



买入

48% ↑

目标价格: 人民币 10.00

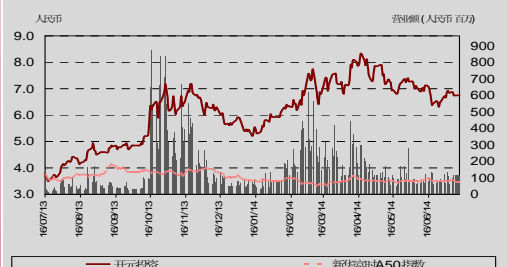
000516.CH

价格: 人民币 6.74

目标价格基础: 分部估值法

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对		(4.1)	(16.6)	76.9
相对新华富时 A50 指数	20.8	(2.2)	(10.3)	86.5

发行股数(百万)	713.42
流通股(%)	98.74
流通股市值(人民币 百万)	4,748
3个月日均交易额(人民币 百万)	129
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
陕西世纪新元商业管理有限公司	20.86

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 7 月 11 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

开元投资

借医药卫生体制改革契机, 增发新设国际医学中心项目以提升医疗行业竞争力

公司公告: 1) 公司预计 2014 年上半年实现净利润 13,739.87 万元至 14,197.86 万元, 同比增长 50%-55%。2) 公司拟非公开发行股票以投资建设西安国际医学中心项目, 发行价格不低于 6.06 元/股, 发行数量不超过 25,000 万股, 募集资金不超过 15 亿元。我们预计国际医学中心项目将在 2018 年以后正式运营, 因此暂不预测其利润情况。按非公开发行 2.5 亿股本后的全面摊薄股本计算, 我们调整公司 2014-2016 年每股收益预测分别为 0.22、0.26、0.32 元, 以 13 年为基期的三年复合增长率为 36.6%, 其中零售主业为 0.16、0.20、0.24 元, 医院主业为 0.07、0.10、0.13 元。公司商业部分 2014 年大幅改善, 而医院方面继续高速增长, 同时医院部分的估值潜力随着民营医院政策放开和新医院西安国际医学中心的未来扩张而提升, 维持买入评级, 维持目标价 10.00 元。

支撑评级的要点

- 公司 2014 年 1-6 月业绩高速增长, 主要是由于: (1) 公司医院业务利润高速增长; (2) 公司百货零售旗舰店开元商业钟楼店装修改造完毕后, 该门店盈利能力实现恢复性增长; 而开元商业宝鸡店、西旺店顺利渡过培育期后, 实现了营业收入和营业利润的持续增长。
- 西安国际医学中心项目定位三级甲等综合性医院, 服务客户以高收入人群为重点: 西安国际医学中心项目(原西安圣安医院项目), 位于西安市高新技术产业开发区内, 规划建筑面积 46.9 万平方米, 投资总额约 27.15 亿元, 其中利用募集资金 15 亿元, 建设周期约 48 个月。该项目定位为三级甲等标准的综合性医院, 设置床位 1,500 张, 计划设置一、二级临床科室 33 个、医技科室 7 个。医院服务客户定位为以高端人才、高收入人群和外籍人士提供高档次、多层次、多样化的医疗及康复服务为重点, 同时也为本区域社会各阶层人士提供基本医疗服务。
- 新设医学中心项目, 将有效缓解高新医院的规模限制: 目前, 公司的西安高新医院是西安市高新区唯一的一家三甲医院, 由于医疗需求的旺盛, 近年来一直处于满负荷运行状态, 高新医院目前的规模已远不能满足区域医疗服务的需求。公司通过建设国际医学中心项目, 将有效缓解公司西安高新医院的规模限制, 拓宽公司医疗服务业务的辐射范围。
- 项目平稳运营后预计净利润率 31.55%, 将大幅增加公司盈利能力: 西安国际医学中心项目建设周期 48 个月, 我们预计该项目将在 2018 年以后正式运行。项目定位客户以高科技产业园区的高收入人群和外籍人士为重点, 我们预计医院平稳运营后将实现较高的利润率。公司预计该项目在经营期将平均实现营业收入 18.25 亿元, 净利润 5.76 亿元, 净利润率高达 31.55%。
- 本次发行后公司控制权不会发生变化。本次发行前, 公司实际控制人刘建申先生合计持有公司 28.34% 股权, 公司实际控制人及其一致行动人共计持有公司 29.99% 的股权。假设按照本次发行数量上限 25,000 万股股票发行, 同时假设控股股东、实际控制人及其一致行动人不参与认购, 则发行后实际控制人及其一致行动人合计控制公司股权比例将变为 22.21%, 仍拥有公司的控制权。

评级面临的主要风险

- 西安商业格局竞争超预期, 未来新医院设备折旧费用影响利润释放。

估值

- 我们预计国际医学中心项目将在 2018 年以后正式运营, 因此暂不预测其利润情况。按非公开发行 2.5 亿股本后的全面摊薄股本计算, 我们调整公司 2014-2016 年每股收益预测分别为 0.22、0.26、0.32 元, 以 13 年为基期的三年复合增长率为 36.6%, 其中零售主业为 0.16、0.20、0.24 元, 医院主业为 0.07、0.10、0.13 元。维持买入评级, 维持目标价 10.00 元(摊薄后 8.00 元)。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,403	3,566	3,893	4,242	4,625
变动(%)	0.7	4.8	9.2	9.0	9.0
净利润(人民币 百万)	111	122	216	253	303
全面摊薄每股收益(人民币)	0.212	0.170	0.224	0.262	0.315
变动(%)	(12.7)	9.4	77.5	17.2	20.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.300	0.350	0.430
调整幅度(%)	-	-	(25.4)	(25.0)	(26.7)
全面摊薄市盈率(倍)	29.7	37.0	28.2	24.0	20.0
每股现金流量(人民币)	0.68	0.46	0.20	0.34	0.39
价格/每股现金流量(倍)	9.3	13.7	32.0	18.3	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	12.2	14.8	13.0	11.1
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.056	0.066	0.079
股息率(%)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,403	3,566	3,893	4,242	4,625
销售成本	(2,752)	(2,849)	(3,092)	(3,361)	(3,657)
经营费用	(417)	(468)	(437)	(549)	(557)
息税折旧前利润	287	305	309	367	442
折旧及摊销	119	116	12	20	27
经营利润 (息税前利润)	169	188	298	347	415
净利息收入/(费用)	(60)	(56)	3	30	24
税前利润	160	160	288	337	405
所得税	(49)	(39)	(72)	(84)	(101)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	111	122	216	253	303
核心净利润	111	122	216	253	303
每股收益(人民币)	0.212	0.170	0.224	0.262	0.315
核心每股收益(人民币)	0.212	0.170	0.224	0.262	0.315
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.056	0.066	0.079
收入增长(%)	0.7	4.8	9.2	9.0	9.0
息税前利润增长(%)	n.a.	6.1	1.5	18.7	20.4
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	11.8	57.9	16.7	19.5
每股收益增长(%)	n.a.	(19.8)	31.4	17.2	20.0
核心每股收益增长(%)	n.a.	(19.8)	31.4	17.2	20.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	160	160	288	337	405
折旧与摊销	119	116	12	20	27
净利息费用	(71)	(68)	(47)	15	4
运营资本变动	957	886	(820)	(1,089)	(1,402)
税金	(49)	(39)	(72)	(84)	(101)
其他经营现金流	(850)	(939)	634	994	1,283
经营活动产生的现金流	485	328	190	332	373
购买固定资产净值	0	0	(200)	(150)	(150)
投资减少/增加	282	285	(4)	0	(4)
其他投资现金流	(440)	(485)	49	3	40
投资活动产生的现金流	(158)	(201)	(156)	(147)	(114)
净增权益	0	0	1,515	0	0
净增债务	(72)	(16)	200	200	200
支付股息	(36)	(36)	(36)	(54)	(63)
其他融资现金流	380	(33)	(649)	(115)	(20)
融资活动产生的现金流	213	(140)	1,033	61	141
现金变动	540	(13)	1,068	246	400
期初现金	1,270	1,254	2,322	2,567	2,967
公司自由现金流	336	139	66	234	316
权益自由现金流	195	55	237	414	483

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,270	1,254	2,322	2,567	2,967
应收帐款	25	37	0	0	0
库存	45	33	31	34	37
其他流动资产	1,345	1,334	2,424	2,672	3,079
流动资产总计	1,390	1,367	2,455	2,706	3,116
固定资产	1,657	1,577	1,758	1,892	2,019
无形资产	206	282	275	268	261
其他长期资产	380	386	401	404	410
长期资产总计	2,243	2,245	2,433	2,564	2,690
总资产	3,634	3,612	4,888	5,269	5,806
应付帐款	478	460	371	403	439
短期债务	622	697	0	0	0
其他流动负债	1,247	1,096	1,263	1,213	1,275
流动负债总计	2,347	2,253	1,634	1,617	1,713
长期借款	85	70	270	470	670
其他长期负债	8	6	6	6	6
股本	713	713	963	963	963
储备	480	566	2,011	2,210	2,450
股东权益	1,194	1,279	2,974	3,173	3,414
少数股东权益	(0)	(0)	0	0	0
总负债及权益	3,634	3,612	4,888	5,269	5,806
每股帐面价值(人民币)	1.67	1.79	3.09	3.29	3.54
每股有形资产(人民币)	1.35	1.37	2.78	2.99	3.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	(0.41)	(0.89)	(0.82)	(0.78)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.3	10.2	9.7	8.3	9.5
息税前利润率(%)	6.9	7.0	9.4	7.8	8.9
税前利润率(%)	4.7	4.5	7.4	7.9	8.8
净利率(%)	3.3	3.4	5.5	6.0	6.6
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.6	1.5	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	3.9	4.4	(123.9)	(11.1)	(17.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	1.5	1.7	1.8
估值					
市盈率(倍)	29.7	37.0	28.2	24.0	20.0
核心业务市盈率(倍)	29.7	37.0	28.2	24.0	20.0
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	43.8	54.6	41.5	35.4	29.5
市净率(倍)	5.1	4.8	2.0	1.9	1.8
价格/现金流(倍)	9.3	13.7	32.0	18.3	16.3
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	13.4	12.2	14.8	13.0	11.1
周转率					
存货周转天数	4.8	3.4	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转天数	2.6	3.8	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	63.4	58.9	43.8	43.8	43.8
回报率					
股息支付率(%)	32.2	29.4	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.3	9.5	7.3	8.0	8.9
资产收益率(%)	3.1	3.4	4.4	4.8	5.2
已运用资本收益率(%)	8.7	9.1	8.2	6.8	7.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371