

公司研究/季报点评

2017年05月02日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 7.66  
合理价格区间(元): 10~12

许世刚 执业证书编号: S0570512080004  
研究员 025-83387508  
xushigang@htsc.com

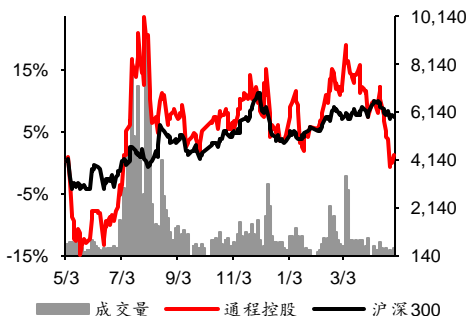
张坚 0755 82364269  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086  
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1 《通程控股(000419,增持): 净利同比持平, 金服平台初步形成》2017.04
- 2 《通程控股(000419):业绩符合预期, 维持“增持”评级》2016.10
- 3 《通程控股(000419):金融服务发展迅猛, 关注国企改革》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

# 收入增 2.17%，资产重估溢价高

## 通程控股(000419)

**公司 2017Q1 收入同比增长 2.17%，9 个季度以来公司收入首次由负转正**  
公司发布 2017 年一季报，2017Q1 公司实现营业收入 10.24 亿元，较上年同比增长 2.17%，9 个季度以来公司收入增速首次由负转正；归属于上市公司股东的净利润 3159 万元，同比下滑 6.06%；扣非后净利润为 2837 万元，同比增长 1.14%。一季报业绩符合此前预期。

**零售主业毛利率同比提升 0.28 个百分点，毛利率再度改善**

从毛利率角度看，公司综合毛利率 22%，同比提升 0.28 个百分点，毛利率进一步改善。从费用角度看，2017Q1 公司销售费用率 6.55%，同比提升 0.54 个百分点；管理费用率 10.45%，同比下滑 0.08 个百分点。

**自有物业丰富，温泉酒店进一步减亏助推商业板块价值重估**

公司自有物业储备丰富、位置优越，其中零售、酒店自有物业面积分别 12、20 万平方米，分别给予 2 万元/平方米、1.5 万元/平方米估值，共折合 54 亿元，物业重估价值大。而温泉酒店 2016 年亏损 1706 万元（下半年亏损不到 700 万元），相比于去年亏损 4376 万元，业绩进一步减亏有望强化对于公司盘活+转型的关注，并将扭转对于旗下商业板块价值的消极判断。

**金融服务持续快速增长，综合金融服务平台初步形成**

2016 年公司综合投资业务共实现收入 8686 万元，同比增长 35.65%。金融服务业务持续快速增长，其中典当子公司共实现净利润 4989 万，已成为公司重要利润来源。2016 年公司新设商业保理公司和寄卖公司，布局消费金融，类金融领域投资步伐开始加快，集典当、投资、保理、消费金融等多种业态于一体的多元化综合投资板块初步成型。

**维持“增持”评级，建议投资者积极关注**

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.08 亿元/1.24 亿元/1.46 亿元，同比分别增长 5.5%/15.2%/17.7%；对应 EPS 分别为 0.2 元/0.23 元/0.27 元，继续维持公司“增持”评级。可能催化剂：长沙银行上市，温泉大酒店盘活调整增加业绩，长沙市国企改革。

风险提示：宏观消费环境景气度急剧下行。

公司基本资料

总股本(百万股)	543.58
流通 A 股(百万股)	543.29
52 周内股价区间(元)	6.42-9.35
总市值(百万元)	4,164
总资产(百万元)	3,771
每股净资产(元)	3.64

资料来源: 公司公告

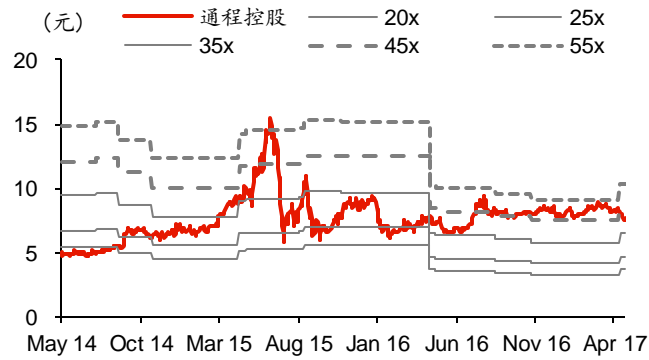
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,229	3,861	4,247	4,799	5,519
+/-%	(2.78)	(8.70)	10.00	13.00	15.00
归属母公司净利润(百万元)	102.41	102.25	107.90	124.30	146.32
+/-%	(28.46)	(0.16)	5.53	15.20	17.71
EPS(元, 最新摊薄)	0.19	0.19	0.20	0.23	0.27
PE(倍)	40.66	40.72	38.59	33.50	28.46

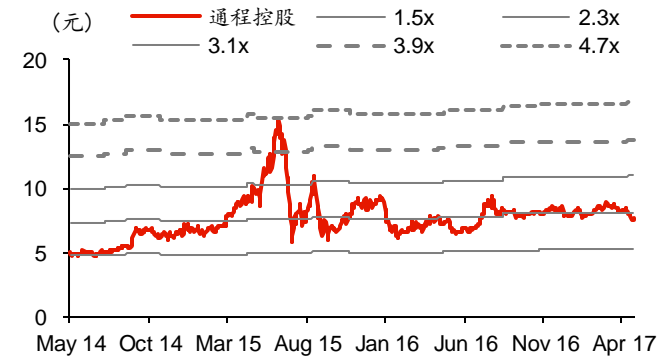
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**PE/PB - Bands**

**图表1: 通程控股历史 PE-Bands**



**图表2: 通程控股历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,033	1,969	2,013	2,110	2,435
现金	1,052	1,082	1,065	1,111	1,368
应收账款	10.98	12.88	12.31	14.36	16.65
其他应收账款	10.43	10.53	14.23	14.37	16.92
预付账款	14.47	35.53	27.35	32.77	39.00
存货	346.71	328.42	363.27	404.52	466.32
其他流动资产	598.55	499.96	531.36	532.63	527.64
非流动资产	1,810	2,008	2,071	2,132	2,180
长期投资	0.00	0.00	7.31	2.44	2.76
固定资产投资	1,064	1,233	1,310	1,395	1,478
无形资产	308.76	301.68	290.58	279.36	268.13
其他非流动资产	436.94	473.75	463.54	455.09	431.18
资产总计	3,843	3,978	4,084	4,242	4,615
流动负债	1,808	1,822	1,816	1,851	2,077
短期借款	232.00	192.00	136.65	0.00	0.00
应付账款	426.87	385.92	431.01	481.20	553.17
其他流动负债	1,149	1,244	1,248	1,370	1,524
非流动负债	63.34	67.90	63.45	64.73	65.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	63.34	67.90	63.45	64.73	65.19
负债合计	1,872	1,890	1,879	1,916	2,142
少数股东权益	127.36	141.50	150.93	163.77	178.95
股本	543.58	543.58	543.58	543.58	543.58
资本公积	417.40	417.40	417.40	417.40	417.40
留存公积	882.96	985.21	1,093	1,202	1,333
归属母公司股	1,844	1,946	2,054	2,163	2,293
负债和股东权益	3,843	3,978	4,084	4,242	4,615

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	152.18	88.85	230.19	392.45	456.09
净利润	110.78	116.41	117.34	137.14	161.50
折旧摊销	119.49	110.76	128.08	138.95	150.63
财务费用	(10.41)	(4.73)	1.54	(5.78)	(12.40)
投资损失	(28.63)	(36.39)	(33.69)	(33.75)	(34.17)
营运资金变动	(55.93)	(109.90)	19.79	153.65	189.56
其他经营现金	16.89	12.68	(2.87)	2.24	0.98
投资活动现金	(193.22)	(21.52)	(190.29)	(199.16)	(196.58)
资本支出	114.96	190.07	200.00	200.00	200.00
长期投资	126.93	(132.00)	(8.69)	0.46	(1.45)
其他投资现金	48.67	36.55	1.03	1.30	1.97
筹资活动现金	68.59	(50.87)	(57.19)	(146.73)	(2.96)
短期借款	132.00	(40.00)	(55.35)	(136.65)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(66.27)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2.86	(10.87)	(1.84)	(10.09)	(2.96)
现金净增加额	27.55	16.46	(17.29)	46.56	256.56

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,229	3,861	4,247	4,799	5,519
营业成本	3,377	3,020	3,321	3,743	4,294
营业税金及附加	43.89	38.10	43.63	48.74	56.00
营业费用	258.74	268.32	297.28	335.93	391.84
管理费用	444.25	420.22	462.06	527.89	607.07
财务费用	(10.41)	(4.73)	1.54	(5.78)	(12.40)
资产减值损失	1.12	3.41	2.31	2.42	2.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.63	36.39	33.69	33.75	34.17
营业利润	142.52	151.55	152.69	180.32	214.38
营业外收入	19.12	12.37	14.88	14.75	14.40
营业外支出	1.81	3.84	2.67	2.92	2.99
利润总额	159.83	160.08	164.90	192.15	225.79
所得税	49.05	43.67	47.56	55.01	64.29
净利润	110.78	116.41	117.34	137.14	161.50
少数股东损益	8.37	14.17	9.43	12.84	15.18
归属母公司净利润	102.41	102.25	107.90	124.30	146.32
EBITDA	251.59	257.59	282.31	313.49	352.61
EPS(元)	0.19	0.19	0.20	0.23	0.27

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(2.78)	(8.70)	10.00	13.00	15.00
营业利润	(22.31)	6.34	0.75	18.10	18.89
归属母公司净利润	(28.46)	(0.16)	5.53	15.20	17.71
获利能力(%)					
毛利率	20.14	21.78	21.80	22.00	22.20
净利率	2.42	2.65	2.54	2.59	2.65
ROE	5.55	5.25	5.25	5.75	6.38
ROIC	8.39	9.64	9.47	11.68	15.61
偿债能力					
资产负债率(%)	48.70	47.51	46.01	45.16	46.42
净负债比率(%)	12.40	10.16	7.27	0	0
流动比率	1.12	1.08	1.11	1.14	1.17
速动比率	0.93	0.90	0.91	0.92	0.95
营运能力					
总资产周转率	1.11	0.99	1.05	1.15	1.25
应收账款周转率	321.42	294.00	302.42	318.12	317.50
应付账款周转率	7.34	7.43	8.13	8.21	8.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.19	0.20	0.23	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.16	0.42	0.72	0.84
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.58	3.78	3.98	4.22
估值比率					
PE(倍)	40.66	40.72	38.59	33.50	28.46
PB(倍)	2.26	2.14	2.03	1.93	1.82
EV_EBITDA(倍)	12.41	12.13	11.06	9.96	8.86

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com