

# 一朝老树换新颜

谨慎推荐 (首次)

目标价: 12.5 元

通程控股 (000419) 调研报告

2010 年 8 月 10 日

## 投资要点:

- 受益于中部崛起、长株潭城市群两型改革。**2006年《中共中央国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》发布;2009年《长株潭城市群资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验总体方案》及《长株潭城市群区域规划2008—2020年》发布。2009年湖南省GDP同比增长达到13.6%,超出全国平均水平4.5个百分点。我们认为,在中部崛起规划,以及长株潭城市群两型改革的推动下,湖南省将面临空前的发展机遇。
- 估值与投资建议。**在中部崛起以及建设长株潭城市群两型社会的大背景下,近年来湖南省经济走上了快车道,通程控股(000419)也由此面临着难得的商业环境。前些年公司将主要精力放在酒店业务上,错失了商业发展机遇,致使公司业绩一直保持3000-5000万元上下波动。2009年以来公司调整经营思路,力图使公司由资产型企业向效益型企业转变,取得了明显的进展。基于上一节我们对公司的经营业绩分析以及合理的假设,考虑到公司电器业务在省内的密集布局,以及商业广场项目陆续进入盈利期,我们认为,2010年将是公司业绩释放的转折点,预计全年将实现净利润9800万元左右,较上年同期增长72%;预计2010年、2011年、2012年每股收益依次为0.28元、0.36元、0.45元;对应的市盈率依次为36.17倍、27.87倍、22.13倍,考虑到未来几年内公司的业绩释放心愿较强,以及近期商业零售板块整体估值上移的因素,我们给予公司2011年35倍市盈率倍数,目标价位12.5元左右,首次给予“谨慎推荐”投资评级。
- 风险提示:**(1)苏宁电器是公司在湖南省内最强的竞争对手,且两者均实施渠道下沉的扩张策略。目前通程电器在区域内对苏宁电器的竞争优势不明显,后续竞争压力较大。(2)温泉大酒店减亏情况低于预期的风险。(3)典当属高风险高收益行业,一旦风险控制不好,将会拖累公司业绩。

丁文进

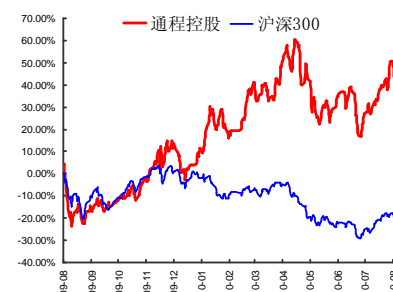
电话: 0769-22119455

邮箱: dwj@dgzq.com.cn

### 主要数据 2010 年 8 月 10 日

收盘价(元)	10.06
总股本(万股)	35,102
流通 A 股股本(万股)	35,077
12 月最高价(元)	11.75
12 月最低价(元)	5.35

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

### 公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,402.83	3,604.25	4,505.31	5,406.37
同比%	32.71	50.00	25.00	20.00
归属母公司净利润(百万元)	56.83	97.62	126.72	159.56
同比%	46.75	71.80	29.80	25.92
毛利率%	22.40	22.50	22.50	22.50
ROE%	7.04	9.90	11.62	13.04
每股收益(元)	0.16	0.28	0.36	0.45
每股净资产(元)	2.18	2.37	2.67	3.05
市盈率(倍)	62.14	36.17	27.87	22.13
市净率(倍)	4.60	4.24	3.76	3.30

### 相关报告

## 目录

1. 公司概况.....	3
2. 受益于中部崛起、长株潭城市群两型改革.....	4
3. 通程电器：湖南省内最大的连锁家电零售商.....	5
3.1 省内竞争激烈，“苏、美”为最强对手.....	5
3.2 通程策略：巩固一、二级市场，加快三级市场.....	6
3.3 家电连锁企业受益于家电下乡、以旧换新政策.....	8
4. 百货业务：通程商业广场是亮点.....	8
4.1 长沙城区内主要商圈竞争激烈.....	8
4.2 通称商业广场：布局长沙次级商圈.....	9
5. 超市业务：预计 2010 年亏损 1000 万左右.....	11
6. 酒店业务：预计 2010 年整体盈亏持平.....	11
6.1 通程国际大酒店：每年贡献 2000 万元净利润.....	11
6.2 同升湖通程山庄酒店：预计 2010 年小幅盈利.....	12
6.3 通程温泉大酒店：预计 2010 年小幅减亏.....	12
6.4 麓山宾馆：未来几年对公司的业绩贡献不大.....	12
6.5 通程盛源酒店：市场前景较好.....	12
7. 综合投资业务：锦上添花.....	12
7.1 通程典当：高风险、高收益的类金融行业.....	12
7.2 长沙银行股权：资产增值潜力大.....	13
8. 公司经营业绩评述与各项分拆.....	14
9. 首次给予“谨慎推荐”评级.....	14

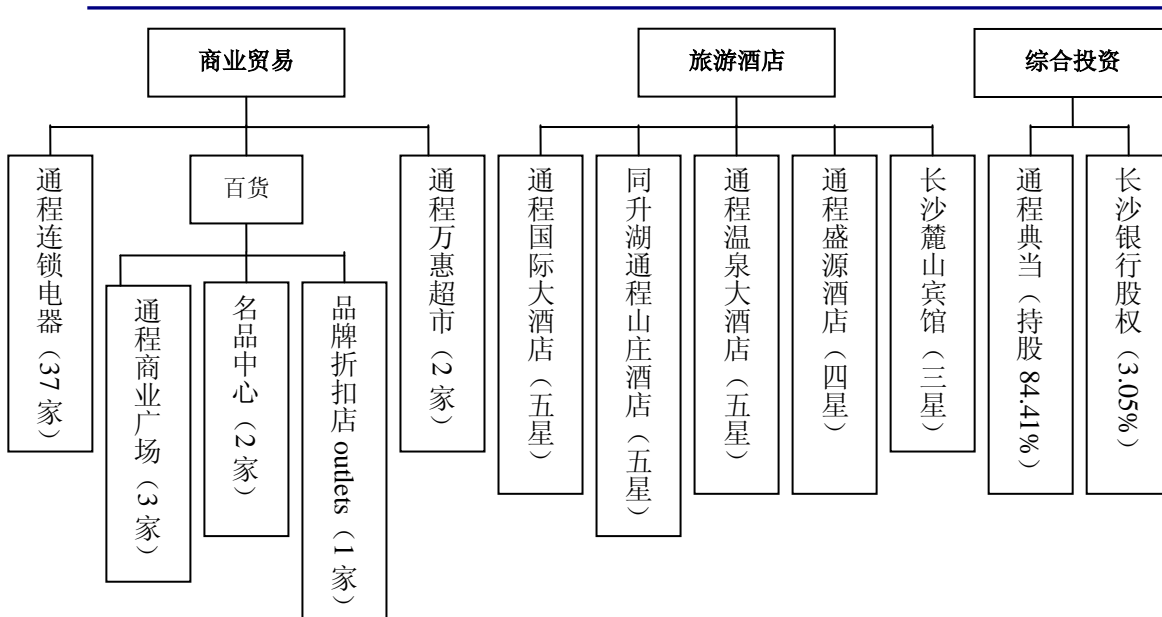
## 插图表格

图 1：公司主营业务结构.....	3
图 2：2007 年控股股东通程集团实施股权改制.....	3
图 3：2007 年以来湖南省 GDP 增速持续高于全国平均水平.....	4
图 4：长株潭城市群规划图.....	4
图 5：2008 年湖南省各地级市人均 GDP（元）.....	5
图 6：湖南省城市化率变动情况（%）.....	5
图 7：2008 年湖南省内各地级市生产总值.....	5
表 1：湖南省内主要电器门店分布（粗略统计）.....	6
表 2：通程电器部分门店开业首日销售情况.....	6
图 8：通程电器门店分布（红色为现有门店；蓝色为配股拟建门店）.....	7
表 3：通程电器拟新开门店（2010 年配股项目）.....	7
表 4：2008 年末湖南省城镇居民家庭平均百户家电产品拥有量.....	8
表 5：长沙市内主要商圈介绍.....	9
图 9：长沙市主要商圈分布.....	9
表 6：通程控股百货门店介绍.....	10
表 7：通程大酒店业绩经营情况（万元）.....	11
表 8：通程典当经营情况.....	13
表 9：2009 年公司业绩构成（初步估算）.....	14

## 1. 公司概况

长沙通程控股股份有限公司（简称通程控股，代码 000419）于 1996 年 8 月在深交所挂牌上市。公司前身为 1983 年组建的长沙东塘百货商店，经过 20 多年的发展，目前已形成包括商贸、旅游酒店和综合投资三大业务在内的大型企业，在湖南省内拥有较高的市场影响力。2009 年公司实现营业收入 24 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 5683 万元。

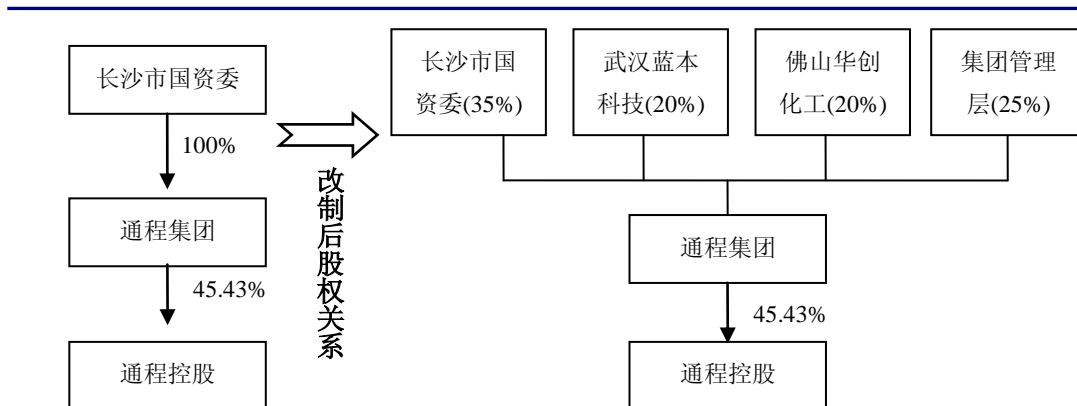
图 1：公司主营业务结构



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

公司控股股东为长沙通程实业集团有限公司（简称通程集团），截止 2009 年末持有公司 45.43% 的股份。2007 年 2 月 14 日，通程集团实施股权改制，由原先的国有独资转变为国有相对控股的多元投资主体的有限责任公司。改制之后，长沙市国资委保留 35% 的股权，其余 65% 的股权分别由（1）通程集团现任经营层共计 9 名自然人共同持有 25% 股权；（2）武汉蓝本科技有限公司、佛山华创化工有限公司两家战略投资者各持有 20% 的股权。管理层股权激励实施以来，公司发展明显提速，门店规模成倍增长。

图 2：2007 年控股股东通程集团实施股权改制

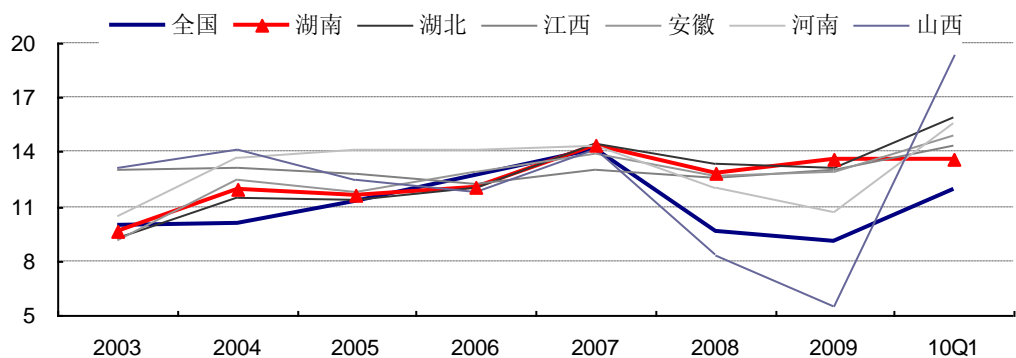


资料来源：公司公告、东莞证券研究所

## 2. 受益于中部崛起、长株潭城市群两型改革

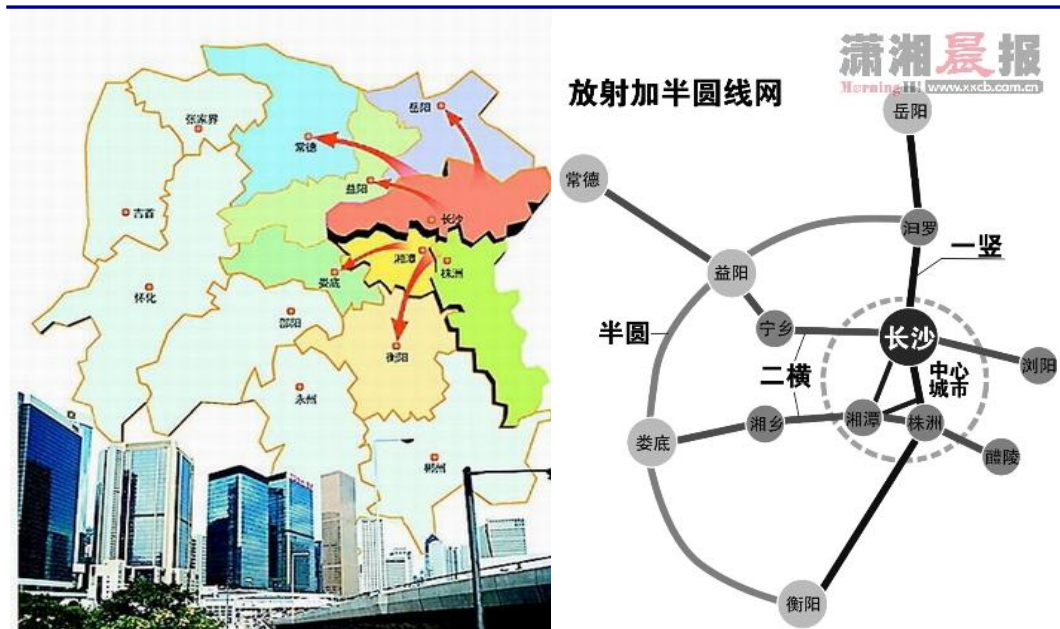
2006年4月，《中共中央国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》发布，指出促进中部地区崛起，是继鼓励东部地区率先发展、实施西部大开发、振兴东北地区等老工业基地战略后，中央作出的又一重大决策。2009年底国家发改委发布《促进中部地区崛起规划》，指出力争到2015年人均地区生产总值力争达到全国平均水平，城镇化率提高到48%。中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南6省，位于我国内陆腹地，人口众多，资源丰富；水陆空交通网络便捷，具有承东启西、连南通北的区位优势。中部崛起政策提出以来，从2007年开始中部地区GDP增长明显高于全国平均水平（山西省除外）。2009年湖南省GDP同比增长达到13.6%，超出全国平均水平4.5个百分点。

图3：2007年以来湖南省GDP增速持续高于全国平均水平



资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

图4：长株潭城市群规划图

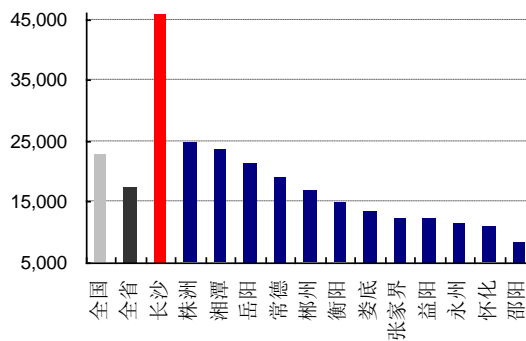


资料来源：网上公开资料、东莞证券研究所

2009年1月，湖南省政府发布《长株潭城市群资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验总体方案》及《长株潭城市群区域规划2008—2020年》，为区域发展提供明确的政策指引。长株潭城市群位于京广经济带、泛珠三角经济区、长江经济带的结合部，区位条件优越。该区域以长沙、株洲、湘潭三市所辖行政区域为主体，国土面积2.8万平方公里，2007年末总人口1325.6万人，2007年实现地区生产总值3462亿元，人均GDP26,116元。长株潭城市群占全省13.3%的土地、19.5%的人口，实

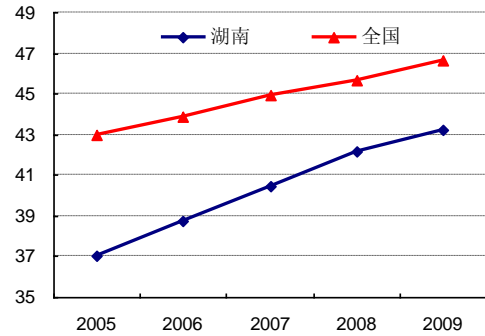
现了全省 37.9% 的 GDP。2007 年该地区城市化率 53.5%，高于全省 13 个百分点。根据规划，2015 年该地区城市化率将达 70% 以上，人均 GDP 达 6.7 万元；2020 年将达到 80% 以上，人均 GDP 达 11 万元。目前湖南省经济发展仍然低于全国平均水平，2008 年全省人均 GDP 仅为 1.7 万元，低于同期全国人均水平 5000 多元，且省内各地级市发展极不平衡，长株潭三地的人均 GDP 明显较高。2009 年湖南省城市化率为 43.2%，较同期全国水平低 3.4 个百分点。我们认为，在中部崛起规划，以及长株潭城市群两型改革的推动下，湖南省将面临空前的发展机遇。

图 5：2008 年湖南省各地级市人均 GDP（元）



资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

图 6：湖南省城市化率变动情况（%）



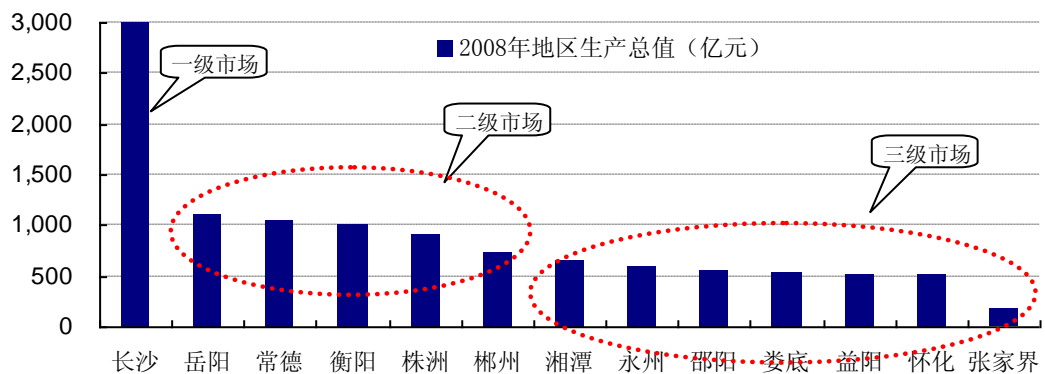
资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

### 3. 通程电器：湖南省内最大的连锁家电零售商

#### 3.1 省内竞争激烈，“苏、美”为最强对手

目前省内汇集了众多家电连锁企业，行业处于完全竞争状态。通程电器为区域内规模最大的连锁家电零售商（37 家门店），目前占据当地 40% 左右的市场份额（初步估算）。苏宁和国美这两大全国大型电器连锁企业为通程电器在省内的最强对手。其中，苏宁电器拥有门店 25 家，当地市场份额接近 40%；国美电器拥有门店 19 家左右，占据当地百分之十几的份额。此外，本土零售企业中步步高、友阿电器也有少量电器门店，其中友阿电器有 2 家门店，主要是从购物广场的组合业态上做出的战略安排。目前通程、苏宁、国美在湖南省的年销售额为 30 亿元左右，预计湖南省潜在市场容量将达 100 亿元。

图 7：2008 年湖南省内各地级市生产总值



资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

按地区生产总值的大小，湖南省市场可分为一级市场（即长沙）、二级市场（即岳阳、常德、衡阳、株洲、郴州）、三级市场（即湘潭、永州、邵阳、娄底、益阳、怀化、张家界、湘西）。从各大零售商的门店分布来看：（1）一级市场竞争最为激烈，成为各商家密集布局的区域，其中通程、国美所占的

比重较大。（2）在市场拓展上，通程和苏宁两者均在区域内开展渠道下沉策略，重点开拓二、三级市场。（3）国美则更加倾向于一二级市场的拓展；并且受“黄光裕事件”以及公司整个经营架构调整的影响，门店拓展力度相对减缓。考虑到一级市场较为饱和，而二三线市场竞争相对较小、铺租及人工成本较低，且国家正着力实施家电下乡政策等因素，我们看好通程电器、苏宁电器的渠道下沉策略。由于两家公司的扩张思路相似，且市场份额接近，我们认为，通程电器在省内扩张之路上将更多地面临着来自苏宁电器的竞争压力，投资者必须清醒地认识到这一点。

**表 1：湖南省内主要电器门店分布（粗略统计）**

项目	长	岳	常	衡	株	郴	湘	永	邵	娄	益	怀	张	湘
	沙	阳	德	阳	洲	州	潭	州	阳	底	阳	化	家	西
城市级别	一	二	二	二	二	二	三	三	三	三	三	三	三	三
通程	14	5	0	1	3	2	0	1	4	4	2	1	0	0
（拟设）	2	1	1	2	2	1	1	2	1	0	2	1	1	1
苏宁	8	2	2	4	3	1	2	2	0	0	0	1	0	0
国美	10	1	2	1	1	1	0	关	0	1	1	0	0	0
友阿	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>合计</b>	<b>36</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

资料来源：公司公告、网上公开资料、东莞证券研究所

我们从网上收集到通程电器部分门店的首日销售情况，发现邵阳、娄底等三级市场的部分门店开业首日销售情况明显好于一、二级市场，这也在一定程度上说明了三级市场对公司经营贡献的重要性。

**表 2：通程电器部分门店开业首日销售情况**

门店名称	地点	市场级别	开业时间	面积（㎡）	首日销售额（万元）	每平方米日均销售（元）
东塘旗舰店	长沙	一	2004-7-9	9,349.38	2000	2,139
远大路店	长沙	一	2007-2-10	3,564.00	700	1,964
红星店	长沙	一	2006-8-19	3,044.00	800	2,628
郴州罗家井店	郴州	二	2004-11-6	5,700.00	1200	2,105
株洲渌口店	株洲	二	2008-12-27	1,450.00	220	1,517
株洲响石岭店	株洲	二	2004-12-17	5,563.00	开业 7 日 3000 万元	770
邵阳广场店	邵阳	三	2006-10-28	2,800.00	900	3,214
邵阳南站店	邵阳	三	2009-9-12	2,400.00	100	417
娄底九龙店	娄底	三	2009-9-23	2,563.00	1000	3,902
冷水江店	娄底	三	2009-7-25	1,848.00	开业 2 天 300 万元	812
涟源光明山店	娄底	三	2005-5-21	1,718.00	1000	5,821

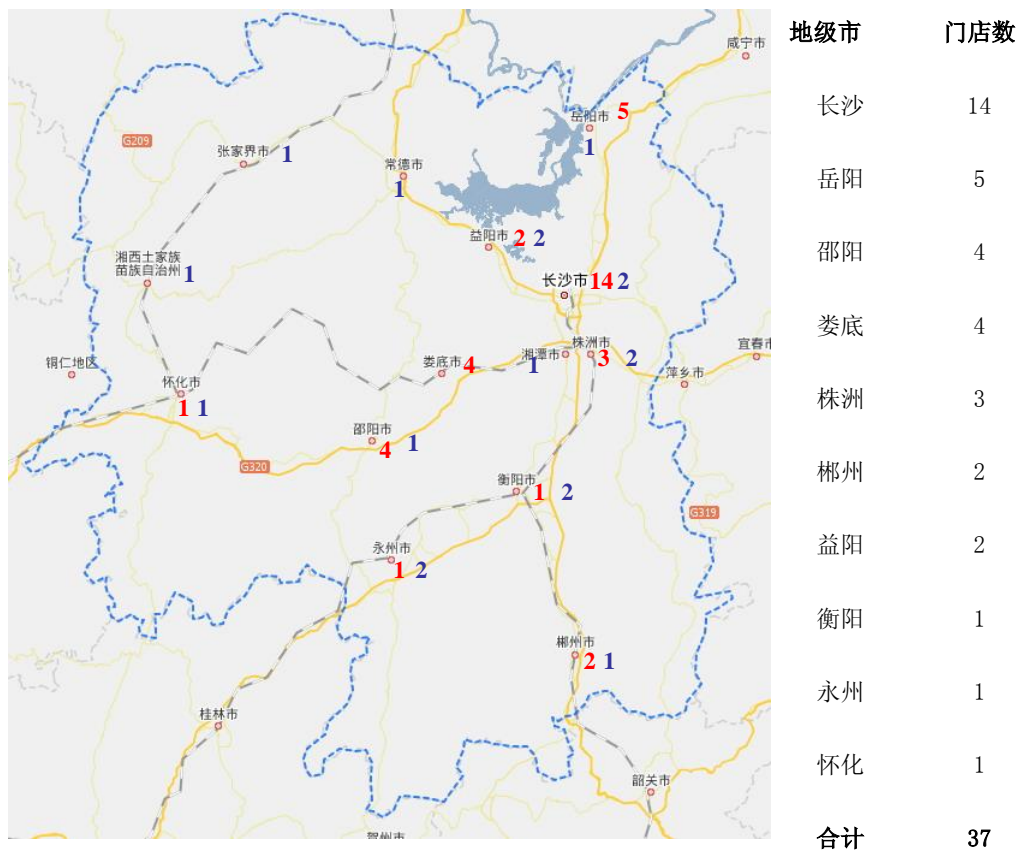
资料来源：公司公告、网上公开资料、东莞证券研究所

### 3.2 通程策略：巩固一、二级市场，加快三级市场

目前通程电器已成为省内最大的家电连锁企业，在长沙、岳阳、衡阳、株洲、郴州、娄底、常德、湘潭等地市区拥有了 37 家门店，经营面积总计 11.7 万平方米，门店规模和市场占有率居于湖南省之首。从公司发展电器连锁业务的历程来看：2002-2004 年处于摸索期；2004-2007 年处于成长期；2008 年开

始释放业绩，基本上能够做到开业当年便实现盈亏平衡。2009 年公司新开门店 10 家，2010 年公司计划新开门店 6-8 家，公司的目标是未来三年内将累计新开门店 60-80 家。

图 8：通程电器门店分布（红色为现有门店；蓝色为配股拟建门店）



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

目前公司正在筹划 2010 年配股项目，其中通程电器拟开设 18 家新店，使门店总数达到 55 家。公司一方面力求消除省内空白区域，战略布局湘西、张家界、常德、湘潭等三级城市；另一方面加强和巩固已有门店区域的竞争优势。公司拟设 18 家新店的面积合计达 7.5 万平方米，较现有门店面积增长 64%。

表 3：通程电器拟新开门店（2010 年配股项目）

序号	门店名称	面积 (m <sup>2</sup> )	备注
1	长沙西站旗舰店	10,000.00	长沙
2	长沙万家丽路大东门旗舰店	7,600.00	长沙
3	株洲建设路旗舰店	5,400.00	株洲
4	常德人民中路旗舰店	5,300.00	常德
5	衡阳船山路旗舰店	4,500.00	衡阳
6	永州芝山路旗舰店	4,300.00	永州
7	郴州国庆路旗舰店	4,200.00	郴州
8	湘潭建设路旗舰店	4,000.00	湘潭
9	怀化迎丰路旗舰店	4,000.00	怀化
10	张家界解放路店	3,800.00	张家界
11	吉首人民路旗舰店	3,700.00	湘西州
12	醴陵县解放路店	2,800.00	株洲
13	衡东衡岳路店	2,700.00	衡阳
14	隆回县桃江中路店	2,700.00	邵阳

15	祁阳县人民路店	2,650.00	永州
16	桃江县建设路店	2,600.00	益阳
17	华容县北正街店	2,450.00	岳阳
18	南县南洲路店	2,400.00	益阳
	<b>合计</b>	<b>75,100.00</b>	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

### 3.3 家电连锁企业受益于家电下乡、以旧换新政策

2007年12月，商务部和财政部在山东、河南、四川三省开展家电下乡试点，对农民购买彩电、冰箱（冰柜）、手机三类产品给予13%的财政补贴，以调动农民的消费积极性，消化过剩产能。随后于2008年12月将试点范围扩大至14个省区市，产品增加至四类，新增了洗衣机。为应对金融危机的冲击，国务院常务会议决定从2009年2月起将家电下乡在全国全面推开，并新增摩托车、电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉六类产品。2010年中央一号文件指出将“大幅度提高家电下乡产品最高限价，对现行限价内的产品继续实行13%的补贴标准，超出限价的实行定额补贴”，允许各地自主选择1个家电品种纳入家电下乡政策，补贴对象扩大到国有农林场（区）职工。随着产品种类以及补贴范围的扩大，2010年1-5月份，全国家电下乡产品累计实现销售额543.5亿元，比上年同期分别增长3倍和4倍。2008年10月，湖南省被列入全国14个家电下乡推广省份之一，通程电器、步步高20家企业别列为湖南省“家电下乡”中标企业。向省会城市属下县级市场，以及三级市场布点，不仅是通程电器响应家电下乡政策的需要，而且也是其自身发展的考量。

表4：2008年末湖南省城镇居民家庭平均百户家电产品拥有量

地区	彩电 (台)	冰箱 (台)	手机 (部)	洗衣机 (台)	摩托车 (辆)	电脑 (台)	热水器 (台)	空调 (台)	微波炉 (台)
全国平均	132.89	93.63	172.02	94.65	21.39	59.26	80.65	100.28	54.57
湖南省	124.34	92.05	154.49	93.57	16.58	43.12	79.40	96.95	36.83

资料来源：国家统计局、东莞证券研究所

自2009年6月1日起，国家在北京、天津、长沙等9省市开展家电以旧换新试点（家电补贴标准为新家电销售价格的10%，设最高补贴限额）。截至2010年5月末，试点省市共销售五类新家电1409.3万台，销售额达539.8亿元；消费者通过该政策享受补贴超过50亿元。自2010年6月1日起，家电以旧换新实施范围逐步扩大到全国，截止时间暂定为2011年12月31日。

目前家电下乡、以旧换新政策对公司电器销售的占比分别不超过10%。尽管所占据的份额不高，但我们认为，在国家拉动内需的战略考量之下，家电政策将持续推动湖南省内电器消费增长，对公司利好。

## 4. 百货业务：通程商业广场是亮点

### 4.1 长沙城区内主要商圈竞争激烈

经过多年的发展，长沙市区形成了以市级商业中心五一商圈为龙头，以东塘、河西、袁家岭、火车站等区域性商业中心为补充的商圈分布。从竞争格局来看，本土的友阿股份（002277）占据了城区内主要的商圈位置；而外来的零售巨头（包括北京的王府井、上海的百联、香港的新世界、日本的平和堂）则扎堆五一商圈，总体来看城区内竞争较为激烈。友阿股份（002277）是湖南省内连锁百货龙头企业，截止2009年公司拥有七家门店，营业面积总计18万平米，2009年百货业务实现销售收入24.5亿元。

公司的主要市场在长沙地区，拥有五家门店，2009 年公司长沙地区业务收入占公司收入总额的 89%，占同期长沙市大型百货店的销售额达 38.6%。

表 5: 长沙市内主要商圈介绍

商圈名称	级别	百货企业	备注
五一商圈	市级商业中心	平和堂、百联东方、新世界百货、王府井百货、春天百货（友阿）	湖南第一商圈，长沙市中心地段，日均人流量 30 万人次
东塘商圈	区域性商业中心	友谊商城（友阿）、金色家族（通程）、平和堂	仅次于五一商圈，日均人流量为 15 万人次，成长潜力大。
河西商圈	区域性商业中心	通程商业广场麓山店	地处河西溁湾镇，与五一商圈仅一桥之隔，发展潜力大
袁家岭商圈	区域性商业中心	友谊商店 A/B 馆（友阿）	商圈客流量不大，但高端顾客集中。友谊商店定位于奢侈品为主、高中端百货为辅。
火车站商圈	区域性商业中心	阿波罗商业广场（友阿）	消费档次较低，发展潜力有限

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

图 9: 长沙市主要商圈分布



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

## 4.2 通称商业广场：布局长沙次级商圈

目前通程控股百货业务分三块：（1）定位于中高端的精品百货业务，包括金色家族东塘店、韶山路店；（2）面向普通大众的购物中心业务，包括通程商业广场麓山店、星沙店、浏阳店、红星店、株洲店（谈判中）；（3）名品折扣百货业务，即通程奥特莱斯直销广场。

前几年公司把精力放在酒店业务的拓展上，而在百货业务的发展上错失了宝贵的时机。与友阿股份相比，通程控股百货业务在长沙城区内的发展较为逊色。目前公司在城区内开设的百货门店仅有金色家族东塘店（即 1983 年开业的原东塘百货）、设在通程国际大酒店内的金色家族韶山路店（面积较小），

以及 2001 年开业的通程商业广场麓山店。为打破僵局，近几年来，公司围绕长沙次级商圈密集布点商业广场项目，先后开设星沙店、浏阳店。我们认为，在长株潭两型社会建设的推动下，布局长沙次级商圈将不失为公司缓和市场竞争压力、抢占空白市场先机的明智之举，有望成为公司未来的业绩支撑点。

**表 6: 通程控股百货门店介绍**

门店名称	开业时间	面积 (m <sup>2</sup> )	地点	定位	备注
金色家族东塘店	1983	11,000	长沙劳动西路 589 号	精品百货	原东塘百货大楼
金色家族韶山路店	1999	1,800	长沙韶山北路 159 号	精品百货	通程国际大酒店内
商业广场麓山店	2001	37,000	长沙枫林路	流行百货、购物中心	河西商圈，市场潜力大
商业广场星沙店	2004	15,000	长沙星沙开元路	流行百货、购物中心	长沙次级商圈
商业广场浏阳店	2009	23,600	长沙浏阳金沙中路	流行百货、购物中心	长沙次级商圈
商业广场红星店	2010	33,000	长沙韶山路湘府路交汇	流行百货、购物中心	长沙次级商圈
商业广场株洲店	筹划中	70,000	株洲	流行百货、购物中心	二级市场，2010 年开工
奥特莱斯直销广场	2008	14,134	长沙万家丽路 358 号上河国际商业广场	折扣百货	
<b>面积合计</b>		<b>205,534</b>			

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

**通程商业广场麓山店：**位于河西溁湾镇，是公司首个商业广场项目，河西商圈的商业龙头。有着 40 万人口的河西岳麓区，目前只有溁湾镇这个商业业态基本齐全的商业中心，后续发展潜力较大。2006 年，公司对通程商业广场麓山店进行了较大规模的提质改造，虽然仅投入 160 万元，但改造后该门店商品经营面积得以扩大，经营业绩明显改善。2007 年，该门店的销售收入和租赁收入为 19,035 万元，较改造前增长 22.5%；利润平效为 0.07 万元，较改造前增长 130.6%。调研中，我们看到：麓山店商品陈列布局合理，市场定位适当（大众/时尚百货），人气较旺。2009 年麓山店实现净利润 2000 多万元。

**通程商业广场星沙店：**位于长沙经济技术开发区中心行政、生态绿化广场，是长沙东城区最大的一站式休闲购物中心，由多个主力店群和中厅时尚走廊组成，综合了休闲、餐饮、娱乐、数码、超级卖场等多种业态。星沙商业广场主体工程于 2003 年底全面竣工，并于 2004 年 1 月 16 日开业并投入营运。我们预计星沙店 2010 年将盈利几百万元。

**通程商业广场浏阳店：**集家电连锁、生活超市和精品百货于一体，是公司首个以完整的商业业态组合出现的大店。该广场位于浏阳市金沙路 1 号，通程承租 3 层，每层均为 1.3 万平方米左右。此外，还有 1 万平方米的地下停车场可供使用。我们预计，2010 年浏阳店实现盈亏平衡的概率较大。

**通程商业广场红星店（2010 年配股项目）：**红星商圈位于长株潭城市一体化的核心区域，离汽车南站 1.5 公里，离省政府新址 1.8 公里，地理位置较好。商圈分布有会展中心（包含家居市、农产品、建材等市场），附近建有包括 1000 亩政府公务员小区在内的成熟楼盘，拥有规模较大的潜在顾客消费群体。公司抓住长株潭两型社会改革的契机，战略布局红星商圈，现已基本建成了红星通程商业广场和通程盛源酒店；商业广场已于 2010 年 1 月份开业，预计 2010 年该门店将微亏，2010 年实现业绩。我们认为，随着商圈的进一步培育，一旦潜在消费者形成了在当地消费的习惯，该店的后续增长潜力较大。

**通程商业广场株洲店（2010年配股项目）：**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，通过多年的发展和政策支持，目前该区域已初具规模，配套有超市、酒店、高档居民区、大型厂矿企业等，但在大型百货卖场方面存在空白，公司将在该区域选择物业新开商业广场，届时将成为公司首个在省内二级市场布局的商业广场项目。目前公司株洲店正在进行谈判中。

#### 通程奥特莱斯直销广场

奥特莱斯（OUTLETS）在零售业中专指由销售名牌过季、下架、断码商品的商店组成的购物中心，通常推出1-5折的价格优惠，在我国属于新兴百货业态。在国内经营情况最好的奥特莱斯是上海百联股份旗下的青浦OUTLETS，2009年实现净利润3867万元。此外广州的天河城百货、广州友谊、长沙本土的友阿股份等均已在经营或正在筹划OUTLETS。友阿股份的湖南奥特莱斯项目同样位于长沙地区（大托区商圈，长、株、潭三地交汇处），建筑面积9.9万平米，预计2010年10月1日试营业。

公司的OUTLETS位于城东的上河国际街区，面积达1.4万平米，是湖南省首家奥特莱斯。相对而言，该门店体量较小，严格来说，并不是国际上真正意义上的OUTLETS。公司只是将其作为一种新型业态的探索。门店于2009年1月底开业，并与当年实现盈亏平衡，预计2010年开始盈利。不过，我们对此门店的发展前景不抱太大期望，特别是友阿的OUTLETS开业以后，势必造成部分客流的分流。

## 5. 超市业务：预计2010年亏损1000万左右

2007年2月，公司开出通程万惠超市2家门店（即八一路店、左家塘店）。后来随着通程商业广场浏阳店（2009年开业）、红星店（2010年开业）的建设，为组合业态的需要，公司相应地开了超市店中店，使得公司超市门店总数达到4家。当前我国超市业态已进入精细化、规模化竞争状态。由于公司初涉超市业态，管理以及资源的投入力度有限，导致超市业务一直处于亏损之中。2009年，公司超市业务亏损1300万元。由于经营不善，公司对超市高管人员进行重大调整。从发展一站式购物（即商业广场业态）的角度来看，我们认为，超市业态是重要的组成部分，对公司业务结构有战略意义。通程商业广场麓山店、星沙店里面的超市是由其他零售商负责经营，而通程仅获取物业租赁收益。据了解，麓山店里面的新一佳超市经营业绩相当好，目前距离租约到期还有三年左右的时间。我们认为，公司超市业务后续改善空间较大，预计2010年超市业务亏损1000万元。

## 6. 酒店业务：预计2010年整体盈亏持平

### 6.1 通程国际大酒店：每年贡献2000万元净利润

通程国际大酒店是国家评定的五星级涉外酒店（1998年开业），位于长沙市中心位置，交通便利。主楼高51层，建筑面积10万平方米，曾被誉为“湘楚第一楼”。2009年该酒店实现主营业务收入1.5亿元，净利润2854万元。2009年公司向大股东通程集团收购其所持有的通程国际广场30%的股权，使得公司持有通程国际广场的股权比例达到95%。由此，通程国际大酒店对公司2009年的业绩贡献达2712万元。作为成熟项目，我们认为该酒店的增长潜力有限，估计每年能为公司贡献2000万左右的净利润。

表7：通程大酒店业绩经营情况（万元）

	主营业务收入	利润总额	净利润	持股比例	业绩贡献
2004	11,747	2,025	2,025	65%	1,316
2005	12,199	2,020	1,445	65%	939
2006	13,378	2,841	2,049	65%	1,332
2007	14,556	2,759	1,932	65%	1,256
2008	14,948	2,909	2,183	65%	1,419

2009	14,863	3,819	2,855	95%	2,712
------	--------	-------	-------	-----	-------

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

## 6.2 同升湖通程山庄酒店：预计 2010 年小幅盈利

同升湖通程山庄酒店，是一家五星级生态休闲酒店，建筑面积 5 万平方米，300 多间豪华客房。该酒店于 2003 年 12 月 8 日竣工并投入营运。2004 年公司向集团收购同升湖通程山庄酒店整体资产。该酒店位于长株潭城市群的中心位置，毗邻京珠高速，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，交通便利。2009 年同升湖酒店实现盈亏平衡，预计 2010 年小幅盈利。

## 6.3 通程温泉大酒店：预计 2010 年小幅减亏

2008 年公司自筹资金 4.5 亿元，投资兴建通程温泉大酒店（五星级）。该酒店的投资主题是公司控股 70% 拥有的子公司长沙通程龙腾投资发展有限公司。酒店建筑面积 12 万平方米，客房 500 间。2009 年通程温泉酒店开业，由于尚处于市场培育期，2009 年亏损达 3,646 万元（其中酒店开办费 309 万元，其他资产费用当期摊销 150 多万元）。该酒店位于长沙市宁乡县城主干道十字路口处，距离长沙市区 30 分钟车程，距黄花国际机场约 60 分钟车程。经过实地调研，我们认为，该酒店的定位与周边消费环境存在一定的差距。考虑到公司前期投入较大，我们预计，未来大幅减亏的难度较大。

## 6.4 麓山宾馆：未来几年对公司的业绩贡献不大

麓山宾馆是一家三星级会务型宾馆，位于长沙市河西的岳麓区，靠近公司通程商业广场麓山店，交通较为便利。该酒店拥有 330 多间客房，拥有能满足千人会务的 10 余间会议室。目前麓山宾馆客房入住率为 75% 以上，写字楼出租率达 95% 以上。2009 年 12 月，公司出资 1.56 亿元向大股东收购麓山宾馆以及土地使用权，其中土地使用权评估价值为 8240 万元。麓山宾馆盈利能力较弱，根据公司预计，2009 年实现营业收入 3200 万元，净利润 260 万元；2010 年实现营业收入 4000 万元，净利润 500 万元。尽管该地段位置较好，但由于公司尚未有开发房地产的计划，且宾馆盈利较小，我们认为未来几年麓山宾馆对公司的业绩贡献不大。

## 6.5 通程盛源酒店：市场前景较好

盛源酒店是四星级商务酒店，经营面积达 3 万平方米，属公司租赁物业。该酒店与通程商业广场红星店位于同一栋楼上，建筑外观现代。酒店于 2010 年 6 月份试营业，培育期达两年左右。受酒店培育影响，我们预计 2010 年盛源酒店亏损几百万元。基于以下几点，我们看好盛源酒店的市场前景：（1）红星商圈分布了较多的专业市场，商旅人士较多，酒店定位较好；（2）我们从香港商场经营的经验来看，商业广场与酒店业态的结合将能够起到良好的正效益。（3）租赁方式将使得酒店经营风险降低。

# 7. 综合投资业务：锦上添花

## 7.1 通程典当：高风险、高收益的类金融行业

典当行业是新兴行业，也是特种行业，其特点是行业门槛高，投资回报率大、风险度也较高。关于典当行业的基本情况，笔者曾在《香溢融通（600830）深度报告：心急吃不了热豆腐》一文中做了详细说明，先摘录如下：

(1) 根据 2005 年商务部、公安部联合发布的《典当管理办法》，典当是指当户将其动产、财产权利作为当物质押或者将其房地产作为当物抵押给典当行，交付一定比例费用，取得当金，并在约定期限内支付当金利息、偿还当金、赎回当物的行为。

(2) 典当盈利主要来自两个部分：一部分来自典当当金利息，另一部分来自典当综合费用。典当期限由双方约定，最长不得超过 6 个月。典当期或典当期届满后 5 日内，经双方同意可以续当，续当一次的期限最长为 6 个月。典当期或续当期届满后，当户应当在 5 日内赎当或者续当。逾期不赎当也不续当的，为“绝当”。典当综合费用包括各种服务及管理费用。其中，动产质押典当的月综合费率不得超过当金的 42%；房地产抵押典当的月综合费率不得超过当金的 27%；财产权利质押典当的月综合费率不得超过当金的 24%。当期不足 5 日的，按 5 日收取有关费用。

(3) 目前典当的收费按照“综合服务费+银行利率”的标准来收取，平均费用率为月息 3% 左右，相当于年息 36%，与银行借款相比，融资成本高得惊人，也从而造就了行业高净利润率的特点。通常企业只有在急需资金的情况下，才会考虑典当；并且融资期限很短，以 1-2 个星期到 1-2 个月居多。

(4) 典当行不得吸收储蓄存款，但可以从银行融资，以满足放款需求。典当行可以从商业银行获取的贷款余额不得超过其注册资本（第一次报送财务会计报告时），或其上年度所有者权益（第一次报送之后）。也就是说，典当行能够做的典当业务额度可以按照其净资产 1:1 放大，即 1000 万的净资产最多可以做 2000 万的业务。2009 年通程典当的净资产为 9949 万元，即最多可做到将近 2 个亿的业务量。2009 年通程典当已做满额度。由于风险控制得当，2009 年公司未发生一笔风险业务。

(5) 高收益同时伴随着高风险。由于利息成本很高，通常情况下只有急着需要用钱的企业才可能考虑典当融资；而这些企业一般是不达不到银行的信用条件的，这就意味着这些客户的违约风险相对较高。虽然有第二还款来源（即客户抵押或质押的动产或房产等）作为保障，但考虑到诉讼期限、处置程序、变现能力等多重因素，典当行所面临的风险还是很大。作为国内 A 股上市公司中唯一一家以典当为主业的香溢融通（600830）这几年就因为当款坏账增多，致使公司发展受到限制。

湖南通程典当有限责任公司是公司持有 84.41% 股权的控股子公司，注册资本 4500 万元。公司计划 2010 年对典当公司增资 4500 万元，以满足不断增长的典当业务需求。2009 年通程典当实现营业收入 2527 万元，净利润 1527 万元，净利润率高达 60%。我们预计，2010 年典当业务将实现净利润 2000 万元左右。

**表 8：通程典当经营情况**

	营业收入（万元）	净利润（万元）	净利润率
2007	1,920	1,014	53%
2008	2,818	1,714	61%
2009	2,527	1,527	60%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

## 7.2 长沙银行股权：资产增值潜力大

截止 2010 年 6 月末，公司持有长沙银行股份有限公司 3.05% 的股权，合计 3,579.99 万股，初始投资额仅为 2040 万元。长沙银行成立于 1997 年 5 月，总行位于长沙，下辖包括株洲支行在内的 33 家分支机构 61 个营业网点，控股祁阳村镇银行。2007 年以来，长沙银行已全面达到银监会确定的“优秀银行”要求，各项结构性指标基本达到上市银行水平，中国银监会对长沙银行的综合评级为二级，是目前中国银行业中的最高等级。截至 2009 年末，长沙银行股本达到 11.73 亿元，净资产 26.9 亿元，每股收益达 0.69 元，全行资产总额达 640 亿元，存款余额达 553 亿元，贷款余额达 274 亿元，实现报表利润 8.7 亿元，不良贷款率控制在 1.79%，拨备覆盖率达到 152%，资本充足率达到 11.2%，资产收益率超过

1.2%。综合实力在全国 140 多家城商行中排名前列，经营规模在长沙市同业中位居前三。最近几年，长沙银行正筹划上市，一旦上市成功，将给通程控股带来较大的投资收益。

## 8. 公司经营业绩评述与各项分拆

2009 年以来，公司决策层转变经营思路，努力促使公司由资产性企业向效益型企业转变，取得明显进展。2009 年，公司实现营业收入 24 亿元，同比增长 32.7%；实现净利润 5683 万元，同比增长 46.8%。2010 年上半年，公司实现营业收入 16 亿元，同比增长 47%；实现净利润 5081 万元，同比增长 73.8%。从 2009 年公司业绩构成来看：

(1) **商业贸易**大类中，电器业务是公司的主要业绩来源，全年实现净利润超过 4000 万元。目前通程电器毛利率约为 12%左右，较苏宁电器低 2-3 个百分点，净利率约为 2-3%。通程电器是公司的重点发展业务，预计未来几年内将在湖南省内密集布点。考虑到当前公司已形成了较为成熟的门店复制模式，我们对通程电器业务持有较大的期待。在本文盈利预测中，我们假设 2010 年新开门店 8 家，收入同比增长 30%。百货业务中，通程商业广场麓山店盈利能力最强，2009 年实现净利润 2000 万元。随着长沙次级商圈的培育，公司商业广场门店将陆续进入盈利期。我们预计，2010 年，商业广场星沙店和奥特莱斯店将开始盈利；浏阳店持平的概率较大；红星店较小幅亏损。精品百货方面，调研中我们发现，金色家族东塘店正在实施布局调整改造。超市业务是拖累公司业绩的重要因素，我们预计，随着公司超市业务经验的不断积累、人员配置的调整，2010 年超市业务有望减亏至 1000 万元左右。

(2) **酒店业务**是继超市业务之后，拖累公司业绩的第二大因素。2009 年酒店业务整体亏损 500 多万元。其中，于 2009 年开业的温泉大酒店（由公司持股 70%）亏损幅度最大，达到 3,646 万元，对公司的业绩贡献达-2552 万元。我们认为，2010 年温泉大酒店小幅减亏，预计对公司的业绩贡献达-2000 万元。此外，我们预计，2010 年盛源酒店亏损 300-500 万元左右；麓山宾馆盈利 500 万元；同升湖酒店小幅盈利；国际大酒店盈利 2000 万元。总体来看，我们预计，2010 年公司酒店业务能够达到盈亏平衡，甚至有小幅盈利；2011 年酒店业务可能将盈利 500 万元左右。

(3) 目前公司的**综合投资业务**主要包括典当、长沙银行股权两项业务。2009 年，公司将控股子公司长沙通程投资置业有限公司 59%的股权出售，获得一次性的投资收益 2281 万元，对公司税后净利润的贡献达 1711 万元。2009 年，典当公司实现净利润 1527 万元，对公司的业绩贡献达 1250 万元。我们预计，2010 年典当公司净利润达 2000 万元，对公司的业绩贡献接近 1700 万元。此外，公司还持有长沙银行 3.05%的股权，长沙银行盈利能力良好，但由于近年来通程控股的账面上并未体现投资收益，我们在本文业绩预测中暂不考虑此项收益。

表 9：2009 年公司业绩构成（初步估算）

业务分类	贡献比例	净利润（元）	备注
电器	73%	41,482,471	目前公司主要业绩来源
百货	26%	14,774,579	商业广场逐步进入盈利期
超市	-24%	-13,638,073	后续需密切关注
酒店	-10%	-5,682,530	温泉大酒店亏损达 3,646 万元
典当	22%	12,501,567	公司持股 84.41%
股权出售	30%	17,107,500	按 25%税率计算税后股权转让收益
合计		66,545,513	实际税率计算差异致使净利润与实际数不等。

资料来源：东莞证券研究所

## 9. 首次给予“谨慎推荐”评级

在中部崛起以及建设长株潭城市群两型社会的大背景下，近年来湖南省经济走上了快车道，通程控股（000419）也由此面临着难得的商业环境。前些年公司将主要精力放在酒店业务上，错失了商业发展机遇，致使公司业绩一直保持 3000-5000 万元上下波动。2009 年以来公司调整经营思路，力图使公司由资产型企业向效益型企业转变，取得了明显的进展。基于上一节我们对公司的经营业绩分析以及合理的假设，考虑到公司电器业务在省内的密集布局，以及商业广场项目陆续进入盈利期，我们认为，2010 年将是公司业绩释放的转折点，预计全年将实现净利润 9800 万元左右，较上年同期增长 72%；预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益依次为 0.28 元、0.36 元、0.45 元；对应的市盈率依次为 36.17 倍、27.87 倍、22.13 倍。考虑到未来几年内公司的业绩释放意愿较强，以及近期商业零售板块整体估值上移的因素，我们给予公司 2011 年 35 倍市盈率倍数，目标价位 12.5 元左右，首次给予“谨慎推荐”投资评级。

**风险提示：**（1）苏宁电器是公司在湖南省内最强的竞争对手，且两者均实施渠道下沉的扩张策略。目前通程电器在区域内对苏宁电器的竞争优势不明显，后续竞争压力较大。（2）温泉大酒店减亏情况低于预期的风险。（3）典当属高风险高收益行业，一旦风险控制不好，将会拖累公司业绩。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,402.83	3,604.25	4,505.31	5,406.37	净利润	53.89	97.62	126.72	159.56
营业成本	1,864.65	2,793.29	3,491.62	4,189.94	折旧与摊销	100.16	129.17	167.96	188.85
营业税金及附加	25.75	41.09	51.36	61.63	财务支出	33.81	11.36	70.20	84.35
销售费用	154.69	216.25	270.32	324.38	投资损失	-22.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	265.53	378.45	473.06	567.67	净营运资本变动	291.44	-4.18	65.03	65.03
财务费用	35.21	45.00	50.00	50.00	经营活动现金流	456.48	233.97	429.91	497.80
资产减值损失	1.30	0.00	0.00	0.00	资本支出	-510.32	-540.72	-460.20	-1,884.20
其他经营收益	22.81	0.00	0.00	0.00	其它投资	54.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	78.51	130.17	168.96	212.75	投资活动现金流	-455.35	-540.72	-460.20	-1,884.20
利润总额	84.16	130.17	168.96	212.75	股权融资	0.00	3.06	0.00	0.00
减 所得税	30.28	32.54	42.24	53.19	债券融资	550.00	948.27	270.32	270.32
净利润	53.89	97.62	126.72	159.56	股利分配及其它	-75.93	-27.96	-91.75	-111.48
减 少数股东损益	-2.94	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	474.07	923.38	178.57	158.84
归母公司净利润	56.83	97.62	126.72	159.56	货币资金净变动	475.20	616.63	148.29	-1,227.56

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	510.53	955.96	1,104.25	-123.31	成长能力 (YOY)				
应收账款	14.62	0.00	0.00	0.00	营业收入	32.71%	50.00%	25.00%	20.00%
预付账款	26.72	55.87	69.83	83.80	营业利润	-9.65%	107.35%	29.80%	25.92%
存货	243.19	720.85	901.06	1,081.27	归母公司净利润	46.75%	71.80%	29.80%	25.92%
其它	143.25	36.04	45.05	54.06	盈利能力				
流动资产合计	938.32	1,768.72	2,120.20	1,095.83	销售毛利率	22.40%	22.50%	22.50%	22.50%
长期股权投资	23.60	2.00	2.00	2.00	销售净利率	2.36%	2.71%	2.81%	2.95%
固定资产合计	1,452.49	2,000.00	2,300.00	2,500.00	ROE	7.04%	9.90%	11.62%	13.04%
长期待摊费用	70.94	19.41	11.64	6.99	ROIC	4.93%	9.16%	6.66%	6.93%
其它	376.22	11.50	11.50	1,511.50	偿债能力				
非流动资产合计	1,923.26	2,032.91	2,325.14	4,020.49	资产负债率	71.79%	74.08%	75.47%	76.10%
资产总计	2,861.58	3,801.62	4,445.34	5,116.32	流动比率	0.50	0.74	0.72	0.32
短期借款	480.00	1,081.27	1,351.59	1,621.91	速动比率	0.37	0.44	0.42	0.00
应付账款	287.03	279.33	349.16	418.99	营运能力				
预收款项	77.13	125.70	157.12	188.55	资产周转率	1.01	1.18	1.09	1.13
其它	1,038.12	902.86	1,069.82	1,236.79	存货周转率	9.06	5.99	4.31	4.23
流动负债合计	1,882.28	2,389.16	2,927.70	3,466.24	应收账款周转率				
长期借款	145.00	400.00	400.00	400.00	每股指标				
其它	198.20	-71.80	28.20	28.20	每股收益	0.16	0.28	0.36	0.45
非流动负债合计	343.20	328.20	428.20	428.20	每股经营现金流	1.30	0.67	1.22	1.42
负债合计	2,055.48	2,817.36	3,355.90	3,894.44	每股净资产	2.18	2.37	2.67	3.05
实收资本	351.02	351.02	351.02	351.02	每股股利	0.06	0.05	0.06	0.08
资本公积	119.96	119.96	119.96	119.96	估值指标				
留存收益及其它	336.60	514.79	619.96	752.40	PE	62.14	36.17	27.87	22.13
所有者权益合计	807.58	985.77	1,090.94	1,223.38	PB	4.60	4.24	3.76	3.30
负债和权益总计	2,863.06	3,803.13	4,446.84	5,117.82	EV/EBITDA	20.20	12.77	10.04	8.60

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

### 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119455

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn