

2014年08月20日

开元投资 (000516)

——零售业稳定，医疗服务加速发展

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据:	2014年08月19日
收盘价(元)	7.47
一年内最高/最低(元)	8.57/4.43
上证指数/深证成指	2245/8043
市净率	3.9
息率(分红/股价)	0.67
流通A股市值(百万元)	5262

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	1.94
资产负债率%	56.27
总股本/流通A股(百万)	713/704
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《开元投资(000516)——定增 15 亿自建西安国际医学中心,中报业绩超出预期》 2014/07/14

《开元投资(000516)——商业盈利改善,医疗服务持续高增长》 2014/04/25

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297646
maxt@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	3,566	5	122	10	0.17	20.1	9.5	44	10
2014H1	1,958	4	138	51	0.19	20.2	10.0		
2014E	3,913	9.7	206	69	0.29	21.1	13.9	26	17
2015E	4,244	8.4	236	15	0.33	22.0	13.7	23	15
2016E	4,560	7.4	262	11	0.37	22.1	13.2	20	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **公司业绩超预期。**公司 2014H1 实现营收 19.58 亿，同比增长 4.20%；实现归母净利润 1.38 亿，同比增长 50.98%；扣非后归母净利润为 1.33 亿，同比增长 43.49%；加权平均 ROE 为 10.26%；同比增加 2.87 个百分点。半年度 EPS 为 0.194，超出预期。
- **零售业务保持稳定，医疗服务加速增长。**公司 2014H1 实现营收 19.58 亿，同比增长 4.20%。主营业务中，零售业实现收入 16.64 亿（占比 86.9%），同比增长 2.05%；医疗服务业实现收入 2.49 亿（占比 13.0%），同比增长 21.16%；其他社会服务业收入 223.80 万（占比 0.1%），同比增长 10.92%。消费放缓，电商分流，百货业态受冲击较大。开元商城钟楼店收入基本与去年同期持平，次新店（宝鸡店和西旺店）继续贡献增量。医疗服务方面，高新医院作为目前唯一的经营实体收入继续加速增长（快于 13 年 14.9% 的增速），病床使用率提升至 92%（13 年为 91%）。
- **高新医院经营改善，助力综合毛利率提升 1.2 个百分点。**本期综合毛利率为 20.20%，同比增加 1.2 个百分点。零售业毛利率 16.66%，同比增加 0.59 个百分点。医疗服务毛利率为 29.48%，同比增加 4.08 个百分点。高新医院通过改善病源结构（增加甲类手术、增设高毛利科室）、改善经营（增加高端服务，控制成本）和提价等手段，实现毛利率大幅提高。
- **钟楼店结束装修，高新医院净利率大幅提升，14H1 净利率增加 2.19 个百分点。**期间费用率 10.68%，同比减少 0.84 个百分点。其中销售费用率 3.03%，同比减少 0.38 个百分点；管理费用率 6.57%，同比减少 0.04 个百分点；财务费用率 1.08%，同比减少 0.42 个百分点。次新门店走出培育期，广告费同比下降 20.61%，降低销售费用率。业务招待费下降 28.65%，缩减管理费用。短期融资融券减少，削减利息支出，财务费用降低。本期净利率 7.07%，同比增加 2.19

个百分点。主要系钟楼店装修结束费用减少；高新医院盈利能力大幅提高，实现净利率 17.7%，同比增加 4.5 个百分点。

- **定增筹建西安国际医学中心，医疗服务做大做强。**公司拟募集资金 15 亿（不超过 25000 万股，发行价不低于 6.06 元/股），全部用于投资建设西安国际医学中心项目（原西安圣安医院项目）。项目完成后，在区位、体制管理、核心医疗人员、医院品牌、政策等方面竞争优势突出，打造西安市集团化、高端化民营医疗服务航母。该项目建设周期为 48 个月，暂不计入盈利预测。
- **维持盈利预测，维持增持。**公司商业稳定增长，全面转向医疗服务行业，在西安高新医院高速增长的同时通过自建国际医学中心拓展医疗服务产业链；未来有望参与陕西省公立医院改革，标的稀缺。本期业绩略超预期主要由于高新医院盈利能力快速提升，但考虑到下半年消费景气度仍较低零售业收入承压，暂不调整盈利预测。我们预测公司 14-16 年 EPS 为 0.29 元、0.33 元、0.37 元，对应 PE 分别为 26 倍、23 倍、30 倍。假设发行股本 2.5 亿，全面摊薄 EPS 为 0.21 元、0.25 元、0.27 元，对应 PE 分别为 36 倍、30 倍、28 倍，维持增持。

表 1：主营业务分行业、分产品、分地区情况（万元）

分类	项目	本期收入	占比	上期收入	占比	收入同比
分行业	零售业	166390.2137	86.90%	163047.3529	88.72%	2.05%
	医疗业	24866.87386	12.99%	20524.50423	11.17%	21.16%
	其他社会服务业	223.7982	0.12%	201.7631	0.11%	10.92%
分地区	西安地区	155401.8035	81.16%	150895.8623	82.11%	2.99%
	西安以外地区	36079.08229	18.84%	32877.75796	17.89%	9.74%
合计		191480.89	100.00%	183773.62	100.00%	4.19%

资料来源：公司公告，申万研究

表 2：销售费用（万元）

项目	本期发生	占比	上期发生	占比	同比增长
广告费	1046.560162	0.55%	1318.29364	0.72%	-20.61%
运输费	167.011656	0.09%	147.417635	0.08%	13.29%
保险费	22.91487	0.01%	26.690828	0.01%	-14.15%
工资及社保费用	2023.505264	1.06%	1856.13009	1.01%	9.02%
差旅会议费	15.88059	0.01%	13.78385	0.01%	15.21%
业务招待费	13.42495	0.01%	22.510985	0.01%	-40.36%
修理费	704.384373	0.37%	1010.36653	0.55%	-30.28%
水电费	529.341171	0.28%	686.68596	0.37%	-22.91%
租赁及物业管理费	582.095983	0.30%	673.541045	0.37%	-13.58%
其他费用	821.324025	0.43%	638.593043	0.35%	28.61%
合计	5926.44	3.10%	6394.01	3.48%	-7.31%

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：管理费用（万元）

项目	本期发生额	占比	上期发生额	占比	同比增长
工资及社保费用	5927.398972	3.10%	5657.29487	3.08%	4.77%
差旅会议费	202.786239	0.11%	196.029051	0.11%	3.45%
业务招待费	132.507931	0.07%	185.708123	0.10%	-28.65%
折旧费	3649.840623	1.91%	3753.26132	2.04%	-2.76%
无形资产摊销	457.756746	0.24%	376.597039	0.20%	21.55%
咨询费	81.700853	0.04%	73.0152	0.04%	11.90%
董事会费	10.000008	0.01%	10.000008	0.01%	0.00%
其他税金	1121.262414	0.59%	1079.08036	0.59%	3.91%
修理费	348.600762	0.18%	118.894849	0.06%	193.20%
其他费用	937.633903	0.49%	968.017546	0.53%	-3.14%
合计	12869.49	6.72%	12417.90	6.76%	3.64%

资料来源：公司公告，申万研究

表 4：公司各季度收入表（单位：百万元）

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	672	536	469	642	2,319
2010	709	569	532	716	2,526
2011	856	680	676	1,166	3,378
2012	995	806	670	931	3,403
2013	1,018	861	695	992	3,566
2014	1,056	902			

资料来源：公司公告，申万研究

表 5 公司各季度收入增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009					
2010	5.6%	6.1%	13.6%	11.5%	8.9%
2011	20.6%	19.6%	27.0%	62.9%	33.7%
2012	16.3%	18.5%	-0.9%	-20.2%	0.7%
2013	2.3%	6.8%	3.7%	6.5%	4.8%
2014	3.7%	4.7%			

资料来源：公司公告，申万研究

表 6：公司各季度净利润表（单位：百万元）

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	21	17	23	16	77
2010	24	76	21	31	152
2011	43	45	20	20	127

2012	54	40	10	8	111
2013	46	46	14	16	122
2014	66	72			

资料来源：公司公告，申万研究

表 7： 公司各季度净利润增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009					
2010	12.4%	352.5%	-6.1%	93.0%	98.3%
2011	83.6%	-41.1%	-8.2%	-37.1%	-16.4%
2012	24.1%	-11.4%	-49.7%	-59.4%	-12.7%
2013	-14.7%	16.0%	42.1%	98.0%	9.4%
2014	44.6%	57.4%			

资料来源：公司公告，申万研究

表 8： 公司期间费用率变化表

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减 (%)
综合毛利率	20.20%	19.00%	增加 1.2 个百分点
销售费用率	3.03%	3.40%	减少 0.38 个百分点
管理费用率	6.57%	6.61%	减少 0.04 个百分点
财务费用率	1.08%	1.50%	减少 0.42 个百分点
期间费用率合计	10.68%	11.52%	减少 0.84 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

表 9： 公司关键财务指标表（单位：百万元）

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长 (%)
销售费用	59	64	-7.31%
管理费用	129	124	3.64%
财务费用	21	28	-25.22%
期间费用	209	216	-3.37%
营业收入	1,958	1,879	4.20%
营业成本	1,562	1,522	2.65%
营业税金及附加	24	29	-15.66%
毛利率	20.20%	19.00%	1.20%
净利润	138	92	50.98%
净利率	7.07%	4.88%	2.19%

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制

品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。