

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.27元

当前股价: 7.72元

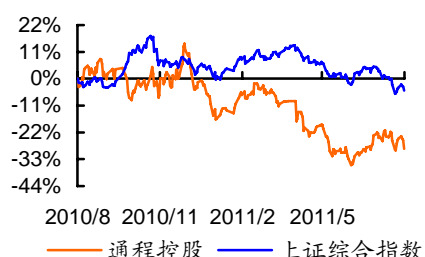
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2559.47
总股本(百万)	453
流通股本(百万)	453
流通市值(亿)	35
EPS (TTM)	0.27
每股净资产(元)	1.98
资产负债率	71.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
通程控股	-7.43	-10.85	-14.74
上证综合指数	-9.13	-10.91	-11.74



相关报告

《通程控股-变则通, 通则达, 业绩进入高速增长长期》2011-7-14

通程控股

000419

强烈推荐

电器业务增速放缓, 百货业务是亮点

2011年上半年, 公司实现营业收入19.25亿元, 同比增长20.66%; 归属于上市公司股东的净利润6,697万元, 同比增长31.82%; 基本每股收益0.17元, 低于预期。

投资要点:

- **收入和利润增速低于预期:** 1、公司电器连锁业务上半年营业收入10亿元, 同比增长10%; 2、典当业务上半年营业收入1607万元, 同比下降4.54%; 3、综合毛利率下降0.48个百分点至22.06%; 酒店业务毛利率下降0.76个百分点; 4、租赁费用同比大幅增长42.87%, 管理人员薪酬同比大幅增长45.21%。
- **电器连锁业务增速放缓的原因:** 1、家电下乡、以旧换新、空调节能惠民工程等政策的刺激效应已释放充分, 边际效应递减; 2、房地产调控政策下, 需求受到抑制, 直接影响了家电的需求; 3、家电生产商成本上升, 促销力度减弱; 4、因二、三线城市租金大幅上涨, 公司上半年仅开2家县级市场门店; 5、两家主力店一五一广场旗舰店和西城旗舰店因门口修建地铁而几乎处于半停业状态。
- **针对目前电器销售的宏观环境和具体困难, 公司积极应对:** 1、继续渠道下沉, 加大开店力度, 提升市场份额, 下半年至少开4家门店; 2、加强服务体系建设: (1)从标准化服务到量身订制的服务, 为客户提供从购买到配送, 从使用到报废回收的全程服务; (2)完善提升长沙、衡阳、邵阳、怀化4个物流配送中心; 3、经营模式创新: 优化品类管理, 部分联营品类(比如厨卫类)转变为直营, 提升销量和毛利; 4、提升市场份额, 增强在产业链中的议价能力, 提升毛利率。
- **百货业务是亮点:** 百货业务营收同比增长50%; 去年各门店均进行了提档升级, 未来3年将是收入的快速增长期; 通程星沙商业广场去年由出租转为联营, 收入呈爆发式增长。未来将每年新增1-2家通程商业广场。
- **典当面临业务结构转型:** 在房地产调控趋紧的情况下, 公司严控风险, 大幅减少了房地产在建工程抵押典当, 未来将加强个人典当和中小企业典当方面的业务。资金面从紧的宏观大环境没有变化, 而公司可贷资金规模超2亿元(注册资本、等量银行贷款和留存利润之和), 我们坚定看好公司典当业务的长期发展。
- **盈利预测与估值:** 下调电器和典当业务2011年的增速, 预计2011-13年营业总收入分别为40.46、50.87和65.56亿元, 增速分别为23.0%、25.7%和28.9%; 归属于上市公司股东的净利润增速分别为32.7%、33.1%和33.5%; 对应基本每股收益为0.33、0.44、0.59元; 全面摊薄每股收益为0.31、0.41和0.55元。采用分部估值法, 目标价10.27元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 1、商业扩张速度低于预期; 2、租金和人工成本大幅上升侵蚀业绩

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3256	4011	5035	6478
同比(%)	37%	23%	26%	29%
归属母公司净利润(百万元)	105	142	187	248
同比(%)	85%	35%	32%	32%
毛利率(%)	22.0%	22.6%	22.8%	22.5%
ROE(%)	12.6%	9.2%	11.1%	13.3%
每股收益(元)	0.23	0.31	0.41	0.55
P/E	32.20	23.89	18.10	13.66
P/B	4.05	2.21	2.02	1.81
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源: 中投证券研究所

## 一、中报：营收增速 20.66%，净利增速 31.82%

2011 年上半年，公司实现营业收入 19.25 亿元，同比增长 20.66%；归属于上市公司股东的净利润 6,697 万元，同比增长 31.82%；基本每股收益 0.1739 元，扣非后每股收益 0.1709 元，低于我们的预期。

图 1 营业总收入及增速

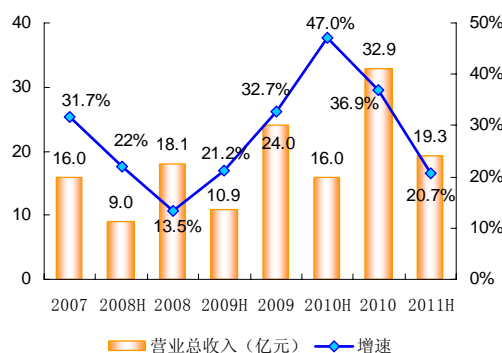
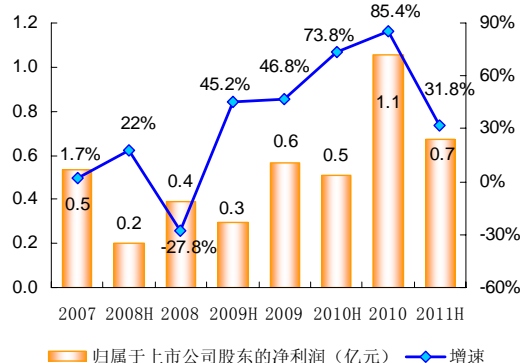


图 2 归属于上市公司股东的净利润及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

业绩低于预期的主要原因有：

- 1、公司电器连锁业务上半年营业收入 10 亿元，同比增长 10%，低于 20% 的预期增速；
- 2、典当业务上半年营业收入 1607 万元，同比下降 4.54%，远低于 50% 的预期增速；
- 3、综合毛利率下降 0.48 个百分点至 22.06%：酒店业务毛利率下降 0.76 个百分点；
- 4、管理费用率同比增 0.2 个百分点至 10.31%：租赁费用同比大幅增长 42.87%，管理人员薪酬同比大幅增长 45.21%。

表 1 公司 2011 年上半年分行业营业收入及毛利润

分行业	营业收入 (万元)	营收占比	营业收入 同比增速	毛利率	毛利率比上年 同期增减	毛利润占比
商贸业	163,861	88.1%	20.7%	11.68%	0.32%	51.3%
旅游服务业	20,478	11.0%	26.6%	81.04%	-0.76%	44.4%
典当业	1,607	0.9%	-4.5%	100%	0.00%	4.3%
主营合计	185,947	100%	20.7%			100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、商业 – 电器增速放缓，百货是亮点

图 3 商业板块各报告期收入及增速

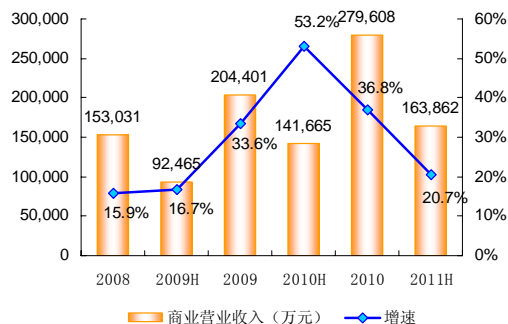
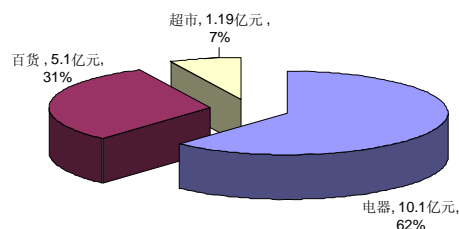


图 4 上半年电器、百货、超市收入占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### ➤ 电器连锁业务

电器连锁业务上半年实现营业收入 10.1 亿元，同比增速仅 10%，低于我们的预期。主要原因有：

- 1、家电下乡、以旧换新、空调节能惠民工程等政策的刺激效应已释放充分，边际效应递减；
- 2、房地产调控政策下，投资需求和刚性需求均受到抑制，直接影响了家电的需求；
- 3、家电生产商面临着原材料价格上升、人力成本上升等不利因素，相应的压缩了市场营销方面的投入，促销、返点等力度下降；
- 4、开店速度低于预期：房地产调控下，成交量虽下降，但房价和租金价格却呈上升态势，二、三线城市的租金上涨更是超出预期。公司采取稳健策略，放慢了开店速度，上半年仅开两家具县级门店—溆浦店和攸县店（苏宁、国美上半年在湖南各开 3 家店）；
- 5、公司两家主力店—五一广场旗舰店和西城旗舰店因门口修建地铁而几乎处于半停业状态。

针对目前电器销售的宏观环境和具体困难，公司积极应对。展望未来，在电器业务方面，公司规划：

- 1、继续渠道下沉，加大开店力度，提升市场份额

2010 年，湖南省 3C（电器、通讯、IT 数码）市场销售额 200 亿元，公司电器销售收入（含税）21 亿元，苏宁销售收入 18 亿元，国美 9 亿元。公司省内市占率仅为 10% 左右，在湖南省内做透做强还有很大空间。未来，公司拓展将主要集中在二、三线城市，填补常德、湘潭、湘西等空白区域；同时拓展乡镇市场。

- 2、加强服务体系建设：（1）从标准化服务到量身定制的服务，为客户

长沙、衡阳、邵阳、怀化 4 个物流配送中心，确保渠道下沉的同时物流配送上的优势得以保持。

- 3、经营模式创新：优化品类管理，部分联营品类（比如厨卫类）转变为直营，解决业务外带和价格受压的问题，提升销量和毛利。
- 4、提升市场份额，做大销售规模，增强在产业链中的议价能力，提升毛利率：目前，通程电器的毛利率约 13%，比苏宁、国美的毛利率低 4-5 个百分点。

#### ➤ 百货业务—公司业务重要的增长点

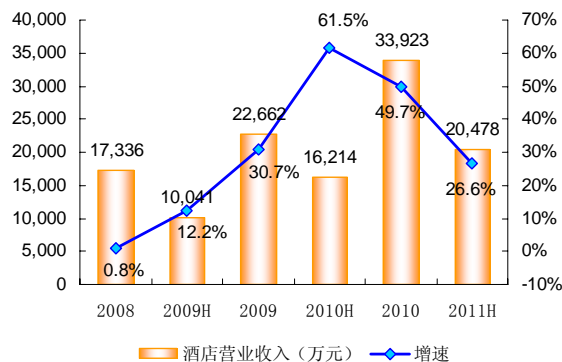
公司百货业务 2011 年上半年实现营业收入 5.1 亿元，同比增长 50%。大幅增长的原因有：去年各门店均进行了提档升级，未来 3 年将是收入的快速增长期；通程星沙商业广场去年由出租转为联营，收入呈暴发式增长；2010 年 1 月 30 日新开红星星店。

#### ➤ 超市业务

超市业务 2011 年上半年实现营业收入 1.19 亿元，同比增长 15%。超市业务今年有望大幅减亏。公司超市业务的发展方向为通程商业广场配套超市和社区超市。

### 三、酒店业务 – 向管理输出转型

图 5 酒店业务各报告期收入及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司酒店业务 2011 年上半年实现营业收入 2.05 亿元，同比增长 26.57%，毛利率下降 0.76 个百分点至 81.04%。客房和餐饮均是营收增长的重要来源。通程国际大酒店增速平稳；培育多年的同升湖山庄酒店路网状况面临极大的改观，未来将直接反映在入住率的提升、进而反映到收入上；温泉大酒店上半年收入增长 30%，亏损 1000 万元左右，预计全年亏损额约 2000 万元。整个酒店板块预计全年贡献净利润 1000 万元左右。

目前公司的 5 家酒店中，除通程盛源酒店为租赁物业外，另外 4 家均为自有物业。公司酒店业务一手抓 5 家酒店的增收增效（益）；一手抓“通程”酒

店品牌的管理输出。公司已与益阳资华房地产公司签订合作协议，资华房地产委托公司管理将于 2012 年建成投入使用的“益阳通程国际大酒店”。

#### 四、典当业务 – 严控风险，业务结构正在转型

图 6 典当业务各报告期营业收入及增速

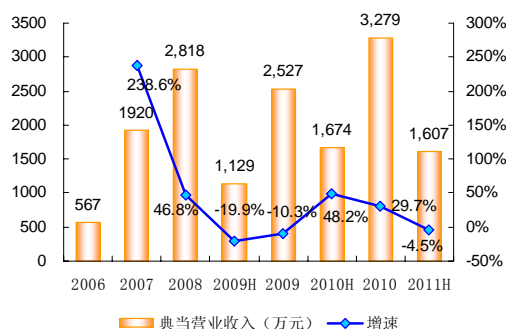
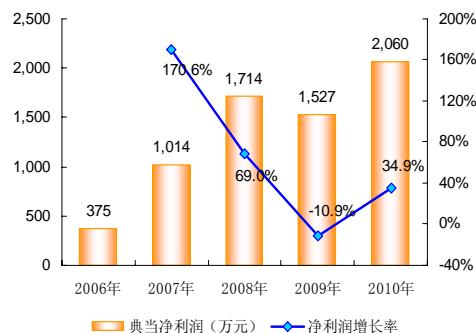


图 7 典当业务各报告期净利润及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

典当业务 2011 年上半年营业收入 1606 万元，同比减少 4.54%。通程典当业务成立于 2006 年，自成立以来，其收入年复合增长率达 55.07%，净利润年复合增长率达 53.12%，但收入和净利润均呈现了很强的波动性。

表 2 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

通程典当有一半左右的业务为房地产抵押典当业务，且房地产在建工程抵押是这部分典当业务的主要组成部分。在房地产调控趋紧的情况下，公司严控风险，大幅减少了房地产在建工程抵押典当，未来将加强房地产（非房地产项目）个人典当和中小企业典当方面的业务。

我们对公司的典当业务仍持乐观态度：

- 1、适度从紧的货币政策并未改变，市场资金面依然趋紧，利率仍有上行态势。典当业务的收费标准为贷款利率加管理费，两项费率均将维持高位。
- 2、通程典当于 2010 年增资至 1 亿元，贷款上限为注册资本金、等额的银行贷款和留存利润之和，合计超过 2 亿元。

- 3、典当业务历史上波动较大，公司上半年典当收入下滑主要是严控风险，调整业务结构所致，不改典当业务的高增长。

#### 四、下调盈利预测

鉴于公司经营过程中出现的新情况，我们对盈利预测和估值作如下调整：

- 1、2011-2013 年，电器业务营业收入增长率调整为 12.5%、12.5%和 12.5%；分部估值法中，电器业务 PE 调整为 15 倍；
- 2、2011-2013 年，典当业务营业收入增长率调整为 5%、50%和 50%。

表 3 通程典当业务构成

业务	指 标	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
百货	营业收入（万元）	78,290	115,815	170,967	261,558
	营收增长率		47.93%	47.62%	52.99%
	毛利率	9.00%	10.00%	11.00%	11.50%
	毛利润（万元）	7,046	11,581	18,806	30,079
	净利率	2.55%	2.65%	2.80%	2.75%
	净利润（万元）	2,000	3,069	4,787	7,193
	净利增长率		53.45%	55.98%	50.26%
	EPS（元）		0.07	0.11	0.17
	PE		30	30	30
	每股价值（元）		2.20	3.43	5.15
电器	营业收入（万元）	181,745	204,463	230,021	258,774
	营收增长率		12.50%	12.50%	12.50%
	毛利率	13.00%	13.50%	14.00%	14.50%
	毛利润（万元）	23,627	27,603	32,203	37,522
	净利率	2.86%	3.00%	3.10%	3.20%
	净利润（万元）	5,200	6,134	7,131	8,281
	净利增长率		17.96%	16.25%	16.13%
	EPS（元）		0.15	0.17	0.20
	PE		15	15	15
	每股价值（元）		2.20	2.55	2.96
超市	营业收入（万元）	19,573	23,487	31,684	41,871
	营收增长率		20.0%	34.9%	32.2%
	毛利率	10.00%	10.50%	10.50%	11.00%
	毛利润（万元）	1,957	2,466	3,327	4,606
	净利润（万元）	-1200.00	-800.00	-200.00	500.00
	EPS（元）		-0.02	0.00	0.01
	PS		0.5	0.5	0.5
	每股价值（元）		0.28	0.38	0.50
其他业务	营业收入（万元）	12,044	13,249	14,574	16,031
	营收增长率		10%	10%	10%
	毛利率	95.8%	96.0%	96.0%	96.0%



	毛利润 (万元)	11,532	12,719	13,991	15,390
	净利率	20.76%	21.00%	21.00%	21.00%
	净利润 (万元)	2,500	2,782	3,060	3,367
	增长率		11.29%	10.00%	10.00%
	EPS (元)		0.07	0.07	0.08
	PE		10	10	10
	每股价值		0.66	0.73	0.80
酒店	营业收入 (万元)	33,923	44,099	56,273	69,572
	营收增长率		30.0%	27.6%	23.6%
	毛利率	81.4%	81.4%	81.4%	81.4%
	毛利润 (万元)	27,626	35,897	45,806	56,632
	净利率		1.68%	3.80%	4.83%
	权益净利润 (万元)	600	1,255	1,500	2,000
	增长率		109.24%	19.48%	33.33%
	EPS (元)		0.03	0.04	0.05
	PE		25	25	25
	每股价值		0.75	0.89	1.19
典当	营业收入 (万元)	3,279	3,443	5,164	7,746
	营收增长率		5%	50%	50%
	毛利率	100%	100%	100%	100%
	毛利润 (万元)	3,279	3,443	5,164	7,746
	净利率		63.00%	63.50%	63.50%
	净利润 (万元)	2,060	2,169	3,279	4,918
	增长率		5.27%	51.19%	50.00%
	权益净利润 (万元)	1,467	1,545	2,335	3,503
	EPS (元)	0.04	0.04	0.06	0.08
	PE		15	15	15
酒店 管理输出	每股价值 (元)		0.55	0.84	1.25
	净利润 (万元)			140	196
长沙银行股 权价值	EPS (元)			0.0033	0.0047
	每股净资产 (元)	2.42	2.90	3.48	4.18
	PB (静态)		1.5	1.5	1.5
合计	每股价值 (元)		3.63	4.36	5.23
	营业收入 (万元)	325,574	401,113	503,519	647,806
	营业总收入 (万元)	328,853	404,555	508,683	655,552
	营收增长率	36.9%	23.0%	25.7%	28.9%
	毛利率	22.1%	22.6%	22.8%	22.5%
	毛利润 (万元)	71,789	91,242	115,970	147,369
	净利率	3.18%	3.48%	3.97%	4.21%
	净利润 (万元)	10,348	14,093	20,196	27,619
	权益净利润 (万元)	10,536	13,985	18,614	24,843
	基本 EPS (元)	0.30	0.33	0.44	0.59
	全面摊薄 EPS (元)		0.31	0.41	0.55
	每股价值 (元)		10.27	13.18	17.09

预测公司 2011-2013 年营业总收入分别为 40.46、50.87 和 65.56 亿元，增速分别为 23.02%、25.74%和 28.87%；其中商业、酒店业务的营业收入分别为 40.11、50.35 和 64.78 亿元；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.40、1.86 和 2.48 亿元，增速分别为 32.74%、33.09%和 33.47%；对应基本每股收益为 0.33、0.44、0.59 元；全面摊薄每股收益为 0.31、0.41 和 0.55 元。采用分部估值法，目标价 10.27 元，维持“强烈推荐”评级。



附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1183	2010	2658	3576	<b>营业收入</b>	3256	4011	5035	6478
现金	600	1365	1891	2637	营业成本	2538	3106	3887	5022
应收账款	47	31	39	51	营业税金及附加	38	47	61	87
其它应收款	41	32	40	52	营业费用	186	229	292	356
预付账款	30	40	51	65	管理费用	341	421	529	674
存货	265	340	425	550	财务费用	51	43	41	42
其他	200	201	212	222	资产减值损失	5	6	8	10
<b>非流动资产</b>	2004	1939	1893	1820	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	110	120	122	130	投资净收益	11	5	5	5
固定资产	1455	1369	1283	1197	<b>营业利润</b>	141	198	275	371
无形资产	308	298	288	278	营业外收入	10	8	6	7
其他	132	152	200	215	营业外支出	1	2	4	5
<b>资产总计</b>	3187	3949	4551	5396	<b>利润总额</b>	149	205	278	373
<b>流动负债</b>	1948	2016	2475	3120	所得税	46	64	89	120
短期借款	524	350	400	450	<b>净利润</b>	103	141	189	254
应付账款	420	497	622	803	少数股东损益	-2	-1	1	6
其他	1005	1169	1453	1866	<b>归属母公司净利润</b>	105	142	187	248
<b>非流动负债</b>	343	338	335	337	EBITDA	310	368	444	545
长期借款	315	310	307	309	<b>EPS (元)</b>	0.30	0.31	0.41	0.55
其他	28	28	28	28	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	2292	2354	2810	3457	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	58	58	59	65	<b>成长能力</b>				
股本	351	453	453	453	营业收入	37.0%	23.2%	25.5%	28.7%
资本公积	119	574	574	574	营业利润	79.0%	41.2%	38.7%	34.8%
留存收益	368	510	655	847	归属于母公司净利润	85.4%	34.8%	32.0%	32.5%
归属母公司股东权益	837	1537	1682	1874	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3187	3949	4551	5396	毛利率	22.0%	22.6%	22.8%	22.5%
<b>现金流量表</b>					净利率	3.2%	3.5%	3.7%	3.8%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROE	12.6%	9.2%	11.1%	13.3%
<b>经营活动现金流</b>	327	450	591	832	ROIC	10.5%	16.1%	28.5%	107.2%
净利润	103	141	189	254	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	119	126	128	132	资产负债率	71.9%	59.6%	61.7%	64.1%
财务费用	51	43	41	42	净负债比率	40.32	32.29%	28.72	24.85%
投资损失	-11	-5	-5	-5	流动比率	0.61	1.00	1.07	1.15
营运资金变动	64	127	234	402	速动比率	0.47	0.83	0.90	0.97
其它	2	17	5	6	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-297	-34	-29	-39	总资产周转率	1.08	1.12	1.18	1.30
资本支出	151	0	0	0	应收账款周转率	98	92	111	113
长期投资	-180	10	2	8	应付账款周转率	7.18	6.78	6.95	7.05
其他	-326	-24	-27	-31	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	59	350	-36	-47	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.31	0.41	0.55
短期借款	44	-174	50	50	每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.99	1.30	1.84
长期借款	170	-5	-3	2	每股净资产(最新摊薄)	1.85	3.39	3.71	4.14
普通股增加	0	102	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-1	456	0	0	P/E	32.20	23.89	18.10	13.66
其他	-154	-28	-83	-99	P/B	4.05	2.21	2.02	1.81
<b>现金净增加额</b>	90	765	526	746	EV/EBITDA	12	10	8	7

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  $\pm 10\%$  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。

## 免责声明

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, 旨在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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434