

注入医院资产增厚业绩，但加大多元化业务风险

公司研究简报

◆公告梗概：

公司拟以2.97亿元受让中华控股、银凯医疗分别持有的西安高新医院有限公司（西安高新医院）92.94%、7.06%股权。本次交易完成后，西安高新医院成为公司的全资子公司。股权转让方中华控股、银凯医疗与公司从属于同一实际控制人，此次交易构成关联交易。

◆注入医院资产质地较好，增厚2012年EPS0.03元：

西安高新医院是我国第一家民营三级甲等医院，占地面积55亩，总建面5.2万平方米，设有临床、医技科室46个，床位760张。截止2011年10月31日医院总资产5.52亿元，负债总额3.38亿元，股东权益2.14亿元，2011年1-10月营业收入2.65亿元，净利润0.15亿元。公司采用收益法评估值3.19亿元为本次交易的定价基础，最终确定价格为2.97亿元，收购金额较账面净资产增值0.83亿元，溢价率39.01%。协议中，中华控股和银凯医疗对未来三年医院的净利润做出不低于2,083.79万元、3,167.04万元、4,217.85万元的承诺（不实现则以现金方式向公司一次性将差额补足），使此次投资收益的不确定性减小。

◆医疗板块前景广阔，但加大多元业务风险：

通过此次收购，公司可以迅速进入同属大消费行业的医疗领域，未来发展空间巨大。而且公司虽为三甲医院，但目前人均费用等价格方面与全国三甲医院相比仍偏低，因此未来发展空间较大。此外，借助此次收购，公司将进一步延伸投资链条，丰富公司的产业结构，扩大公司的行业版图。但公司一直是以百货零售为重心，从未涉足医疗事业，未来医院业务不会与公司现有的主营业务产生协同效应，多元化业务将拖累目前公司的整体估值下移。

◆维持买入评级，复牌后面临补跌风险：

不考虑地产业务EPS约0.03元，假定医院2012年注入公司，我们调整公司2011-2013年EPS分别至0.22/0.37/0.40元（之前为0.22/0.34/0.36元），其中零售主业分别为0.22/0.28/0.36元（医院业务分别为0.00/0.03/0.04元），以2010年为基期未来三年复合增长率23.5%（零售业务31.6%），给予公司六个月6.80元目标价，对应2012年主业20倍PE。我们维持之前的观点，公司百货业态目前门店梯队合理，自有物业比例较高，随着宝鸡店脱离培育期，西稍门店开业后的较好经营情况，我们对于公司百货业态前景较有信心。而随着公司业务日益多元化，未来经营从百货业态转变为投资型综合类公司的趋势也日益明显，维持买入评级。

◆风险提示：公司新门店培育期过长、多元化业务经营的管理风险

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,315	2,525	3,215	4,178	4,864
营业收入增长率	13.39%	9.08%	27.34%	29.96%	16.41%
净利润（百万元）	77	152	154	267	287
净利润增长率	29.73%	98.30%	1.40%	72.91%	7.47%
EPS（元）	0.11	0.21	0.22	0.37	0.40
ROE（归属母公司）	8.17%	14.24%	12.62%	18.39%	17.16%
P/E	49	25	24	14	13

买入（维持）

当前价/目标价：5.26/6.80元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebcn.com

市场数据

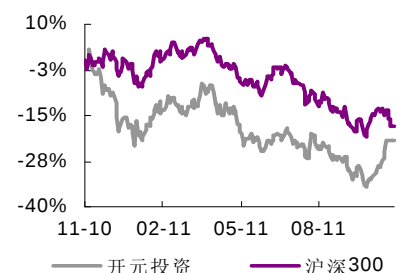
总股本(亿股)：7.13

总市值(亿元)：37.53

一年最低/最高(元)：4.28/7.02

近3月换手率：28.80%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.24	10.11	-3.31
绝对	19.28	3.14	-21.84

相关研报

开元投资：业绩符合预期，西旺店开业拖累业绩---3Q2011 季报点评

.....2011-10-22

开元投资：业绩超市场预期，价值被市场低估---1H2011 中报点评（调升至买入评级）

.....2011-07-27

开元控股：业绩超预期，主营零售业务实力提升---2010 年报及 1Q2011 季报点评

图表 1：开元投资 2009-2013 年 EPS 拆分

开元投资 2009-2013 年 EPS 拆分（2011 年 11 月 23 日更新）

单位：元	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013E
零售业务	0.12	0.16	0.22	0.28	0.36
煤矿、典当、社会服务	-0.01	-0.04	0.00	0.00	0.00
西稍门房地产项目	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
出售三秦董东煤矿投资收益	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
出售西安商业银行股权 ¹	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
向交通银行出售 1670 平米地产 ²	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00
医院部分收益	0.00	0.00	0.00 ³	0.03	0.04
合计	0.11	0.21	0.22	0.37	0.40

2012 年	2012	PE	价值
原有业务	0.28	20	5.60
房地产	0.00	1	0.00
出售西安商业银行股权	0.00	1	0.00
向交通银行出售 1670 平米地产	0.00	1	0.00
医院收益	0.03	40	1.20
共计			6.80

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：开元投资医院部分 2009-2013 年收支预测及 EPS 拆分（2011 年 11 月 23 日更新）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医院营业收入	26532.87	28907.95	31798.75	34978.62	38476.48
增速%		8.95%	10.00%	10.00%	10.00%
医院营业成本	20447.34	22812.10	24803.02	27283.32	30011.66
医院毛利率%	22.94%	21.09%	22.00%	22.00%	22.00%
医院净利润	1486.91	-4964.88	1700.00	2083.79	3167.04
医院净利率%	7.27%	-21.76%	6.85%	7.64%	10.55%
EPS 元				0.03	0.04

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：开元投资商业部分门店利润拆分

开元投资 2009-2013 年百货零售业务利润和 EPS 拆分（2011 年 10 月 22 日更新）

净利润 单位：万元	2009A	2010A	2011 E	2012E	2013E
开元商城	9493.40	12333.56	16650.31	19980.37	22977.42
安康店	38.45	88.83	159.89	255.83	358.16
咸阳店	-112.38	-98.28	100.00	350.00	525.00
宝鸡店	-664.09	-686.05	100.00	400.00	1000.00
西稍门店	-278.76	-505.52	-1200.00	-700.00	500.00
共计	8476.62	11132.54	15810.20	20286.20	25360.58

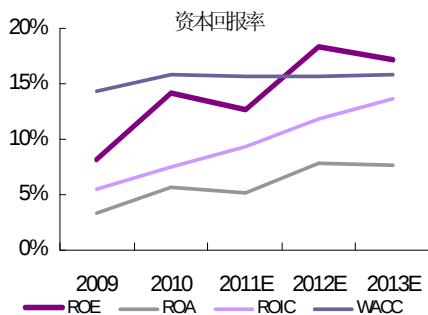
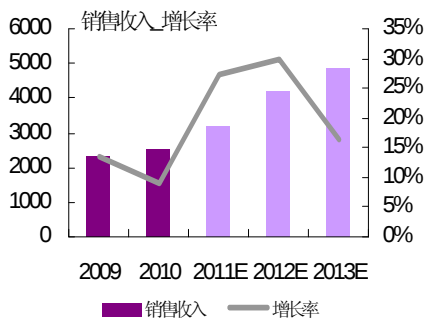
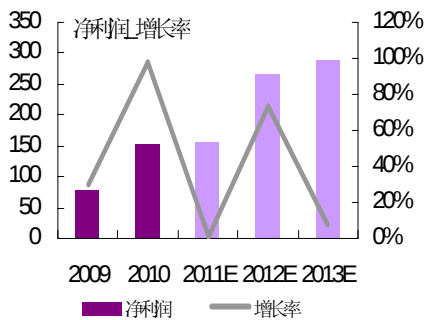
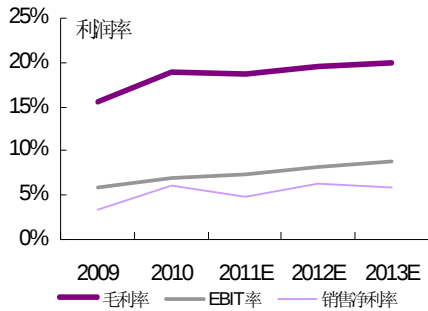
¹ 我们假设 2012 年将剩余西安商业银行业务出售，贡献利润约 EPS 0.02 元。（参见我们 20100909 公告点评）² 目前由于房产证进度原因，尚未确认收益，我们目前假定 2012 年能确认该收益。³ 我们假定医院于 2012 年并表

EPS 拆分 单位：元	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
开元商城	0.133	0.173	0.233	0.280	0.322
安康店	0.001	0.001	0.002	0.004	0.005
咸阳店	-0.002	-0.001	0.001	0.005	0.007
宝鸡店	-0.009	-0.010	0.001	0.006	0.014
西稍门店	-0.004	-0.007	-0.017	-0.010	0.007
共计	0.119	0.156	0.222	0.284	0.355

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告

- 20100713 中报符合预期，期待新门店培育期缩短----1H2010 中报业绩预增点评
- 20100810 产品结构调整，业绩略超预期----1H2010 中报点评
- 20100909 出售部分西安商业银行股权，增厚 2010 年 EPS 0.02 元----公司公告点评
- 20101022 业绩略低于预期，期间费用同比大幅上升---3Q2010 季报点评
- 20110117 开元控股：投资多元化，探索未来利润新增长点----公司对外投资公告点评
- 20110414 开元控股：1Q2011 业绩超预期，品牌调整逐渐发力---公司业绩快报点评
- 20110424 开元控股：业绩超预期，主营零售业务实力提升--2010 年报及 1Q2011 季报点
- 20110727 开元投资：业绩超市场预期，价值被市场低估---1H2011 中报点评（调升至买入评级）
- 20111022 开元投资：业绩符合预期，西旺店开业拖累业绩---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,315	2,525	3,215	4,178	4,864
营业成本	1,956	2,050	2,613	3,360	3,896
折旧和摊销	43	64	68	75	81
营业税费	27	31	39	50	58
销售费用	65	89	109	146	161
管理费用	127	181	215	280	323
财务费用	26	25	35	41	43
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	64	0	56	0
营业利润	115	213	204	356	382
利润总额	112	206	206	356	382
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属母公司净利润	76.76	152.21	154.35	266.88	286.82

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,430	2,707	2,970	3,434	3,759
流动资产	851	1,227	1,469	1,903	2,210
货币资金	676	980	1,222	1,588	1,848
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	27	50	38	46	49
存货	129	161	157	202	234
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	143	109	109	114	114
固定资产	1,080	984	1,069	1,133	1,182
无形资产	93	89	87	85	82
总负债	1,486	1,638	1,746	1,982	2,087
无息负债	712	881	929	1,168	1,318
有息负债	774	757	817	814	769
股东权益	944	1,069	1,223	1,451	1,672
股本	375	713	713	713	713
公积金	339	201	216	243	272
未分配利润	225	154	293	495	686
少数股东权益	5	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	281	286	317	499	515
净利润	77	152	154	267	287
折旧摊销	43	64	68	75	81
净营运资金增加	-341	-17	215	194	156
其他	502	86	-120	-37	-9
投资活动产生现金流	-441	80	-100	-49	-100
净资本支出	310	67	100	100	100
长期投资变化	143	109	0	-6	0
其他资产变化	-894	-96	-200	-144	-200
融资活动现金流	428	-62	25	-83	-155
股本变化	227	338	0	0	0
债务净变化	190	-17	60	-3	-45
无息负债变化	245	169	48	239	150
净现金流	268	304	242	366	261

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.39%	9.08%	27.34%	29.96%	16.41%
净利润增长率	29.73%	98.30%	1.40%	72.91%	7.47%
EBITDA 增长率	8.26%	32.42%	29.22%	35.52%	21.77%
EBIT 增长率	13.07%	27.06%	38.20%	42.60%	24.62%
估值指标					
PE	49	25	24	14	13
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	16	18	15	11	9
EV/EBIT	21	25	19	13	10
EV/NOPLAT	29	34	25	17	14
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.50%	18.81%	18.73%	19.58%	19.90%
EBITDA 率	7.75%	9.41%	9.55%	9.96%	10.42%
EBIT 率	5.89%	6.86%	7.44%	8.17%	8.74%
税前净利润率	4.84%	8.17%	6.40%	8.52%	7.86%
税后净利润率 (归属母公	3.32%	6.03%	4.80%	6.39%	5.90%
ROA	3.27%	5.62%	5.20%	7.77%	7.63%
ROE (归属母公司) (摊	8.17%	14.24%	12.62%	18.39%	17.16%
经营性 ROIC	5.43%	7.53%	9.29%	11.89%	13.71%
偿债能力					
流动比率	0.66	0.92	1.19	1.49	1.60
速动比率	0.56	0.80	1.06	1.34	1.43
归属母公司权益/有息债务	1.21	1.41	1.50	1.78	2.17
有形资产/有息债务	2.98	3.41	3.49	4.08	4.75
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.11	0.21	0.22	0.37	0.40
每股红利	0.03	0.00	0.05	0.09	0.10
每股经营现金流	0.39	0.40	0.44	0.70	0.72
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.20	-0.09	0.05	0.20
每股净资产	1.32	1.50	1.71	2.03	2.34
每股销售收入	3.24	3.54	4.51	5.86	6.82

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

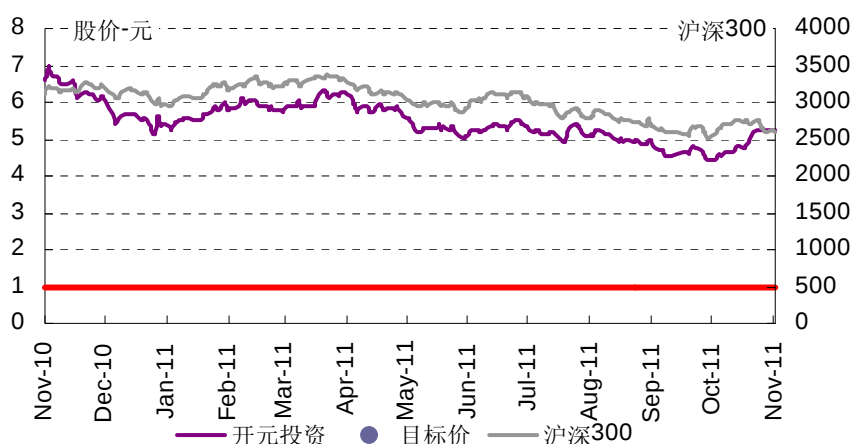
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

开元控股 (000516)



日期	股价	目标价	评级
2010-08-09	6.04	5.70	增持
2010-09-08	6.11	5.70	中性
2010-10-22	6.11	5.46	中性
2011-01-17	5.42	5.46	中性
2011-04-14	6.28	6.75	增持
2011-04-24	6.28	6.75	增持
2011-07-27	5.27	7.20	买入
2011-10-22	4.41	7.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebscn.com