

百货零售

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

通程控股 000419

强烈推荐

变则通，通则达，业绩进入高速增长期

本报告在详细介绍了公司商业、酒店和典当业务的同时，重点分析了各项业务的增长点及管理转型给公司利润增长带来的深远影响。公司人才梯队完善、激励到位，本土优势突出，将充分受益于湖南省经济发展、城市群建设和新商圈的崛起。

投资要点：

- **业务架构：商业、旅游酒店和综合投资。**通程控股是湖南省第一家商业类上市公司，目前实行同品牌，多行业，多业态，多主题的经营模式。“通程”品牌在湖南已深入人心，主业涵盖商业、旅游酒店和综合投资（典当为主）。2010年，三大业务收入占比分别为85%、10%和1%；毛利润占比分别为44%、37%和4%。
- **转型：从注重资产到注重效益。**受累于巨额的投入和折旧，公司传统的重资产运营模式难以为继。2010年，公司提出管理转型，包括两方面涵义：(1)从注重资产规模到强调效益，从重资产运营向轻资产运营转型，从寻求资产性收益到寻求收入性收益，明确阶段性业务重心转为商业；(2)增强竞争意识、效益意识，提升管理绩效。
- **商业：电器为基础、百货为支柱，超市做配套。**公司商业板块处于收入和毛利率均高速上升的通道：(1)公司的7家百货、4家超市门店和部分电器连锁门店在2010年进行了提质改造；(2)星沙商业广场经营模式由租赁为主改为联营为主；(3)未来每年新开1-2家通程商业广场、8-10家电器连锁店和多家超市；商业广场将选址长沙副商圈、二线城市核心商圈，电器连锁注重渠道下沉至3、4级市场，超市走商业广场配套和独立社区生活超市两条路线。公司新门店培育期短，商业广场培育期1年左右，60%的电器连锁新店开业即可实现盈利，100%在20个月内实现盈利。
- **酒店业务：业绩弹性大，未来向管理输出转型。**2011年，通程国际大酒店、麓山大酒店将延续高增长，通程温泉大酒店将大幅减亏，通程盛源酒店将扭亏为盈，酒店业务全年将贡献1000万元以上的净利润。未来酒店业务将以管理输出为主要发展模式。
- **综合投资：1、典当：2006-2010年，通程典当收入复合增长率55.1%，净利润复合增长率53.1%。**新的发展机遇：(1)注册资本增至1亿元，贷款上限超过2亿元；(2)在信贷紧缩、通胀高企、利率上行的大背景下，典当市场供不应求，息费呈上行态势；(3)典当业务与商业、酒店业务协同效应增强。2、**股权投资：**持有长沙银行3.87%的股权，长沙银行有望于年底或明年上市；持有韶山光大村镇银行6%的股权。

盈利预测与估值：公司现有物业、长沙银行股权重估净值约为46.62亿元，远高于配股后的最新账面净资产14.50亿元，也高于公司目前的市值35.4亿元，安全边际充分。预计公司2011-2013年营业总收入分别为42.71、56.89和77.74亿元，复合增长率34.7%；归属于母公司的净利润分别为1.54、2.19和3.22亿元，EPS分别为0.34、0.48和0.71元，年复合增长率45.2%。按分部估值法，公司合理股价为11.26元，对应2011年31倍PE，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：(1)超市扩张拖累业绩；(2)异地扩张培育时间超出预期

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3256	4218	5610	7656
同比(%)	37%	30%	33%	36%
归属母公司净利润(百万元)	105	154	219	322
同比(%)	85%	46%	42%	47%
毛利率(%)	22.0%	22.3%	22.0%	21.2%
ROE(%)	12.6%	9.9%	12.7%	16.3%
每股收益(元)	0.23	0.34	0.48	0.71
P/E	32.20	22.07	15.49	10.52
P/B	4.05	2.19	1.97	1.72
EV/EBITDA	12	10	8	6

资料来源：中投证券研究所

相关报告



目 录

一、公司简介	3
1.1 业务架构：同品牌，多行业，多业态，多主题	3
1.2 公司业务收入及毛利润构成	4
1.3 股权架构 — 国资控股，董事、监事持股	4
1.4 管理转型，业务重心调整	5
二、湖南省— 经济腾飞，网络城市群孕育新商圈	6
2.1 经济快速发展，人均 GDP 与全国水平仍有差距	6
2.2 高铁、城铁、地铁助力长株潭 3+5 城市群，新商圈崛起	6
2.3 长沙市商圈分析	7
三、商业—电器为基础，百货为支柱，超市为配套	8
3.1 百货业务	8
3.2 超市业务	11
3.3 电器业务 – 湖南省市场占有率稳居第一	12
四、酒店业务—从自建物业向管理输出转型	15
4.1 管理能力突出，自有物业酒店培育期长，租赁物业酒店培育期短	15
4.2 各酒店业务情况分析	16
五、综合投资— 典当业务与股权投资	18
5.1 典当业务 — 多元化发展的重要单元，利润的重要增长点	18
5.2 股权投资 — 参与长沙银行定增，静待其登陆 A 股市场	19
六、公司竞争力分析	19
6.1 人才优势 — 事业留人，分享公司成长	19
6.2 通程会员卡 — 全方位服务，百货、超市、电器、酒店，一个也不能少	20
6.3 管理转型，空间无限	20
七、盈利预测与估值	20
7.1 资产价值重估：重估价值远高于帐面价值	20
7.2 关键假设	21
7.3 盈利预测与估值	23

一、公司简介

1.1 业务架构：同品牌，多行业，多业态，多主题

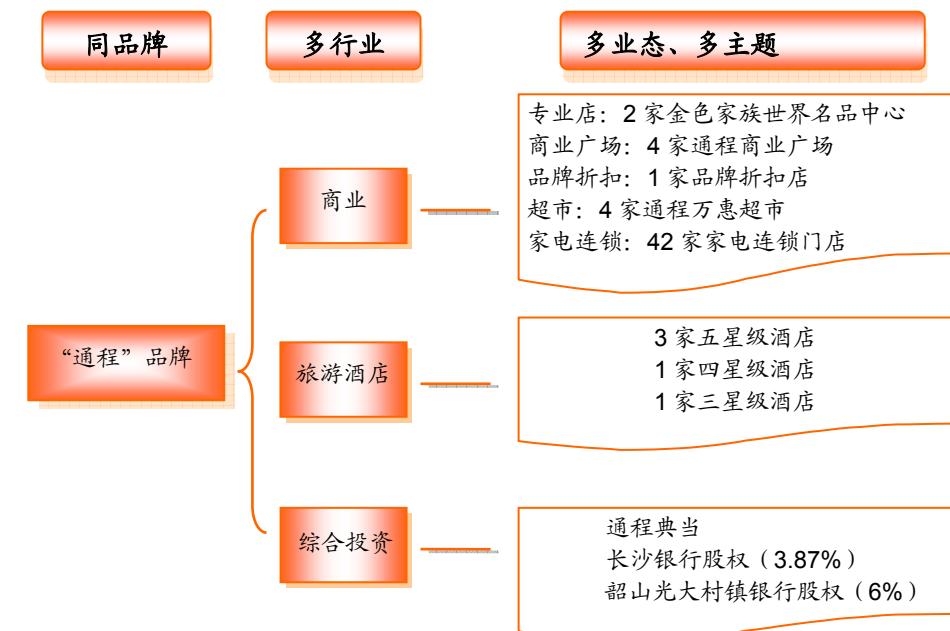
通程控股原名通程东百，于 1996 年在深交所上市，是湖南省第一家零售业上市公司。公司依托股东优势、品牌优势和敏锐的市场洞察力，不断进行相关多元化。“通程”品牌在湖南已深入人心，经营范围涉及零售、旅游饭店和综合投资三大业务。

首先，零售业是公司的传统主业。1983 年，通程百货的前身东塘百货大楼开业。公司积极进行探索与创新，经过近 30 年的发展，目前已涵盖百货、购物中心、超市、家电连锁等多个业态，有 2 家专营世界名品的金色家族世界名品中心，4 家可实现一站式购物的通程商业广场，1 家品牌折扣店，3 家通程万惠生活超市，以及 42 家电器连锁店，总营业面积达 13.17 万平方米，其销售收入在长沙市商业类公司中排名第 2。

其次，公司积极拓展旅游饭店业。目前，公司已拥有 3 家五星级酒店、1 家四星级酒店和 1 家三星级酒店，定位涵盖了中、高端商务饭店、度假酒店和主题式休闲饭店，共拥有营业面积 25.19 万平方米，客房总数 1765 间。

第三，公司试水金融领域，大力发展典当业并持有长沙银行股权。2006 年，公司与通程电梯共同设立的湖南通程典当有限责任公司取得了商务部颁发的《典当经营许可证》和长沙市公安局颁发的《特种行业许可证》，进入典当行业。2010 年，典当业务实现营业收入 3279 万元，净利润 2060 万元。

图 1 公司业务架构



数据来源：中投证券研究所、公司公告

1.2 公司业务收入及毛利润构成

2010 年，公司实现营业总收入 32.89 亿元，商业、旅游酒店、典当和其他业务收入占比分别为 85%、10%、1% 和 4%。商业板块中，电器业务收入约占 65%，百货业务收入约占 28%；超市业务收入约占 7%。从毛利润的角度看，商业占比 43.5%，其中电器占比 31.5%、百货占比 9.4%、超市占比 2.6%；旅游酒店业占比 36.8%，典当业占比 4.4%。

图 2 公司主营业务收入构成

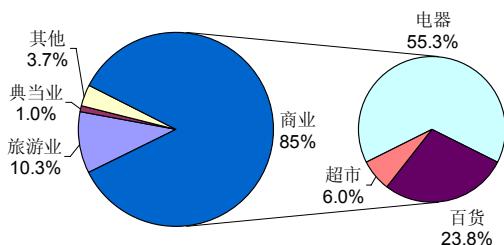
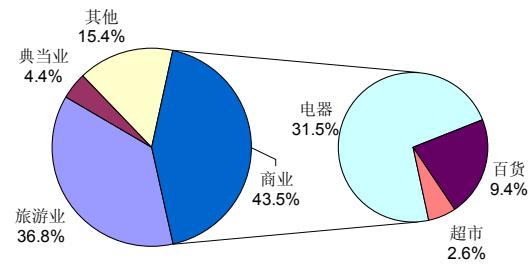


图 3 公司主营业务毛利润构成



资料来源：公司公告、公司调研、中投证券研究所

其他业务收入包括租金、餐饮、促销费、上架费、管理费等，该部分收入与商业板块的经营密切相关。

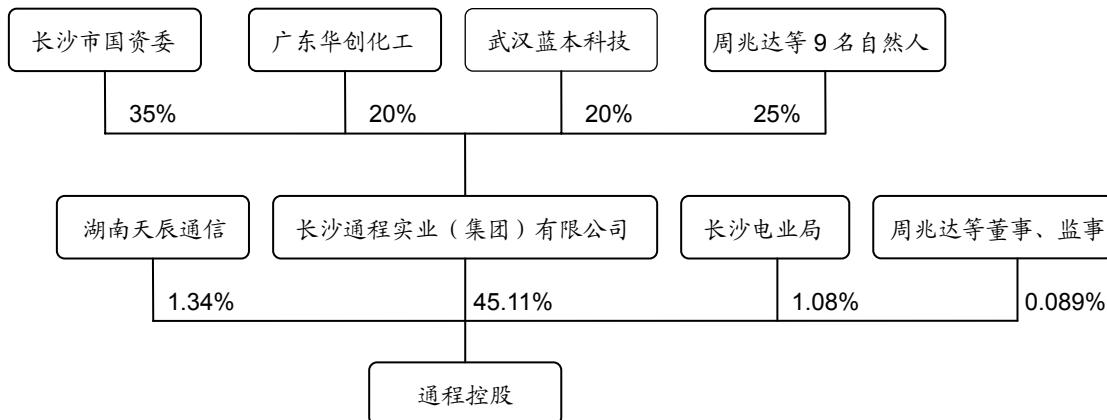
1.3 股权架构 — 国资控股，董事、监事持股

公司于 2007 年完成股权分置改革，股改后长沙市国资委对通程实业集团的持股比例由 100% 降为 35%。股改过程中引入两名战略投资者，即广东华创化工和武汉蓝本科技，均持有通程实业集团 20% 的股权。另，当时的董事、监事周兆达等 9 名自然人持有通程实业 25% 的股权。

此外，周兆达、郭虎清、柳植等 7 名董事、监事还直接持有上市公司 40.32 万股，占上市公司总股本的 0.089%。

国资控股的股权结构有助于公司在外延扩张、获取物业等方面得到更多支持，董事、监事直接持股有利于公司管理层积极性的调动。郭虎清除担任公司董事外，还兼任通程酒店管理公司首席执行官，统筹公司的酒店业务；柳植除担任公司董事外，还兼任通程商业公司总经理，统筹公司的商业板块业务。我们认为，公司商业、酒店这两大主营业务的负责人直接持有上市公司股权，有助于公司业务的持续、快速发展。

图 4 公司股权架构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 董事、监事、高管持股情况

序号	姓名	职务	发行后持股数 (股)	占董、监、高 持股比例	占公司总 股本比例
1	周兆达	董事长、总经理	275,057	68.22%	0.061%
2	周拥泽	董事、常务副总经理	0	0	0
3	郭虎清	董事	5,340	1.32%	0.001%
4	柳植	董事	24,737	6.14%	0.005%
5	杨格艺	董事、董事会秘书	0	0	0
6	曹光荣	独立董事	0	0	0
7	鲁应时	独立董事	0	0	0
8	潘定衢	独立董事	0	0	0
9	彭小兰	监事会主席	58,365	14.48%	0.013%
10	章棉水	监事	9,100	2.26%	0.002%
11	张宏伟	监事	0	0	0
12	舒适广	职工监事	30,508	7.57%	0.007%
13	陶青	职工监事	100	0.02%	0
14	唐建成	财务总监	0	0	0
合计			403,207	100%	0.089%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.4 管理转型，业务重心调整

2010 年之前，公司注重资产的累积，希望通过物业的升值获取资产性收益。2009 年 2 月，公司投资 6 亿多元建设的通程温泉大酒店开业，当年亏损 3000 多万元，严重拖累了公司业绩。另一方面，公司的电器连锁业务和购物广场业务蒸蒸日上，成为公司盈利的主要来源。2010 年，公司正式提出业务重心调整和管理转型。这包括两个层面的含义：(1) 从注重资产规模到强调效益，从重资产运营向轻资产运营转型，从寻求资产性收益到寻求收入性收益，

明确阶段性业务重心转为以电器连锁、购物广场为主的商业业务；（2）增强竞争意识、效益意识，提升管理绩效。

二、湖南省— 经济腾飞，网络城市群孕育新商圈

2.1 经济快速发展，人均 GDP 与全国水平仍有差距

继实施西部大开发，振兴东北老工业基地等战略之后，国务院于 2006 年发布《中共中央国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》，湖南省成为中部崛起的重要力量。2008 年，我国受次贷危机的影响，经济增速下滑；而湖南经济在政策扶持、承接产业转移、消费拉动等影响下增速则呈加速上行态势。2008 年 1 季度以来，湖南省 GDP 增速一直高于全国水平。

就人均 GDP 而言，虽然长沙市人均 GDP 远高于全国平均水平，且领先优势愈发突出，但湖南省全省人均 GDP 仍低于全国平均水平。湖南省经济发展还有很大空间。

图 5 全国、湖南省、长沙市 GDP 增速

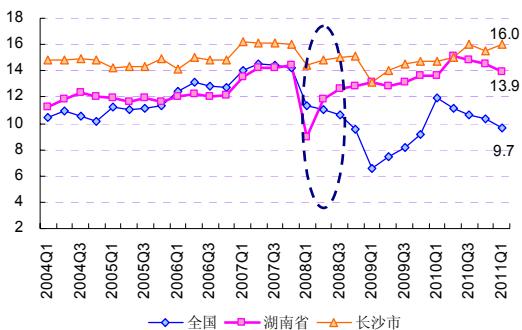
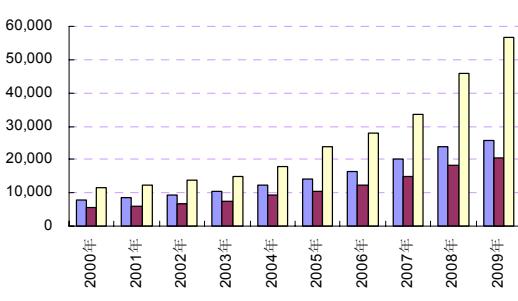


图 6 全国、湖南省、长沙市历年人均 GDP(元)



资源来源：Wind，中投证券研究所

2.2 高铁、城铁、地铁助力长株潭 3+5 城市群，新商圈崛起

长株潭 3+5 城市群是指以长沙、株洲、湘潭三个城市为中心，以岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳 5 个城市为外圈的湖南省东部城市群。

图 7 武广高铁路线图

图 8 长株潭 3+5 城市群一纵两横和半圆



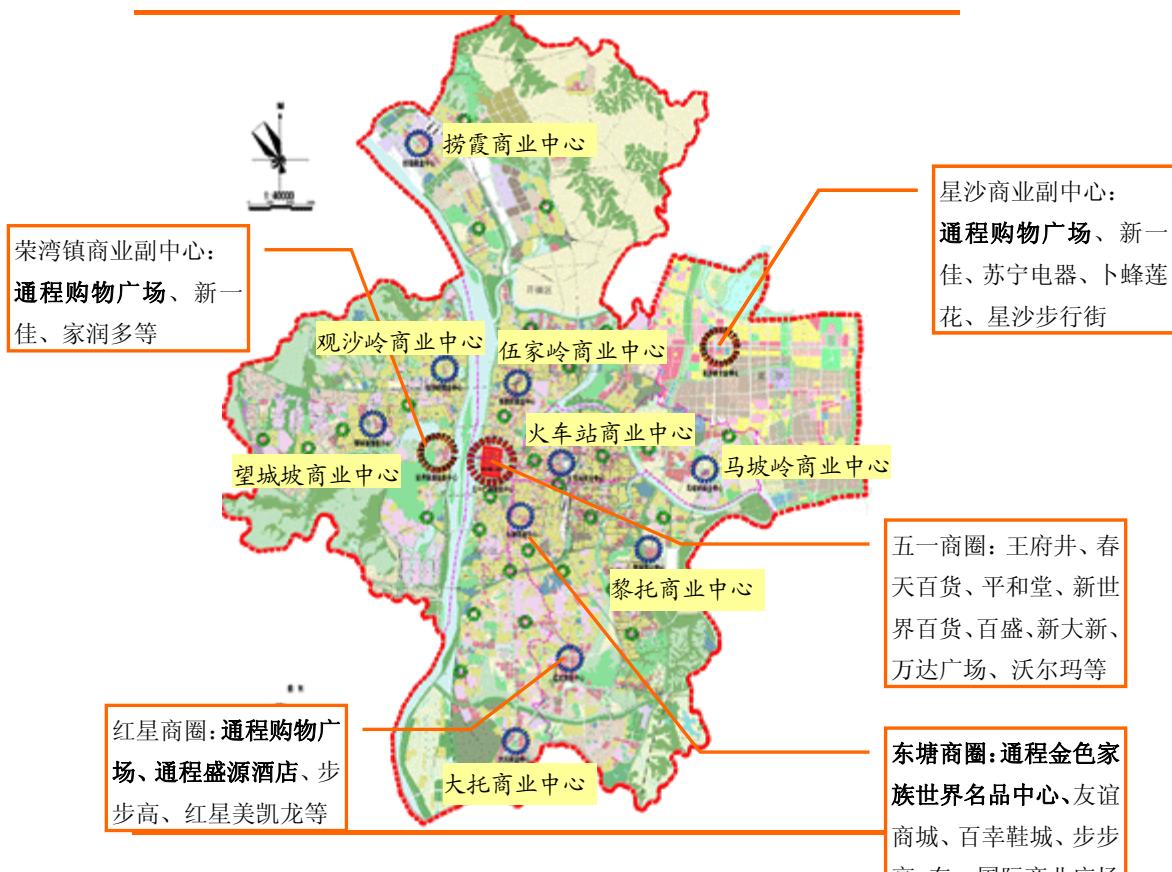
资源来源：Wind，中投证券研究所

2005 年以来，湖南省交通网络发展迅速，在京广铁路的基础上，新增武广高铁，新建长株潭 3+5 城市群一纵、两横、半圆城际铁路，长沙市地铁 2009 年动工，2013 年投入使用。

不同于北京、上海的单中心城市群，长株潭 3+5 城市群为网络型多中心城市群。发达的交通网络推动了湖南省与珠三角、长三角、湖南省内各城市间的人流、物流，促进了经济发展，提高了人民消费水平，同时也在新城区、城乡结合部等孕育了新商圈，为商业企业的发展提供广阔的市场空间。

2.3 长沙市商圈分析

图 9 长沙市商圈



资料来源：公司公告、中投证券研究所

根据《长沙市城市商业网点布局规划（2005-2020年）》，长沙市的商业体系结构为：1个市级商业中心—五一广场商业中心；2个市级商业副中心—星沙商业副中心和荣湾镇商业副中心；10个区域性商业中心—火车站商业中心、伍家岭商业中心、东塘商业中心、红星商业中心、望城坡商业中心、捞霞商业中心、马坡岭商业中心、黎托商业中心、观沙岭商业中心和大托商业中心；30个社区级商业中心；5个重点镇商业中心；5个一般商业中心。

三、商业—电器为基础，百货为支柱，超市为配套

3.1 百货业务

公司现有7家百货门店，包括2家金色家族世界名品中心、4家商业广场和1家奥特莱斯直销广场，总经营面积12.27万平方米，其中自有物业经营面积6.48万平方米。2010年，公司百货业务营业收入约为7.83亿元。

表2 通程控股百货业务门店情况

序号	门店名称	面积 (平方米)	开业时间	定位	物业 性质	地点	商圈	业态组合	经营模式
1	金色家族东塘名品中心	11,000	1996	精品百货	自有	长沙	东塘商圈	单体百货	联营
2	金色家族世界名品中心 (韶山店)	1,800	1999-9-1	精品百货 (奢侈品)	自有	长沙	通程国际大酒店 1-2层	酒店中的奢侈品百货店	联营
3	通程商业广场麓山店	37,000	2001-12-31	流行百货	自有	长沙	荣湾镇商圈	百货+超市(新一佳)+电器	联营
4	通程商业广场星沙店	15,000	2003-12-8	流行百货	自有	长沙	星沙商圈	百货+超市(新一佳)+电器	80%联营, 20%租赁
5	通程商业广场红星店	33,000	2010-1-30	流行百货	租赁	长沙	红星商圈	百货+超市+电器+酒店	联营
6	通程商业广场浏阳店	23,600	2009-5-21	流行百货	租赁	浏阳	商圈培育者	百货+超市+电器	联营
7	通程奥特莱斯直销广场	14,134	2009-1-1	品牌折扣店	租赁	长沙	--	单体百货	联营
	合计	122,734							

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司的百货业务具有如下特点：

- 多主题、差异化定位：**公司百货业务分为金色家族名品中心、商业广场（购物中心）和奥特莱斯品牌折扣店，定位分别为精品百货、大众百货和品牌折扣店。

2. 因店而变，兼顾核心商圈与城市副商圈：公司的布局思路为巩固在长沙东塘商圈的优势地位，大力拓展长沙的城市副商圈，在两个市级商业副中心荣湾镇和星沙以及区域商业中心红星商圈均有购物广场；在二、三线城市则以占据核心商圈为主。
3. 自有物业占比高：现有 7 家门店中，4 家为自有物业门店，自有物业面积达 6.48 万平方米，占比 47.8%。
4. 商业广场（购物中心）：商业广场是公司发展的重点，整合公司自身的百货、超市、电器业务，充分发挥规模效益和协同效应。
5. 培育期短：得益于通程品牌在湖南省的影响力和公司百货、超市、电器的业态组合，公司新开门店均能在 2 年内实现盈利。红星店的培育期仅为 10 个月，浏阳店的培育期仅为 7 个月。
6. 进入业绩快速增长期：除红星店 2010 年新开业外，其他 6 家门店均在 2010 年完成了装修改造、提档升级，已进入业绩快速增长期。2010 年，公司百货业务的平效仅为 5776 元/平方米·年，按报表口径推算百货业务的毛利率仅为 9%，与同行业公司相比，无论平效还是毛利率都有很大的提升空间。

➤ 金色家族东塘名品中心

其前身为 1983 年开业的东塘百货大楼；2004-2005 年，公司对其进行重新装修和品牌调整，以经营世界名品为主，改名为通程百货金色家族东塘店。2010 年 6-8 月，公司再次对其进行装修和品牌调整，经营面积增加 4000 平方米至 1.5 万平方米。品牌结构方面，一楼新增黄金、珠宝、化妆品，引进了周大福、吉盟、中国黄金、上海老庙、金理昂、千禧之星等品牌和法国著名化妆品零售品牌—SEPHORA（丝芙兰）；同时保留宝姿 1961、Locoste(鳄鱼)、BMW（宝马）、NAVIGARE（纳维凯尔）等国际名品；二楼有 Lavico（朗维高）、DIKENI（迪柯尼）、比音勒芬、朗梵等知名品牌；三楼则引进美之藤、粉蓝、易菲等时尚流行品牌。今年 1-5 月，该门店销售收入同比增速 100%。未来，公司还将对该门店进行持续的品牌调整。

➤ 金色家族世界名品中心（韶山店）

该门店成立于 1999 年 10 月，是国际一线品牌进入长沙市的第一站。该门店位于通程国际大酒店的 1-2 层，经营面积 1800 平方米，汇聚了 HUGO BOSS、S.T.DUPONT、BALLY、GIADA 等世界顶级品牌。

➤ 通程商业广场麓山店

通程商业广场麓山店开业于 2001 年 12 月 31 日，是公司第一个购物广场项目，也是湖南省第一个集购物、餐饮、娱乐、休闲于一体的现代化购物广场。该门店距离长沙市政府仅 5 公里的路程，附近有中南大学、湖南大学、长沙大学、湖南财政经济学院、长沙教育学院、湖南职业技术学院等十几所高等院校，辐射消费者群体过百万，且周边没有强势的竞争对手。该商业广场为自建物业，负一楼出租给新一

佳超市，到期后，公司有望收回开设通程万惠超市。2010年，该门店进行了升级改造，全年实现营业收入近4亿元，约占通程百货业务收入的50%。今年1-5月，该门店营业收入同比增速达38%，全年营收有望实现5.5亿元。

➤ 通程商业广场星沙店

通程商业广场星沙店位于长沙县城中心绿化广场的负一层，毗邻国家级长沙经济技术开发区，于2003年12月8日开业。长沙经济开发区内汇聚了三一重工、山河智能、飞利浦、浦沅机械、长丰猎豹、北汽福田等机械、装备制造企业，带动了长沙县、乃至整个湖南省的经济增长。星沙店为公司自建物业，开业至2010年初均采取分片租赁的商业街区形式，盈利模式为物业出租。因租金较低，一直处于亏损状态。2010年中期，公司将星沙商业广场升级改造为真正的购物中心，80%的营业面积采用联营方式。百货的经营面积由7000平方米增加至1.5万平方米，并细分为时尚男女装馆、黄金珠宝馆、时尚鞋包馆、运动休闲馆、儿童服饰馆和针织床品馆六大功能板块。今年1-5月，营业收入呈现爆发式增长，同比增速超过300%。预计全年营业收入将达到1.46亿元。

➤ 通程商业广场红星店

通程商业广场红星店位于新兴的红星商圈，于2010年1月30日开业，业态涵盖百货、超市、电器和酒店，百货和超市部分营业面积3.3万平方米。同年开业的通程盛源酒店也位于同一物业之内。红星商圈位于长株潭三市结合部的核心区域，距武广高铁客运站、黄花国际机场、株洲、湘潭均在半小时车程以内，紧邻森林植物园、圭塘河生态景观区、湖南省政府及湖南环保科技产业园，内有红星国际会展中心、红星美凯龙家居广场、步步高超市等，人流、物流优势明显。2010年10月，红星店即实现盈利，培育期仅9个月。今年1-5月，红星店客流量增加50%，销售收入同比增加58%。

➤ 通程商业广场浏阳店

通程商业广场浏阳店位于浏阳市主干道上的传统核心商圈，首次集百货、超市、电器于一体，营业面积2.36万平方米，总投资额1.5亿元，于2009年5月21日开业。浏阳市是湖南省的东大门，经济有集散性、辐射性。其商业辐射范围可达北邻的平江县、南邻的醴陵市和东邻的江西省萍乡市、宜春市。今年1-5月，浏阳店营业收入同比增速达60%，预计全年营业收入达1.89亿元。

➤ 通程奥特莱斯直销广场

鉴于长沙市民购买力的不断提升和品牌认知度的增强，同时借助于金色家族品牌多年经营积累的供应商资源，公司于2009年1月1日在长沙万家丽中路的上河国际商业广场开出1.41万平方米的奥特莱斯直销广场，并当年实现盈利。

百货业务外延扩张

公司一方面对现有门店进行改造、升级，挖掘内生增长的潜力；另一方面，公司积极寻求外延扩张。目前，公司的拓展遵循以下原则：

- 1、立足湖南省，在长沙市的拓展以城市副商圈为主，在二三线城市则选址核心商圈；
- 2、新项目以大体量，综合百货、超市、电器等多种业态，集购物、餐饮、休闲、娱乐为一体的商业广场为主；
- 3、物业的获取上灵活多样，采用租赁、自建、合作开发等多种形式，充分发挥“通程”品牌在湖南的影响力，及酒店、典当等业务的协同效应；
- 4、以每年新增1-2家商业广场的速度进行扩张。

表3 通程控股百货业务扩张项目

项目名称	面积 (平方米)	城市	商圈	物业性质	业态组合
通程商业广场株洲店	70,000	株洲	河西商圈	租赁	百货+超市+电器
通程商业广场怀化店	46,000	怀化	火车站商圈	租赁	百货+超市+电器

资料来源：配股说明书，公司调研，中投证券研究所

公司目前有两个储备项目，分别为通程商业广场株洲店和怀化店。

➤ 通程商业广场株洲店

公司将选址株洲市河西商圈开设商业广场。根据株洲市商圈成熟度和城市发展规划，河西商圈是株洲市发展的战略重点。目前，该区域已初具规模，配套有超市、酒店、高档居民区等，通程商业广场的进入将会填补该区域在大型百货方面的空白。

➤ 通程商业广场怀化店

2011年5月28日，公司与怀化英泰建设投资有限公司签署合作项目，公司以租赁方式开发位于怀化火车站商圈的英泰国际综合楼1至5层，建筑面积4.6万平方米。公司将在此开设集流行百货、超市、电器为一体的综合型购物中心，预计2012年8月底开业。

怀化是东中部地区通向大西南的交通枢纽城市，素有“黔滇门户”、“全楚咽喉”之称，是湘西重要的商品集散地。

3.2 超市业务

表4 通程控股超市业务门店情况

序号	门店名称	面积 (平米)	地点	开业时间	物业性质	类型
1	通程万惠超市左家塘店	19,999	长沙	2007-2-10	租赁	独立门店
2	通程万惠超市迎宾路店	3,945	长沙	2007-2-10	租赁	独立门店

3	通程万惠超市浏阳店	9,300	浏阳	2009-5-21	租赁	商业广场配套门店
4	通程万惠超市红星店	3,000	长沙	2010-1-30	租赁	商业广场配套门店
	合 计	36,244				

资料来源：公司公告、公司调研、中投证券研究所

目前，公司超市业务有4家门店，其中左家塘店和迎宾路店为独立门店，浏阳店和红星店为商业广场的配套门店。超市业务2010年亏损1000多万，今年1-5月收入同比增长超过20%，规模效益和协同效应日益显现，今年可实现大幅减亏。

未来，公司的超市业务将沿两条路线进行拓展：（1）继续发展商业广场的配套门店；（2）在人口密集的区域大力发展面积5000平米左右的社区生活超市。

3.3 电器业务 - 湖南省市场占有率稳居第一

表5 通程控股电器连锁门店

序号	门店名称	面积(平方米)	所属地市	城市
1	东塘旗舰店	9,349.38	长沙市	长沙市
2	五一广场旗舰店	8,869.00	长沙市	长沙市
3	西城旗舰店	5,847.00	长沙市	长沙市
4	八一锦华店	4,025.00	长沙市	长沙市
5	远大路店	3,564.00	长沙市	长沙市
6	星沙旗舰店	3,500.00	长沙市	长沙市
7	浏阳店	3,441.00	长沙市	长沙市
8	红星店	3,044.00	长沙市	长沙市
9	芙蓉南路店	2,830.76	长沙市	长沙市
10	杨家山店	2,400.00	长沙市	长沙市
11	宁乡大西门店	1,747.00	长沙市	长沙市
12	左家塘店	1,500.00	长沙市	长沙市
13	望城湘陵店	1,098.00	长沙市	长沙市
14	长沙西站旗舰店	4,800.00	长沙市	长沙市
15	伍家岭旗舰店	4,450.00	长沙市	长沙市
16	郴州罗家井店	5,700.00	郴州市	郴州市
17	永兴大桥路店	1,914.00	郴州市	永兴县
18	衡阳店	3,867.00	衡阳市	衡阳市
19	衡阳祁东县正中路店	1,500.00	衡阳市	祁东县
20	怀化溆浦卢峰店	1,800.00	怀化市	溆浦县
21	怀化中心市场旗舰店	3,570.00	怀化市	怀化市
22	娄底九龙店	2,563.00	娄底市	娄底市
23	冷水江店	1,848.00	娄底市	冷水江市
24	娄底涟钢店	1,720.00	娄底市	娄底市
25	涟源光明山店	1,718.00	娄底市	涟源市

26	邵阳广场店	2,800.00	邵阳市	邵阳市
27	邵阳南站店	2,400.00	邵阳市	邵阳市
28	邵东大汉步行街店	2,000.00	邵阳市	邵东县
29	武冈东门口店	1,718.00	邵阳市	武冈市
30	益阳秀峰店	2,319.00	益阳市	益阳市
31	沅江琼湖东路店	1,353.00	益阳市	沅江市
32	益阳大海棠旗舰店	5,000.00	益阳市	益阳市
33	永州永泰店	3,635.00	永州市	永州市
34	永州东安龙泊湾店	1,500.00	永州市	东安县
35	岳阳步行街旗舰店	4,418.00	岳阳市	岳阳市
36	岳阳花板桥店	2,400.00	岳阳市	岳阳市
37	湘阴江东路店	1,720.00	岳阳市	湘阴县
38	岳阳县东方路店	1,580.00	岳阳市	岳阳县
39	汨罗高泉南路店	1,533.80	岳阳市	汨罗市
40	株洲响石岭店	5,563.00	株洲市	株洲市
41	株洲中心广场店	3,600.00	株洲市	株洲市
42	株洲渌口店	1,450.00	株洲市	株洲县
合计		131,654.94		

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司电器连锁业务起始于 2002 年，经过近 10 年的发展，公司现有电器连锁门店 42 家，营业面积 13.16 万平方米，2010 年销售收入超过 20 亿元，毛利率达 13%。

公司在湖南省内一级市场长沙市拥有 15 家门店，营业面积 6.05 万平方米，占总营业面积的 45.9%；在岳阳、娄底等地级市拥有 12 家门店，营业面积 4.28 万平方米，占总营业面积的 32.5%；在永兴县、东安县等三级市场拥有 15 家门店，占总营业面积的 21.6%。

公司电器连锁店培育期短：60%的新开门店开业即可实现盈利，零培育期；90%的门店在 12 个月内实现盈利，全部门店都能在 20 个月内实现盈利。公司不允许亏损门店的存在，但电器业务开业至今，尚未出现因业绩不理想而关店的情况。

表 6 通程控股电器连锁门店

	长沙	岳阳	娄底	邵阳	益阳	株洲	郴州	衡阳	怀化	永州	总数
门店家数	15	5	4	4	3	3	2	2	2	2	42
占比	36%	12%	10%	10%	7%	7%	5%	5%	5%	5%	100%
面积 (m ²)	60,465	11,652	7,849	8,918	8,672	10,613	7,614	5,367	5,370	5,135	131,655
占比	46%	9%	6%	7%	7%	8%	6%	4%	4%	4%	100%
平均单店 面积 (m ²)	4,031	2,330	1,962	2,230	2,891	3,538	3,807	2,684	2,685	2,568	3,135

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 7 通程控股电器连锁门店

	一级市场	二级市场	三级市场	合计
门店家数	15	12	15	42
占比	36%	29%	36%	100%
面积 (m ²)	60,465	42,818	28,372	131,655
占比	45.9%	32.5%	21.6%	100%
平均单店 面积 (m ²)	4,031	3,568	1,891	3,135

资料来源：公司公告，中投证券研究所

通程电器在湖南省市场占有率稳居第一：公司 2010 年上半年电器主营业务收入约为 91,024 万元，在湖南省排名第一，苏宁电器、国美电器在湖南省的主营业务收入分别约为 61,350 万元和 37,600 万元；通程电器在湖南省的市场占有率为 46%，苏宁、国美在湖南省的市场占有率为 31% 和 19%；同期，湖南省本土商业企业步步高和友阿股份的电器销售收入为 29,063 元和 13,122 元，占有率为 15% 和 7%。

在湖南省，相比苏宁、国美，通程电器的优势在于：

1、渠道下沉先于苏宁、国美，且布局更合理。

苏宁于 2004 年 9 月进入湖南，国美于 2004 年 3 月进入湖南。当时，实力尚弱的通程电器避其锋芒，率先在二级市场衡阳、郴州、株洲布点，随后于 2005 年进入三级市场娄底市涟源、于 2006 年进入岳阳市湘阴县，于 2007 年进入岳阳县。目前，公司正在对四级乡镇市场进行调研、论证、建模，预计今年下半年将会有四级市场门店开出。

2、在湖南省内各区域的物流配送、售后服务、保障体系均优于苏宁、国美。

公司现有 3 座自建物流中心，分别为 2008 年 4 月建成的长沙物流中心，2009 年 8 月建成的衡阳物流中心和 2009 年 11 月建成的邵阳物流中心，总面积超过 2 万平方米，日配送能力达 6000 台，可在 24 小时内实现送货上门并安装。目前，常德物流中心正在建设中。

3、通程品牌在湖南省享有深远的影响力，通程电器与酒店、百货、超市等业务有良好的协同效应。

4、公司熟悉湖南省市场，社会关系广泛，在选址、租金、营销等方面本土优势明显。

未来，公司与苏宁、国美的竞争将遵循“以我为主，针锋相对，避实就虚”原则。以我为主：不追随苏宁、国美，杜绝盲目开店，自有团队调研、构建模型、通过可行性分析、充分论证后方可实施新项目；针锋相对：优势区域不放松；避实就虚：充分发挥本土优势，加大二、三、四线城市的布局。未来两年，公司将每年新开 8-10 家电器连锁店并加快向三、四线城市的布点。

四、酒店业务—从自建物业向管理输出转型

4.1 管理能力突出，自有物业酒店培育期长，租赁物业酒店培育期短

经过多年的投入，一方面，公司酒店业务积累了雄厚的固定资产：现有5家酒店中，4家为自有物业，自有物业营业面积达23.77万平方米，占比94.4%。另一方面，自有物业酒店投入大，年折旧、摊销金额高，培育期为4年甚至更长时间。公司的酒店管理能力一直被奉为行业标杆，盛源酒店在开业第二年便可实现盈利，再次验证了公司突出的运营管理能力，也坚定了公司从重资产运营向轻资产运营、从自建物业向管理输出转型的决心。

表8 公司酒店业务基本信息

名称	营业面积(平米)	物业性质	定位	星级	开业时间	位置	股权比例
通程国际大酒店	90,000	自有	高端商务饭店	五星级	1998年5月	长沙韶山北路	95%
通程温泉大酒店	91,200	自有	主题式休闲饭店	五星级	2009年2月	长沙宁乡玉潭镇	70%
通程山庄酒店	32,000	自有	会议、休闲、度假饭店	五星级	2003年12月	湖南省长沙市雨花区同升湖	
通程盛源酒店	14,202	租赁	中高端商务饭店	四星级	2010年5月	长沙市湘府东路2段517号	100%
通程麓山大酒店	24,500	自有	中端商务饭店	三星级	2009年9月	长沙岳麓区枫林1路19号	100%
合计	251,902						

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表9 公司各酒店客房、床位、餐位资源数量

名称	客房总数(间)	床位数(个)	餐位数(个)
通程国际大酒店	440	683	1,670
通程温泉大酒店	499	769	709
通程山庄酒店	220	374	1,400
通程盛源酒店	275	373	600
通程麓山大酒店	331	586	893
合计	1,765	2,785	5,272

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表10 公司各酒店历年出租率

名称	2007	2008	2009	2010 H1	2010	2011E
通程国际大酒店	出租率	62%	58%	57%	65%	67%
	平均房价(元)				570	590
	RevPAR(元)				382	401
通程温泉大酒店	出租率			23%	34%	35%
						38%

	平均房价(元)				390	420
	RevPAR(元)				137	160
通程山庄酒店	出租率	43%	33%	34%	49%	50%
	平均房价(元)				390	410
	RevPAR(元)				195	213
通程盛源酒店	出租率				53%	55%
	平均房价(元)				290	310
	RevPAR(元)				160	186
通程麓山大酒店	出租率				66%	66%
	平均房价(元)				170	200
	RevPAR(元)				112	134

资料来源：配股说明书，公司调研，中投证券研究所

表 11 公司各酒店客源构成情况

酒店名称	会议	旅行社	合约	散客	订房中心	其他	总数
通程国际大酒店	12.1%	7.6%	39.3%	25.5%	14.2%	1.4%	100%
通程温泉大酒店	32.2%	13.9%	28.1%	21.6%	3.7%	0.5%	100%
通程山庄酒店	78.2%		20.3%		1.5%		100%
通程盛源酒店	10.1%	25.9%	28.2%	35.8%			100%
通程麓山大酒店	33.6%	12.8%	18.9%	29.3%	2.9%	2.5%	100%
加权平均	29.1%	10.9%	28.4%	23.8%	6.4%	1.3%	100%

资料来源：配股说明书，公司调研，中投证券研究所

4.2 各酒店业务情况分析

公司旗下各酒店档次分明，实行差异化定位 5 家酒店中有 3 家五星级、1 家四星级和 1 家三星级酒店，定位上既有中端至高端的商务酒店，又有主题式休闲、度假酒店。

➤ 通程国际大酒店

通程国际大酒店是湖南省首家严格按国际五星级标准建造的豪华酒店，投资 8 亿多元，于 1998 年开业。酒店位于长沙市中心—韶山北路 159 号，交通便利，距机场仅 30 分钟、距火车站 5 分钟。

通程国际大酒店有客房总数 440 间，出租率逐年上升，2010 出租率 67%，RevPAR 为 382 元。该酒店的客源中，高毛利的合约和散客分别占 39.3% 和 25.5%，低毛利的旅行社客户被严格控制在 8% 以下。

该酒店的餐饮业务以风味齐全、口味纯正、食品安全而著称，餐饮收入约占酒店总收入的一半左右，并处于持续增长的过程中。目前，该酒店面临的竞争对手主要是华天大酒店、湖南华雅国际大酒店和长沙运达喜来登酒店。2011-2012 年，公司计划投资 2000 万元在不影响营业的情况下对酒店进行分层、分批装修。装修后，客房、会议室、餐饮、娱乐等业务将会提价。

该酒店 2010 年实现营业收入 1.66 亿元，净利润 3028 万元；预计 2011 年收入可实现 33% 的增长，达 2.2 亿元。

➤ 通程温泉大酒店

通程温泉大酒店是公司投资近 7 亿元建设的五星级主题式休闲饭店，占地面积 50 亩，营业面积 9.12 万平方米，于 2009 年 2 月开业。酒店位于长沙市宁乡县玉潭镇，交通便利，距长常高速公路入口仅需 3 分钟车程，前往长沙市区 30 分钟车程，距黄花国际机场约 60 分钟车程。

该酒店的收入来源主要为客房收入和温泉收费。2009 年，该酒店主营业务收入 5171 万元，亏损 3685 万元；2010 年主营业务收入 7304 万元，亏损 2526 万元，是拖累公司整个酒店业务盈利情况的主要原因。伴随着通程温泉大酒店市场影响力的增强，其收入持续增长，预计 2011 年营业收入可达 1.1 亿元，亏损缩小至 2000 万元左右。

目前，沪昆高铁长沙段正在施工，影响了车辆进入通程温泉大酒店的便利程度。预计长沙段将于 2012 年底施工完毕，届时，影响温泉大酒店交通的问题解除，且 2013 年沪昆高铁通车将会给酒店带来更多客流。2013 年，温泉酒店将进入高速发展期。

➤ 通程山庄酒店

同升湖通程山庄酒店位于长株潭城市一体化的中心位置，毗邻京珠高速，公路网四通八达，距火车站 15 分钟车程，到机场、湘潭、株洲市中心均只需 20 分钟车程，交通极为便利。同升湖通程山庄酒店占地 500 亩，营业面积 32000 平方米，有近 20000 平方米的生态花园广场。

该酒店 2010 年营业收入约 5000 万元，预计 2011 年营收增速 10-20%。

➤ 通程盛源酒店

盛源酒店位于红星商圈，和通程购物广场红星店属同一物业，于 2010 年 5 月开业，定位于中高端商务酒店。该酒店 2010 年实现收入 1400 万元左右，亏损约 500 万元。今年 1-5 月，该酒店收入已达 1700 万元，已实现盈亏平衡；预计全年营业收入超过 4000 万元。

➤ 通程麓山大酒店

麓山大酒店位于长沙市岳麓山脚下，毗邻通程商业广场麓山店。岳麓区几十所高校频繁的学术交流会议为麓山大酒店提供了丰富的客源。公司于 2009 年 12 月 31 日收购通程集团持有的麓山酒店 100% 股权，并于 2010 年对其进行了升级、改造。2010 年，该酒店的会议客源占比达 33.6%，散客占比 29.3%，实现营业收入 3955 万元，净利润 153 万元。今年 1-5 月，该酒店营业收入已超去年全年，净利润已达 200 万元。

五、综合投资—典当业务与股权投资

5.1 典当业务—多元化发展的重要单元，利润的重要增长点

2006年，通程典当取得商务部颁发的《典当经营许可证》和长沙市公安局颁发的《特种行业许可证》，进入典当业。2009年，通程典当注册资本由2000万元增至4500万元，2010年，再次增资至10000万元，公司持股比例为71.225%，表决权比例73%。

通程典当成立以来，经历了高速的发展，是公司多元化发展的重要单元，是公司利润的重要增长点。2006-2010年，典当业务收入年复合增长率55.07%，净利润年复合增长率53.12%。2010年，典当业务的净利润占到公司净利润的19.91%。

通程典当贷款总规模的上限为注册资本、等规模的银行贷款和留存利润之和，合计超过2亿元。典当业务的收费标准为贷款利率加管理费。通程典当的主要业务集中在房地产抵押贷款业务和财产权利典当业务，期限一般不长，以3个月为主；贷款金额多在1000万元左右。

表 12 通程典当历年收入及净利润

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2006-2010年CAGR
典当营业收入(万元)	567.00	1,919.94	2,818.22	2,527.00	3,278.57	
增长率		238.61%	46.79%	-10.33%	29.74%	55.07%
典当营业收入/主营业务收入	0.49%	1.27%	1.63%	1.10%	1.03%	
典当净利润(万元)	374.82	1,014.23	1,713.98	1,527.26	2,060.13	
净利润率	66.11%	52.83%	60.82%	60.44%	62.84%	
净利润增长率		170.59%	68.99%	-10.89%	34.89%	53.12%
典当净利润/净利润	6.28%	16.66%	35.33%	28.34%	19.91%	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 13 通程典当资费标准

类别	月综合费率	月利率
房地产	≤2.7%	中国人民银行公布的银行机构6个月期法定贷款利率
动产	≤4.2%	
财产权利	≤2.4%	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 14 通程典当业务构成

类别	2007年		2008年		2009年		2010年 1-6月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
房地产	1,271.05	66.2	2,179.08	77.32	1,365.17	54.02	835.8	49.94
财产权利	539.61	28.11	478.74	16.99	1,036.13	41	819.39	48.96

机动车	30.16	1.57	35.05	1.24	66.85	2.65	14.8	0.88
其他业务	79.12	4.12	125.35	4.45	58.85	2.33	3.75	0.22
合计	1,919.94	100	2,818.22	100	2,527.00	100	1,673.74	100

资料来源：配股说明书，中投证券研究所

通程典当面临着新的发展机遇：首先，公司于2010年对通程典当增资至1亿元，贷款上限超过2亿元；其次，在国家信贷紧缩、通胀高企、利率上行的大背景下，典当市场供不应求，息费呈上行态势；第三，典当业务与商业、酒店业务协同效应加强，尤其是有利于在商业板块的外延扩张中巩固供应商资源、以优于市场的价格获取或租赁物业。

5.2 股权投资 — 参与长沙银行定增，静待其登陆A股市场

长沙银行股份有限公司成立于1997年8月18日，是湖南省首家地方性股份制商业银行。根据长沙银行2010年报，其资产总额达831亿元，净利润11.2亿元，资本充足率12.7%，不良贷款率控制在1.35%以内。扩张方面，长沙银行制定了“立足长沙、辐射湖南、走向全国”的发展战略。2011年4月18日，长沙银行广州分行在广州珠江新城开业。未来三年，长沙银行还将设立6家以上的省内分行、3家以上的省外分行，发起成立5家以上的村镇银行。

2005年3月，公司参与长沙银行的增资，出资2040万元，持有其1700万股，占其注册资本的3.05%；2010年11月21日，公司出资3630万元收购通程集团所持有的长沙银行1100万股股权，持股增至5396万股，股权比例增至3.8%；2010年12月3日，公司在长沙银行的定向增发中获配1607万股，持股增至7003万股，股权比例增至3.87%。

2007年以来，长沙银行的各项指标基本达到上市的要求，已聘请中信证券作为保荐机构，目前上市辅导期已经结束，正加紧申报上市材料。预计有望于2011年底或2012年登陆A股主板。

此外，公司还持有韶山光大村镇银行6%的股权。

六、公司竞争力分析

6.1 人才优势 — 事业留人，分享公司成长

公司经过15年的发展，已形成独特的人才优势：首先，公司的核心领导人员持有公司股权，在公司服务的年限均超过10年，经验丰富，年富力强，富有激情；其次，公司基层人员的待遇高于湖南省行业平均水平，且保持年均5%以上的增速，整体人力成本增速高于20%，使员工分享到公司成长带来的好处；第三，公司强调事业留人，职业路径上升通道顺畅，不断开新店保证了员工可以不断的得到提升；此外，公司加强与各高校、职业学校的合作，以定向培养的方式为公司的持续扩张储备人才。

6.2 通程会员卡 — 全方位服务，百货、超市、电器、酒店，一个也不能少

原来，公司旗下各业务板块各自发行会员卡，缺乏统一管理和协同效应。2008 年起，公司开始整合各板块的会员卡，为会员提供百货、超市、电器、酒店等全方位、多业态的服务。目前，公司会员近 50 万人，并保持着快速增长的态势。

6.3 管理转型，空间无限

2010 年以来，公司积极推动管理转型，从注重资产规模到强调效益，从寻求资产性收益到寻求收入性收益，从重资产运营向轻资产运营转型。公司的管理转型并非停留在口头，而是落实到每一个员工和每一项业务，强调每一项投入的产出要实现最大化。

首先，公司的毛利率仍有较大提升空间。2010 年，公司商业的毛利率为 11.67%，电器、超市业务的毛利率分别在 13% 和 10% 左右，按电器、百货、超市的销售收入在商业板块中占比分别为 65%、28% 和 7% 推算，百货业务的毛利率仅为 9% 左右，远低于行业平均水平。伴随着公司管理转型的推进，百货业务的毛利率还存在很大提升空间。

其次，公司在 2011 年 4 月 20 日配股募集资金 5.79 亿元，用于新开、提质改造门店，以及偿还银行贷款和补充流动资金。我们认为，偿还银行贷款有利于降低资产负债率，减少财务费用；而补充流动资金，将提高应付帐款周转率，提升对供应商的议价能力，进一步提升毛利率。

第三，公司的人力成本占比也存在较大下降空间。实施管理转型以来，公司不断进行部门调整、人员结构优化和薪酬改革，员工工作效率和积极性得到提高，人力成本上升的幅度远低于营业收入的增速。

七、盈利预测与估值

7.1 资产价值重估：重估价值远高于帐面价值

公司过去实行重资产战略，强调资产增值性收益，积累了“丰厚的家底”。我们对公司现有物业、股权投资进行价值重估，测算其资产重估净值约为 46.62 亿元，远高于配股后的最新账面净资产 14.50 亿元，也高于公司目前的市值 35.40 亿元。在通胀高企、资产升值的背景下，公司的各项资产为股价提供了充分的安全边际。

表 15 公司资产价值重估测算

项目	面积 (平方米)	价格(元/平米)	权益比例	市场重估价值 (万元)
金色家族东塘名品中心	14,659	18,000	100%	26,386
通程商业广场星沙店	38,015	10,000	100%	38,015
通程商业广场麓山店	63,834	13,000	100%	82,984

通程国际大酒店	酒店	90,000	19,000	95%	162,450
	写字楼	13,400	18,000	95%	22,914
通程温泉大酒店		91,200	8,000	70%	51,072
通程山庄酒店		32,000	10,000	100%	32,000
通程麓山大酒店		24,500	13,000	100%	31,850
铁道仓库		8,201	8,000	100%	6,561
湘民仓库		4,621	6,000	100%	2,772
长沙银行股权					39,063
现金					53,738
资产重估价值					549,807
主要负债（银行贷款）					83,600
资产重估净值					466,207
每股净资产（元）					10.29

资料来源：公司公告，中投证券研究所

7.2 关键假设

营业收入假设：

➤ 商业

1、百货业务（通程商业广场）：假设怀化店于 2012 年 8 月底开业，株洲店于 2012 年 9 月底开业，两家店首年平效均为 4000 元/平方米·年；假设 2013 年新开两家店，面积均为 4 万平方米，年中开业，首年平效 4500 元/平方米·年。

2、结合公告数据和调研数据，2010 年公司百货业务的报表口径毛利率为 9%，假设 2011-2013 年，百货业务的毛利率分别为 10%、11% 和 11.5%。

3、电器业务，假设 2011-2013 年，每年新开 9 家店，其中长沙 2 家，二线城市 3 家，三、四线城市 4 家，平均面积分别为 3000、2500 和 1800 平方米。

4、超市业务，假设现有门店平效每年增长 20%；2011-2013 年毛利率分别为 10.5%、10.5% 和 11%；2012 和 2013 年各新增 2 家 5000 平方米的社区生活超市，均为年初开业，首年平效 3500 元/平方米·年。

➤ 酒店

5、假设现有 5 家酒店 2011-2013 年营业收入增速分别为 34.42%、27.52% 和 23.52%，毛利率分别为 81.5%、81.7% 和 82.0%。

6、假设公司管理输出的通程益阳国际大酒店于 2012 年初开业，该酒店 2012-2013 年营业收入分别为 4000 万元、5600 万元，公司分别按营业收入的 3.5% 收取托管费 140 万元和 196 万元。

➤ 典当业务

7、假设典当业务 2011-2013 年营业收入增速分别为 60%、50% 和 50%，毛利率均为 100%。

➤ 其他业务收入

8、假设 2011-2013 年其他业务收入增速均为 10%，毛利率均为 96%。

费用假设：

表 16 2011-2013 年费用率假设

费用率	2011 年	2012 年	2013 年
销售费用率	5.70%	5.50%	5.00%
管理费用率	10.50%	10.40%	9.85%
财务费用率	1.01%	0.68%	0.47%

数据来源：中投证券研究所

表 17 各项业务预测表 单位：万元；平效单位：元/平方米·年

业务	指标	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
商业合计	营业收入	279,608	362,997	488,279	677,729
	增速		29.82%	34.51%	38.80%
	平效	10,732	13,400	12,932	14,170
	毛利率	11.67%	12.12%	12.65%	12.96%
	毛利润	32,630	43,748	61,788	87,804
其他业务收入	营业收入	12,044	13,249	14,574	16,031
	增速		10%	10%	10%
	毛利率	95.8%	96.0%	96.0%	96.0%
	毛利润	11,532	12,719	13,991	15,390
酒店合计	营业收入	33,923	45,600	58,149	71,824
	增速		34.42%	27.52%	23.52%
	毛利率	81.44%	81.50%	81.70%	82.00%
	毛利润	27,626	37,164	47,508	58,895
营业收入	营业收入	325,574	421,845	561,001	765,583
	增速		30%	33.0%	36.5%
	毛利率	22.05%	22.25%	21.98%	21.17%
	毛利润	71,789	93,876	123,287	162,089
典当	营业收入	3,279	5,246	7,869	11,803
	增速		60%	50%	50%
	毛利率	100%	100%	100%	100%
	毛利润	3,279	5,246	7,869	11,803

营业收入	328,853	427,091	568,870	777,386
------	---------	---------	---------	---------

注：本表参照公司年报的统计方式，营业收入包括商业、酒店和其他业务收入；营业收入 = 营业收入+典当。

数据来源：公司公告，中投证券研究所

7.3 盈利预测与估值

因公司业务涉及商业、酒店、典当，且商业涵盖了百货、超市、电器子行业，故采用分部估值法来判断公司的合理价值。

表 18 分部估值

		2011 年	2012 年	2013 年
百货	净利率	2.60%	2.65%	2.65%
	净利润	3,198.96	4,824.51	7,950.70
	EPS	0.07	0.11	0.18
	PE	30	30	30
	每股价值	2.12	3.20	5.27
电器	净利率	2.50%	2.55%	2.60%
	净利润	5,411.82	7,000.70	8,731.61
	EPS	0.12	0.15	0.19
	PE	20	20	20
	每股价值	2.39	3.09	3.86
超市	净利润	-800.00	-500.00	500.00
	EPS	-0.02	-0.01	0.01
	PS	0.84	0.84	0.84
	每股价值	0.36	0.44	0.59
其他业务	净利率	20.00%	20.00%	20.00%
	净利润	2,649.75	2,914.73	3,206.20
	EPS	0.06	0.06	0.07
	PE	15	15	15
	每股价值	0.88	0.97	1.06
酒店	净利率	2.05%	3.77%	6.03%
	权益净利润	1,429	2,551	4,219
	EPS	0.03	0.06	0.09
	PE	25	25	25
	每股价值	0.79	1.41	2.33
典当	净利率	63.00%	63.50%	64.00%
	净利润	3,304.80	4,996.55	7,553.84
	EPS	0.07	0.11	0.17
	PE	15	15	15
	每股价值	1.09	1.65	2.50
托管费	净利润		140	196
	EPS		0.0031	0.0043

长沙银行 股权	每股净资产	2.90	3.48	4.18
	PB	1.5	1.5	1.5
	每股价值	3.63	4.36	5.23
合计	EPS	0.34	0.48	0.71
	每股价值	11.26	15.11	20.83
	净利润	15,202.43	21,901.19	32,238.17

数据来源：中投证券研究所

预计公司 2011-2013 年营业总收入分别为 42.71、56.89 和 77.74 亿元，年复合增长率 34.72%；其中营业收入（不含典当）分别为 42.18、56.10 和 76.56 亿元；归属于母公司的净利润分别为 1.54、2.19 和 3.22 亿元，EPS 分别为 0.34、0.48 和 0.71 元，年复合增长率 45.18%。按分部估值法，公司合理股价为 11.26 元，对应 2011 年 31 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	1183	2089	2913	4148
应收账款	600	1420	2076	3066
其它应收款	47	33	44	60
预付账款	41	34	45	61
存货	20	43	57	78
其他	265	359	479	661
非流动资产				
长期投资	2004	1939	1893	1820
固定资产	110	120	122	130
无形资产	1455	1369	1283	1197
其他	308	298	288	278
资产总计	3187	4028	4806	5968
流动负债				
短期借款	1948	2083	2689	3586
应付账款	524	350	400	450
其他	420	525	700	966
非流动负债				
长期借款	1005	1209	1589	2170
其他	343	338	335	337
负债合计	315	310	307	309
少数股东权益	28	28	28	28
负债和股东权益	2292	2422	3025	3923
股本	58	58	59	67
资本公积	351	453	453	453
留存收益	119	574	574	574
归属母公司股东权益	368	521	694	951
负债和股东权益	837	1549	1722	1978
现金流量表	3187	4028	4806	5968

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3256	4218	5610	7656
营业成本	2538	3280	4377	6035
营业税金及附加	38	49	66	90
营业费用	186	240	309	383
管理费用	341	443	583	754
财务费用	51	43	38	36
资产减值损失	5	6	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	5	5	5
营业利润	141	215	318	478
营业外收入	10	8	8	8
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	149	222	324	485
所得税	46	69	104	155
净利润	103	153	221	330
少数股东损益	-2	-1	2	7
归属母公司净利润	105	154	219	322
EBITDA	310	384	484	646
EPS (元)	0.30	0.34	0.48	0.71

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	37.0%	29.6%	33.0%	36.5%
营业利润	79.0%	53.2%	47.7%	50.4%
归属于母公司净利润	85.4%	45.9%	42.5%	47.2%
获利能力				
毛利率	22.0%	22.3%	22.0%	21.2%
净利率	3.2%	3.6%	3.9%	4.2%
ROE	12.6%	9.9%	12.7%	16.3%
ROIC	10.5%	18.0%	40.5%	-493.9
偿债能力				
资产负债率	71.9%	60.1%	62.9%	65.7%
净负债比率	40.32	30.97%	26.35	21.64%
流动比率	0.61	1.00	1.08	1.16
速动比率	0.47	0.83	0.90	0.97
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.17	1.27	1.42
应收账款周转率	98	94	114	115
应付账款周转率	7.18	6.95	7.15	7.25
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.48	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	1.13	1.60	2.38
每股净资产(最新摊薄)	1.85	3.42	3.80	4.37
估值比率				
P/E	32.20	22.07	15.49	10.52
P/B	4.05	2.19	1.97	1.72
EV/EBITDA	12	10	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳，中投证券商业分析师，中山大学岭南学院经济学硕士，3 年证券行业从业经验。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434