

开元投资 (000516.SZ)**百货零售行业**

评级：增持 维持评级

业绩点评

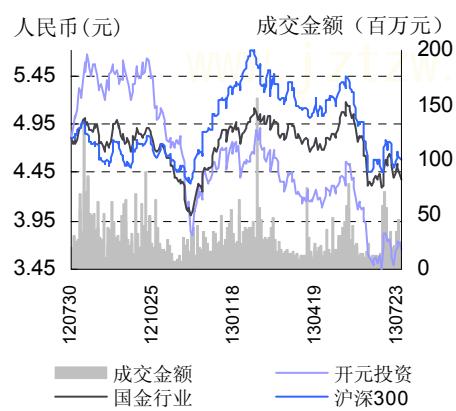
市价（人民币）：3.65元

目标（人民币）：4.80元

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)	26.04
年内股价最高最低(元)	5.67/3.45
沪深300指数	2224.01
深证成指	7843.36

**相关报告**

- 《短期业绩承压，长期价值不变》，2013.4.22
- 《商业为基，医院蓄势，腾飞可期》，2013.3.25

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	0.182	0.230	0.273
每股净资产(元)	1.57	1.67	1.61	1.59	1.61
每股经营性现金流(元)	0.66	0.68	0.57	1.11	1.31
市盈率(倍)	27.64	28.01	20.04	15.86	13.38
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	13.37	13.37	13.37
净利润增长率(%)	-15.58%	-12.74%	16.99%	26.38%	18.50%
净资产收益率(%)	11.38%	9.30%	11.34%	14.52%	16.96%
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

业绩简评

- 开元投资2013年上半年实现营收、归属母公司净利润以及扣非净利润18.79亿、9160万以及9283万元，同比增长4.31%、-1.65%和21.84%；EPS 0.128元，同比降2.29%，符合预期。

经营分析

- 上半年扣非同比增21.84%，在经济遇冷和主力门店歇业装修的情况下，略好于预期；预计明年业绩向上拐点确立是大概率事件：
 - 从公司消费税等上升分析，上半年的增长可能由黄金珠宝类热销贡献较大；另一增长贡献，来自进入成熟期后的西稍门店以及宝鸡店扭亏为盈，进入快速增长期。
- 商业部分，今年下半年确立增长底部为大概率事件：
 - 由于连续2年主力门店钟楼内部全面装修调整，导致业绩增速大幅下滑，但上半年商业总营收的增速已扭转为正；预计明年商业总营收增速超过20%为大概率事件；
 - 根据钟楼店目前装修进度，料将有可能提前完成全部装修调整；若能赶上“十一”黄金周，将对今年业绩回升就较大贡献。
- 高新医院，盈利贡献超过40%，进入快速增长期：上半年高新医院实现营收/净利润20.5亿/2733万元，去年同期是1.81亿元/1850万元，同比增长13%/49%，净利润率提升高达31.5%，确认进入快速增长期。

盈利调整

- 我们调整公司2013、14、15年实现营收34.7、41.4、49.4亿元，净利润1.3、1.64、1.95亿元，EPS 0.182、0.23、0.273的盈利预测；其中商业贡献EPS 0.105、0.14、0.173，医院贡献EPS分别为8、9、10分。

投资建议

- 我们认为，开元集团将在明年迎来业绩向上拐点，后续增速可期；给予目标价位4.8元，对应商业15x和医院30x14EPS，维持增持评级。

业绩简评

上半年扣非同比增 21.84%，略好于预期；明年向上拐点确立是大概率事件

- 公司上半年在宏观经济全面遇冷、主力门店歇业装修的情况下，扣非净利润同比仍实现 21.84% 的增长，实属不易；

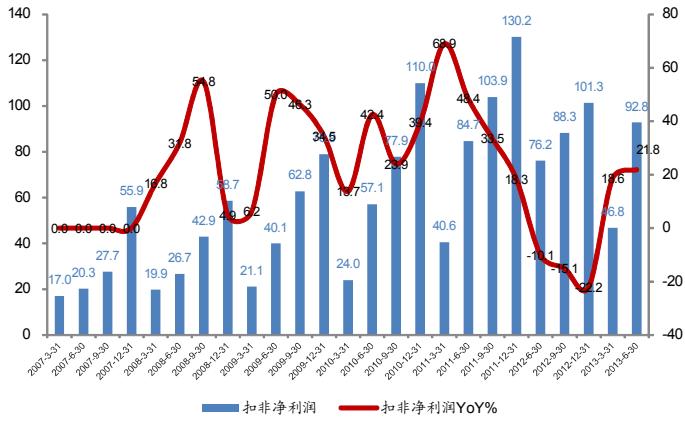
图表1：近7年开元投资季度累计总营收



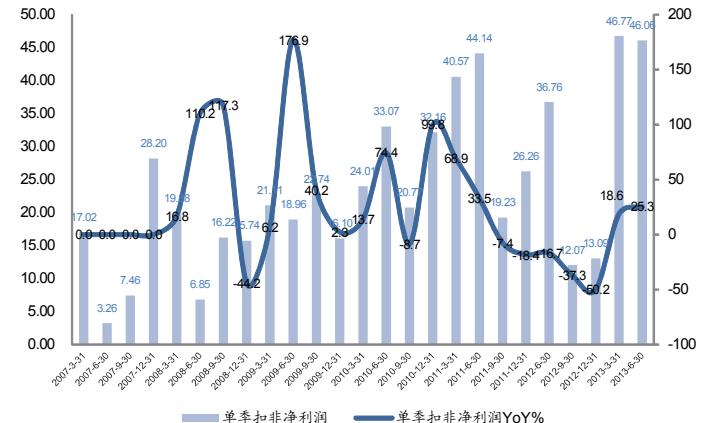
来源：公司公告，国金证券研究所

- 从下图可以看到商业营收的拐点已初步现在；我们认为，从公司目前次新店稳增和钟楼店抢进度的现状来看，商业营收的底部在 2013 年内得到确认是大概率事件。

图表2：近7年开元投资季度累计扣非净利润



图表3：近7年开元投资单季度扣非净利润

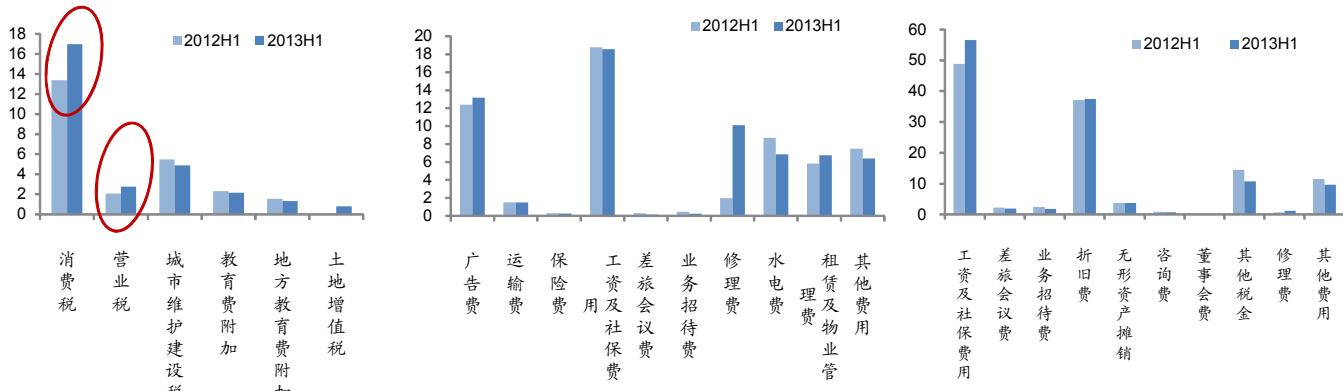


来源：公司公告，国金证券研究所

- 从公司消费税等上升分析，上半年的增长可能由黄金珠宝类热销贡献较大；

■ 从以下 2013H1 和 2012H1 的各项费用对比来看，消费税的显著上升与上半年黄金珠宝热销有关，可能源于此类产品销售增加、以及公司主导调整化妆品类等的上升。

图表4: 2013H1 和 2012H1 的各项费用对比



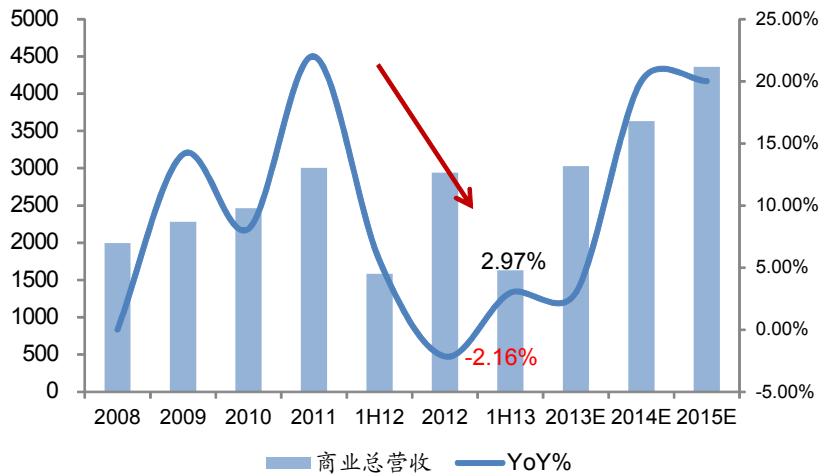
来源：公司公告，国金证券研究所

- 另一增长贡献，来自进入成熟期后的西稍门店以及宝鸡店扭亏为盈，进入快速增长期。

商业部分，今年下半年确立增长底部为大概率事件：

- 由于连续 2 年主力门店钟楼内部全面装修调整，导致业绩增速大幅下滑，但上半年商业总营收的增速已扭转为正；预计明年商业总营收增速超过 20%为大概率事件；
- 根据钟楼店目前装修进度，料将有可能提前完成全部装修调整；若能赶上“十一”黄金周，将对今年业绩回升就较大贡献。

图表5：公司商业总营收增速已经在 2013H1 扭转为正



来源：公司公告，国金证券研究所

高新医院，盈利贡献超过 40%，进入快速增长期。

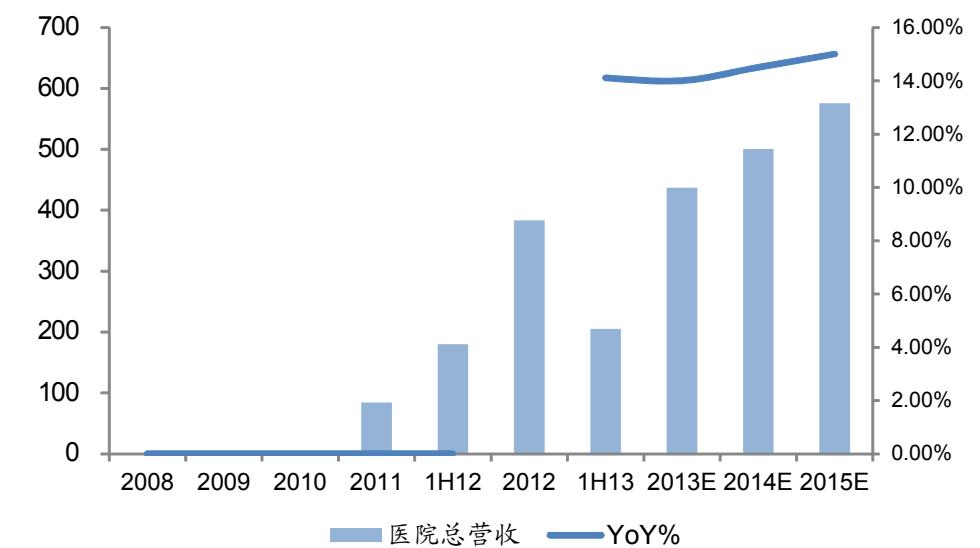
- 2013 上半年高新医院实现营收/净利润 20.5 亿/2733 万元，去年同期是 1.81 亿元/1850 万元，同比增长 13%/49%，净利润率提升高达 31.5%，确认进入快速增长期。

图表6：高新医院盈利贡献进入快速增长期

	2013H1	2012H1	同比增长 %
营收-亿元	2.05	1.81	13.26%
净利润-万元	2733	1835	48.94%
净利润率	13.33%	10.14%	31.50%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：高新医院进入营收稳步增长阶段



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	3,470	4,140	4,944							
增长率	33.8%	0.7%	2.0%	19.3%	19.4%		货币资金	980	732	1,270	900	900	900
主营业务成本	-2,050	-2,774	-2,752	-2,856	-3,391	-4,029	应收款项	50	70	34	53	63	75
%销售收入	81.2%	82.1%	80.9%	82.3%	81.9%	81.5%	存货	161	47	45	37	44	52
毛利	475	604	650	614	749	915	其他流动资产	36	40	41	49	53	57
%销售收入	18.8%	17.9%	19.1%	17.7%	18.1%	18.5%	流动资产	1,227	888	1,390	1,039	1,059	1,084
营业税金及附加	-31	-56	-44	-53	-64	-76	%总资产	45.3%	28.2%	38.3%	28.8%	27.3%	24.4%
%销售收入	1.2%	1.7%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	长期投资	109	272	278	279	278	278
营业费用	-89	-104	-120	-118	-141	-168	固定资产	1,244	1,728	1,719	2,007	2,252	2,782
%销售收入	3.5%	3.1%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	%总资产	46.0%	54.9%	47.3%	55.6%	58.0%	62.6%
管理费用	-181	-222	-273	-229	-274	-327	无形资产	115	237	227	284	292	298
%销售收入	7.2%	6.6%	8.0%	6.6%	6.6%	6.6%	非流动资产	1,480	2,257	2,243	2,571	2,824	3,359
息税前利润 (EBIT)	174	222	212	213	271	343	%总资产	54.7%	71.8%	61.7%	71.2%	72.7%	75.6%
%销售收入	6.9%	6.6%	6.2%	6.1%	6.5%	6.9%	资产总计	2,707	3,145	3,634	3,610	3,883	4,443
财务费用	-25	-29	-65	-3	-7	-35	短期借款	449	736	722	565	528	1,109
%销售收入	1.0%	0.9%	1.9%	0.1%	0.2%	0.7%	应付款项	816	1,019	1,134	1,564	1,863	2,221
资产减值损失	-1	-10	-2	0	0	0	其他流动负债	65	90	493	233	243	255
公允价值变动收益	0	-2	3	0	0	0	流动负债	1,330	1,846	2,349	2,362	2,635	3,585
投资收益	64	5	20	6	2	1	长期贷款	308	157	85	85	83	81
%销售收入	31.3%	2.7%	12.3%	2.9%	0.8%	0.3%	其他长期负债	0	24	5	0	0	0
%税前利润	31.3%	2.7%	12.3%	2.9%	0.8%	0.3%	负债	1,638	2,027	2,440	2,448	2,718	3,667
营业利润	212	186	169	216	266	309	普通股股东权益	1,069	1,118	1,194	1,145	1,131	1,147
营业利润率	8.4%	5.5%	5.0%	6.2%	6.4%	6.3%	少数股东权益	0	0	0	17	34	51
营业外收支	-7	-2	-9	-4	-4	-4	负债股东权益合计	2,707	3,145	3,634	3,610	3,883	4,865
税前利润	205	184	160	212	261	305	比率分析						
利润率	8.1%	5.5%	4.7%	6.1%	6.3%	6.2%							
所得税	-54	-57	-49	-65	-80	-93	每股指标						
所得税率	26.4%	30.9%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	每股收益	0.211	0.178	0.156	0.182	0.230	0.273
净利润	151	127	111	147	181	212	每股净资产	1.498	1.567	1.673	1.605	1.585	1.608
净利润	151	127	111	130	164	195	每股经营现金流	0.401	0.656	0.680	0.572	1.110	1.312
净利率	6.0%	3.8%	3.3%	3.7%	4.0%	3.9%	每股股利	0.000	0.050	0.050	0.250	0.250	0.250
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	净资产收益率	14.10%	11.38%	9.30%	11.34%	14.52%	16.96%
净利润	152	127	111	147	181	212	总资产收益率	5.57%	4.05%	3.06%	3.60%	4.23%	4.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	7.01%	7.63%	7.36%	8.15%	10.57%	9.98%
非现金支出	65	93	120	228	281	310	增长率						
非经营收益	-33	36	58	57	41	70	主营业务收入增长	9.08%	33.80%	0.73%	1.98%	19.32%	19.41%
营运资金变动	101	212	195	-24	288	345	EBIT增长率	24.14%	27.84%	-4.49%	0.32%	27.11%	26.92%
经营活动现金净流	286	468	485	408	792	936	净利润增长率	107.85%	-15.58%	-12.74%	16.99%	26.38%	18.50%
资本开支	-67	-106	-125	-579	-538	-849	总资产增长率	11.40%	16.19%	15.53%	-0.66%	7.57%	14.43%
投资	133	-459	-37	-1	0	0	资产管理能力						
其他	14	3	4	6	2	1	应收账款周转天数	0.0	1.1	2.4	3.1	3.1	3.1
投资活动现金净流	80	-562	-158	-574	-536	-848	存货周转天数	25.9	13.7	6.1	4.7	4.7	4.7
股权投资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	43.2	43.9	61.6	52.3	52.3	52.3
债权筹资	-17	-105	327	-162	-39	157	固定资产周转天数	142.3	185.9	177.8	183.5	157.7	134.3
其他	-45	-54	-114	-42	-216	-245	偿债能力						
筹资活动现金净流	-62	-159	213	-204	-255	-88	净负债/股东权益	-0.2	0.1	-0.4	-0.2	-0.3	0.2
现金净流量	304	-252	539	-370	0	0	EBIT利息保障倍数	6.9	7.7	3.3	71.8	41.0	9.8
							资产负债率	60.52%	64.45%	67.16%	67.81%	70.00%	75.37%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

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	5.31	6.00 ~ 6.50
2	2012-07-11	买入	4.89	N/A
3	2012-07-27	增持	4.78	N/A
4	2013-03-25	增持	4.45	5.19 ~ 5.19
5	2013-04-22	增持	4.28	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。

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形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靠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