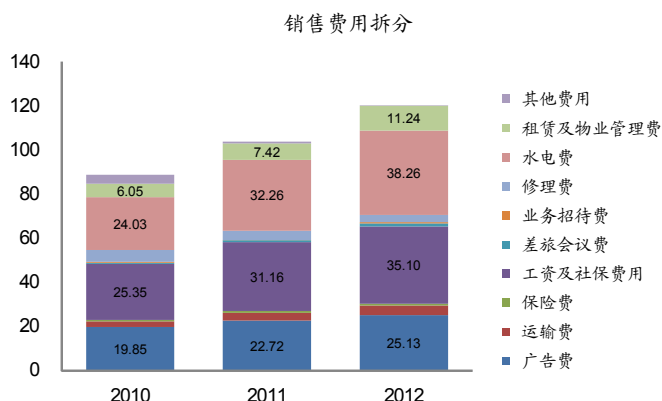


图表4: 开元投资2012年管理费用增长拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 开元投资2012年销售费用增长拆分

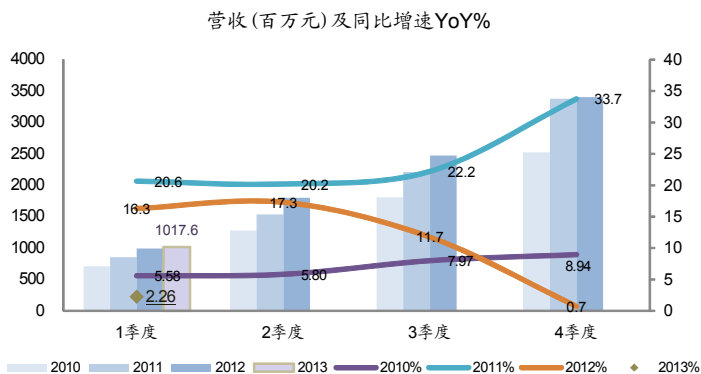


百货调整初见成效, 利润率稳步提高

■ 虽然钟楼店目前的逐层装修与调整仅完成了3层半及以下楼层, 调整成效即已显现, 在营收增速近乎零的情况下, 12年公司的毛利率与净利率提升皆有出色。

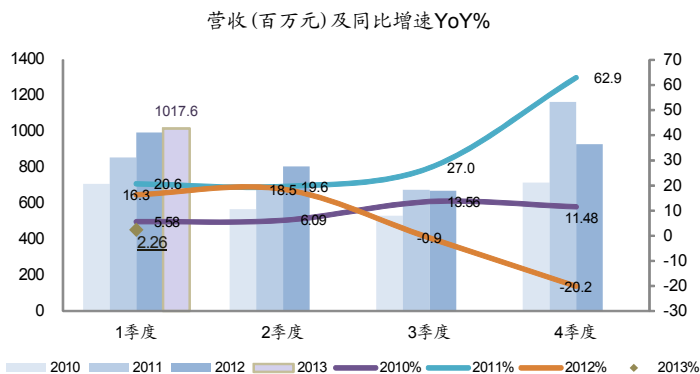
✚ 2012年, 由于贡献公司营收与利润近6成以上的钟楼店全面装修, 导致公司商业总营收下滑8%, 而钟楼店更是营收下滑15%, 而净利润骤降46.85% (主要是装修费用及历年老旧固定资产处置等的一次性费用所致);

图表6: 开元投资2012年营收增速仅0.7%



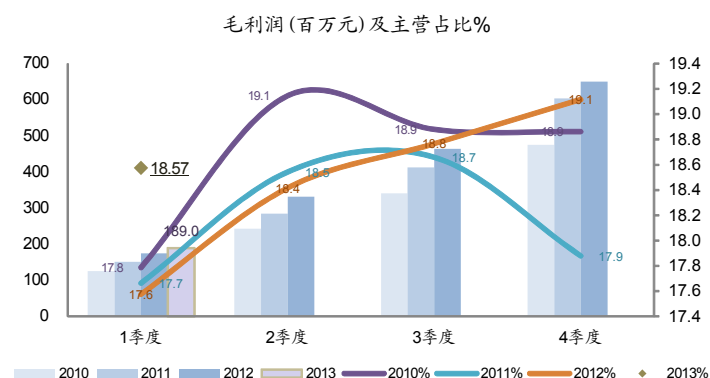
来源: 国金证券研究所

图表7: 开元投资2012Q4 营收同比下降20.2%



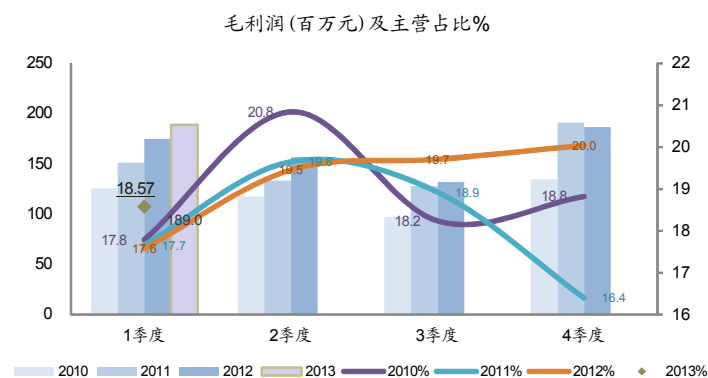
✚ 尽管主力店装修影响严重, 但公司对于该店地下两层与地上三层半柜面品类的调整, 已见成效; 公司12年毛利率较上年提高1.2个百分点达到19.1%。

图表8: 开元投资 12 年毛利率较上年提高 1.2 个百分点



来源: 公司公告, 国金证券研究所

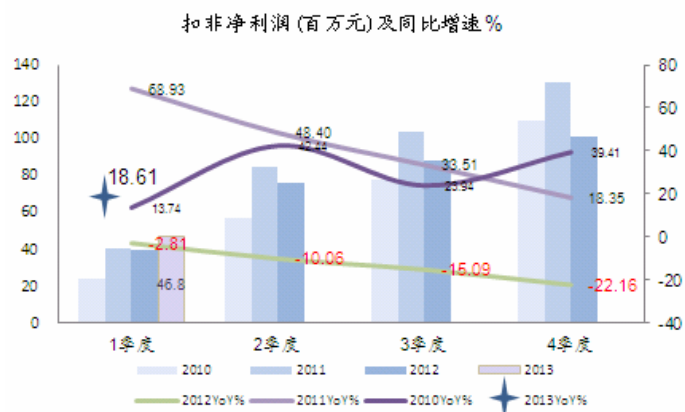
图表9: 2012 年营收受挫而毛利率逐季稳增



商业提升, 医院稳进, 密切关注向上拐点到来

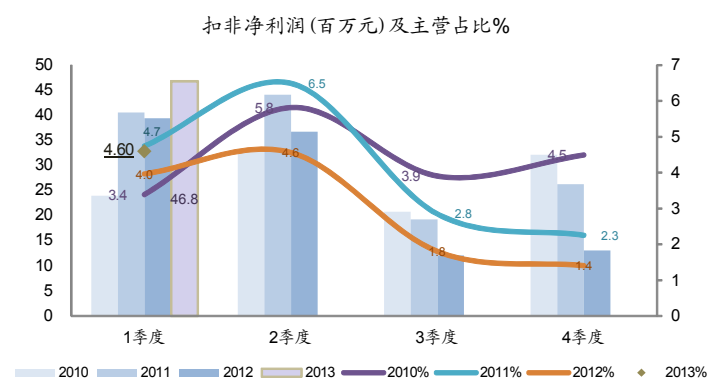
- 在营收下滑和大量装修费用在当期计入盈亏的情况下, 公司 2012 年的扣非净利润大幅回落; 但 2013 年 1 季度, 虽然仍在装修, 而扣非净利率已回到了接近 3 年高点的 4.6%。

图表10: 开元投资 13Q1 扣非净利润同比增速 18.61%



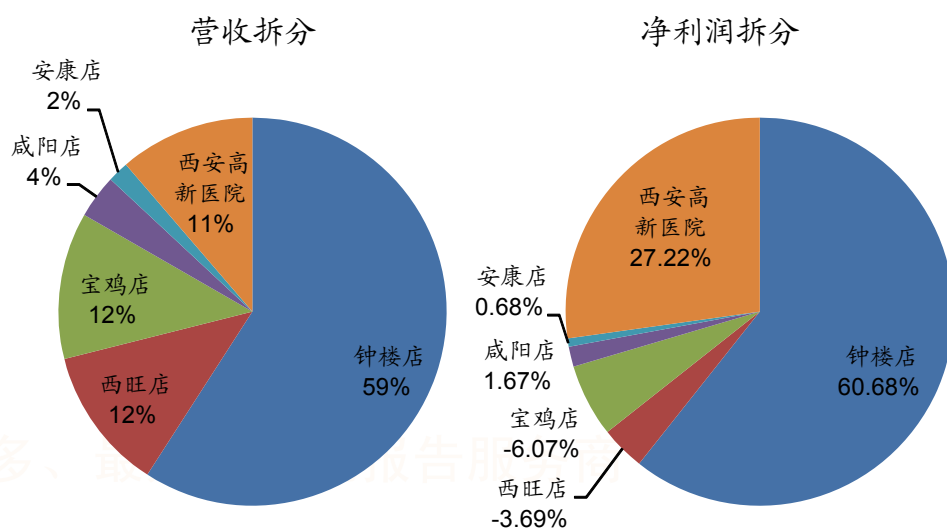
来源: 国金证券研究所

图表11: 经过 12 年大幅下滑, 13Q1 扣非净利率回升



- 已步入盈利上升通道的西安高新医院, 首次全年业绩并表, 很大的弥补了钟楼业绩的下滑; 而医院业绩的增长, 将是未来远期最重要的看点。

图表12: 第一年全年并表, 高新医院已贡献公司近三成净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,525	3,378	3,403	3,998	4,649	5,329	货币资金	980	732	1,270	900	967	967
增长率		33.8%	0.7%	17.5%	16.3%	14.6%	应收款项	50	70	34	38	44	50
主营业务成本	-2,050	-2,774	-2,752	-3,234	-3,727	-4,238	存货	161	47	45	54	62	70
%销售收入	81.2%	82.1%	80.9%	80.9%	80.2%	79.5%	其他流动资产	36	40	41	46	49	51
毛利	475	604	650	763	922	1,091	流动资产	1,227	888	1,390	1,037	1,121	1,139
%销售收入	18.8%	17.9%	19.1%	19.1%	19.8%	20.5%	%总资产	45.3%	28.2%	38.3%	27.1%	25.2%	22.9%
营业税金及附加	-31	-56	-44	-52	-61	-69	长期投资	109	272	278	279	278	278
%销售收入	1.2%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	1,244	1,728	1,719	2,294	2,832	3,338
营业费用	-89	-104	-120	-142	-165	-189	%总资产	46.0%	54.9%	47.3%	60.0%	63.7%	67.1%
%销售收入	3.5%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	115	237	227	211	216	221
管理费用	-181	-222	-273	-321	-374	-428	非流动资产	1,480	2,257	2,243	2,786	3,328	3,839
%销售收入	7.2%	6.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	54.7%	71.8%	61.7%	72.9%	74.8%	77.1%
息税前利润 (EBIT)	174	222	212	248	323	404	资产总计	2,707	3,145	3,634	3,823	4,449	4,978
%销售收入	6.9%	6.6%	6.2%	6.2%	7.0%	7.6%	短期借款	449	736	722	966	1,256	1,385
财务费用	-25	-29	-65	-40	-55	-65	应付款项	816	1,019	1,134	1,317	1,524	1,740
%销售收入	1.0%	0.9%	1.9%	1.0%	1.2%	1.2%	其他流动负债	65	90	493	188	202	218
资产减值损失	-1	-10	-2	0	0	0	流动负债	1,330	1,846	2,349	2,471	2,983	3,343
公允价值变动收益	0	-2	3	0	0	0	长期贷款	308	157	85	85	85	86
投资收益	64	5	20	37	5	5	其他长期负债	0	24	5	0	0	0
%税前利润	31.3%	2.7%	12.3%	14.8%	1.8%	1.4%	负债	1,638	2,027	2,440	2,556	3,068	3,429
营业利润	212	186	169	245	273	344	普通股股东权益	1,069	1,118	1,194	1,253	1,353	1,507
营业利润率	8.4%	5.5%	5.0%	6.1%	5.9%	6.5%	少数股东权益	0	0	0	14	28	42
营业外收支	-7	-2	-9	3	3	3	负债股东权益合计	2,707	3,145	3,634	3,823	4,449	4,978
税前利润	205	184	160	248	276	347	比率分析						
利润率	8.1%	5.5%	4.7%	6.2%	5.9%	6.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-54	-57	-49	-82	-69	-87	每股指标						
所得税率	26.4%	30.9%	30.6%	33.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.211	0.178	0.156	0.213	0.270	0.345
净利润	151	127	111	166	207	260	每股净资产	1.498	1.567	1.673	1.756	1.897	2.112
少数股东损益	0	0	0	14	14	14	每股经营现金净流	0.401	0.656	0.680	0.124	0.883	1.028
归属于母公司的净利润	151	127	111	152	193	246	每股股利	0.000	0.100	0.060	0.130	0.130	0.130
净利率	6.0%	3.8%	3.3%	3.8%	4.1%	4.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.10%	11.38%	9.30%	12.15%	14.26%	16.34%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.57%	4.05%	3.06%	3.98%	4.34%	4.95%
净利润	152	127	111	166	207	260	投入资本收益率	7.01%	7.63%	7.36%	7.18%	8.91%	10.04%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	65	93	120	131	167	199	主营业务收入增长率	9.08%	33.80%	0.73%	17.49%	16.30%	14.61%
非经营收益	-33	36	58	22	51	61	EBIT增长率	24.14%	27.84%	-4.49%	17.04%	30.20%	25.05%
营运资金变动	101	212	195	-230	205	214	净利润增长率	107.85%	-15.58%	-12.74%	37.10%	26.73%	27.65%
经营活动现金净流	286	468	485	89	630	734	总资产增长率	11.40%	16.19%	15.53%	5.21%	16.38%	11.88%
资本开支	-67	-106	-125	-688	-706	-707	资产管理能力						
投资	133	-459	-37	-1	0	0	应收账款周转天数	0.0	1.1	2.4	2.4	2.4	2.4
其他	14	3	4	37	5	5	存货周转天数	25.9	13.7	6.1	6.1	6.1	6.1
投资活动现金净流	80	-562	-158	-653	-701	-702	应付账款周转天数	43.2	43.9	61.6	61.6	61.6	61.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	142.3	185.9	177.8	194.6	193.9	190.1
债权募资	-17	-105	327	239	290	130	偿债能力						
其他	-45	-54	-114	-45	-151	-161	净负债/股东权益	-20.82%	13.15%	-41.00%	9.84%	25.16%	30.82%
筹资活动现金净流	-62	-159	213	194	138	-32	EBIT利息保障倍数	6.9	7.7	3.3	6.2	5.8	6.2
现金净流量	304	-252	539	-370	67	0	资产负债率	60.52%	64.45%	67.16%	66.86%	68.96%	68.89%

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	1	1	3	8
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.83

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
4 2013-03-25	增持	4.31	5.19 ~ 5.19

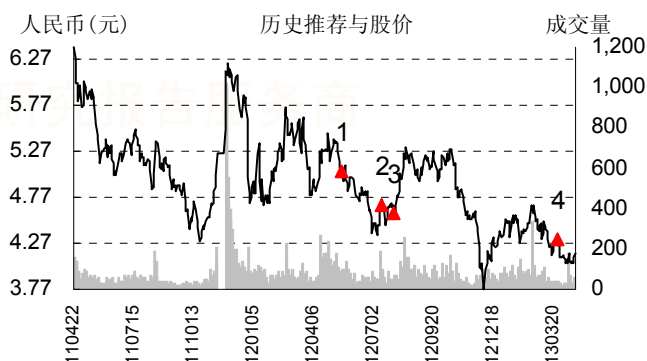
来源：国金证券研究所

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