

分析师： 邵稳重 代薇 (8627) 65799539 shaowz@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

## 集团改制完善激励机制 近年新增项目提供未来增长

### 事件描述

通程控股近日发布 2009 年一季报，2009 年一季度公司实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 14.29%；净利润 0.11 亿元，同比增长 0.39%。实现每股收益 0.03 元。

- 09 年一季度营业收入增长 14.29%，销售费用率提升明显；
- 公司处于蓄势阶段，未来几年发展前景良好；
- 经过集团改制后公司管理层激励较为充分；
- 公司资产充裕，物业重估价值较大；
- 预计 2009/2010 年度业绩会得到改善。

### 事件评论

#### 第一，公司 09 年一季度营业收入增长 14.29%，销售费用率提升明显

2009 年一季度公司实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 14.29%；净利润 0.11 亿元，同比增长 0.39%。实现每股收益 0.03 元。我们认为，收入的增长源于通程奥特莱斯和通程温泉酒店及其他 08、09 新开门店的收入贡献。

公司 09 年第一季度毛利率小幅提升了 0.43 个百分点。净利润增速仅为 0.4%，低于收入增速 14.29%，主要原因在于销售费用率同比和环比均出现了显著的上升，同比上升了 1.19 个百分点。我们认为是整体经济环境的不景气给公司整体带来更大营销压力，造成公司整体销售费用的增长。

**表 1 通程控股单季度合并利润表分析**

| 百万元       | 2007Q1 | 2007Q2 | 2007Q3 | 2007Q4 | 2008Q1 | 2008Q2 | 2008Q3 | 2008Q4 | 2009Q1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入    | 361    | 373    | 373    | 489    | 448    | 448    | 437    | 478    | 512    |
| 同比增长率     | 36.17% | 27.08% | 34.58% | 30.01% | 24.21% | 19.85% | 17.18% | -2.21% | 14.29% |
| 主营业务成本    | 287    | 286    | 273    | 362    | 348    | 343    | 342    | 360    | 395    |
| 毛利率       | 20.41% | 23.34% | 26.78% | 25.86% | 22.36% | 23.28% | 21.77% | 24.61% | 22.79% |
| 主营业务税金及附加 | 2.75   | 2.84   | 7.26   | 4.27   | 4.37   | 4.22   | 4.01   | 6.41   | 6.49   |
| 销售费用      | 24     | 24     | 28     | 23     | 29     | 27     | 28     | 34     | 39     |
| 销售费用率     | 6.68%  | 6.30%  | 7.60%  | 4.77%  | 6.48%  | 5.97%  | 6.43%  | 7.12%  | 7.67%  |
| 管理费用      | 43     | 45     | 43     | 44     | 48     | 50     | 47     | 66     | 54     |
| 管理费用率     | 12.01% | 12.06% | 11.58% | 8.92%  | 10.74% | 11.13% | 10.85% | 13.79% | 10.54% |
| 财务费用      | (2)    | 8      | 6      | 14     | 4      | 7      | 4      | 6      | 4      |
| 资产减值损失    | 0      | 0      | 0      | 2      | 0      | 1      | 0      | (1)    | 0      |
| 营业利润      | 19.05  | 7.01   | 17.00  | 43.83  | 16.24  | 15.07  | 11.63  | 19.84  | 12.55  |

|        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业利润率  | 5.28%  | 1.88%  | 4.56%  | 8.97%  | 3.62%  | 3.37%  | 2.66%  | 4.15%  | 2.45%  |
| 同比增长率  | 111.6% | 11.5%  | 161.8% | 40.4%  | -14.8% | 115.0% | -31.6% | -54.7% | -22.7% |
| 营业外收入  | 0.06   | 0.36   | 0.13   | 0.24   | 0.12   | 0.58   | 2.07   | 1.35   | 2.38   |
| 营业外支出  | 0.01   | 0.10   | 0.07   | 0.05   | 0.03   | 1.34   | 0.15   | 0.12   | 0.03   |
| 利润总额   | 19.10  | 7.26   | 17.06  | 44.02  | 16.33  | 14.30  | 13.54  | 21.08  | 14.90  |
| 税前利润率  | 5.29%  | 1.94%  | 4.58%  | 9.01%  | 3.64%  | 3.20%  | 3.10%  | 4.41%  | 2.91%  |
| 同比增长率  | 112.0% | 16.1%  | 104.4% | -26.6% | -14.5% | 97.0%  | -20.6% | -52.1% | -8.7%  |
| 所得税    | 5.16   | 1.49   | 4.26   | 15.66  | 3.10   | 2.18   | 3.73   | 7.72   | 2.58   |
| 有效税率   | 27.03% | 20.58% | 24.98% | 35.57% | 19.01% | 15.27% | 27.54% | 36.64% | 17.33% |
| 少数股东损益 | 1.10   | 1.53   | 2.21   | 2.38   | 2.01   | 3.21   | 2.28   | 2.29   | 1.06   |
| 净利润    | 12.83  | 4.24   | 10.59  | 25.99  | 11.22  | 8.91   | 7.53   | 11.06  | 11.26  |
| 净利润率   | 3.56%  | 1.13%  | 2.84%  | 5.32%  | 2.50%  | 1.99%  | 1.73%  | 2.31%  | 2.20%  |
| 同比增长率  | 116.0% | 11.1%  | 114.6% | -31.7% | -12.6% | 110.3% | -28.9% | -57.4% | 0.4%   |
| 总股本    | 175.51 | 175.51 | 175.51 | 175.51 | 175.51 | 175.51 | 351.02 | 351.02 | 351.02 |
| 每股收益   | 0.07   | 0.02   | 0.06   | 0.15   | 0.06   | 0.05   | 0.02   | 0.03   | 0.03   |

资料来源：长江证券研究部，wind

## 第二，公司处于蓄势阶段，未来几年发展前景良好

我们认为，经过多年的收购与投资扩张，公司净资产和资产质量均提升明显，尽管重资产的发展模式投资回报期相对较长，但充足的项目将为公司未来持续发展提供坚实的基础和动力。

表 2 公司近年投资及收购项目

| 时间          | 投资及收购项目                                       |
|-------------|-----------------------------------------------|
| 2003 年 11 月 | 以 3676.36 万元收购长沙星沙通程商业广场的整体在建工程。              |
| 2004 年 5 月  | 以 16461.10 万元收购同升湖通程山庄酒店整体资产和后续投入             |
| 2005 年 12 月 | 出资 1950 万元与通程电梯公司合资设立湖南通程典当有限责任公司             |
| 2006 年 10 月 | 出资 950 万元与长沙通程实业集团有限公司合资设立长沙通程投资置业有限公司        |
| 2007 年 10 月 | 以 4900 万元收购龙腾房产持有的宁乡龙腾玉龙国际大酒店有限责任公司 70% 的股权   |
| 2007 年 10 月 | 以 2389.76 万元对公司控股子公司湖南通程典当有限责任公司进行增资。         |
| 2008 年 9 月  | 以 5000 万元投资设立全资子公司长沙通程金洲投资有限公司。               |
| 2008 年 11 月 | 以 3100 万元收购武汉蓝本科技有限公司持有的长沙通程投资置业有限公司 40% 的股权。 |
| 2009 年 3 月  | 出资 7000 万元收购通程集团持有的长沙通程国际广场置业发展有限公司 30% 的股权。  |
| 2009 年 3 月  | 出资 800 万元收购通程集团拥有的湘民仓库整体资产。                   |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据08年年报披露，公司09年将继续保持扩张态势。09年新增项目包括温泉酒店（13万平米）、奥特莱斯直销广场（6万平米）、红星盛源通程（3 万平方米的四星级商务酒店和6 万平方米卖场）、浏阳购物中心（6万平米）、电器五一广场旗舰店5个大店，以及星沙店扩容改造。

其中，通程温泉酒店于09年2月26日正式营业。酒店座落于长沙市宁乡县，是长沙中枢经济圈向西部腹地辐射的必经之地。该酒店占地面积50亩，总建筑面积近13万平方米。

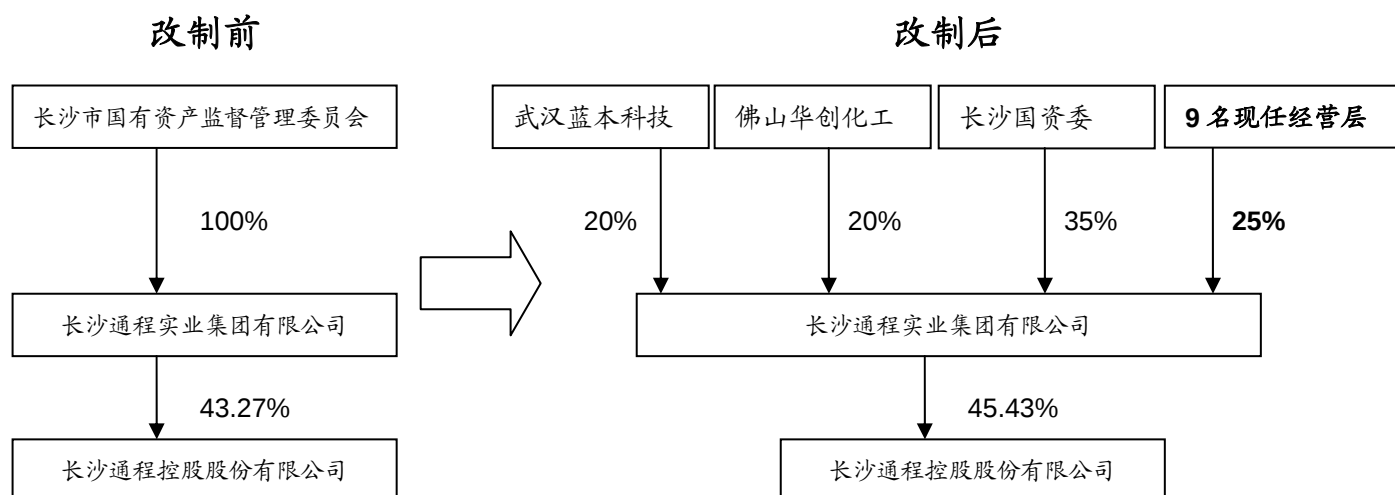
通程奥特莱斯直销广场营业面积近2万平方米，于08年12月31日开业。我国的折扣店基本处于起步阶段，这种模式是普通商品和高档商品中间特有的商业状态，通程奥特莱斯直销广场也是湖南省首家专业“奥特莱斯”。从媒体的报道看，通程准备把奥特莱斯的经营面积继续扩大，二期的B馆也已开始启动招商。

浏阳购物中心将于今年5月开业，总投资近1.5亿，位于创意财富新世界商业广场，是浏阳乃至湖南省二级城市中体量最大、功能最齐全、商品品类最多、商品品种最丰富的一站式大型综合购物中心。

我们认为，这些项目的开出将为未来几年公司业绩的增长提供持续的动力。

### 第三，集团改制后公司管理层激励较为充分

图 1 改制前后股权结构变化



资料来源：长江证券研究部，公司公告

公司于 07 年 8 月完成了集团改制，改制后公司由公司国有股、战略投资者和管理层共同持股。我们认为，集团的成功改制对通程的影响将是深远的，管理层持股激励较为充分，成为公司发展的巨大动力，同时有利于业绩的释放。

### 第四，公司资产充裕，物业重估价值较大

除电器连锁和超市业务外，通程的物业多为自有，且取得成本较低。我们估算，这些商业物业重估价值较大，相当于每股 11.43 元。

表 3 通程控股物业价值估算

| 物业性质 | 物业           | 面积(平方米) | 单价(万元/平方米) | 权益价值(亿元) |
|------|--------------|---------|------------|----------|
| 商业   | 麓山通程商业广场     | 70000   | 1.5        | 10.5     |
|      | 星沙通程商业广场     | 40000   | 0.5        | 2        |
|      | 金色家族东塘店      | 15000   | 1.5        | 2.25     |
|      | 通程奥特莱斯       | 20000   | 1          | 2        |
| 酒店   | 通程大酒店(95%权益) | 100000  | 1.5        | 14.25    |
|      | 同升湖大酒店       | 50000   | 0.5        | 2.5      |
|      | 温泉大酒店        | 120000  | 1          | 12       |
| 其他   | 湘民仓库         | 4620    |            | 0.08     |
| 合计   |              | 414620  |            | 45.58    |

资料来源：长江证券研究部 注：金色家族韶山路店位于通程国际大酒店内

第五，我们预计 2009、2010 年 EPS 分别为 0.15 元、0.30 元。给予推荐评级。

根据公司近年的扩展计划，我们判断公司近年正处于蓄势时期，我们预计 09 年收入增长的主要来自五个新店的开出，而通程国际广场股权比例的提高（65%至 95%）将是业绩的主要增长点。但从长期看，公司多年充裕的项目蓄势待发，将在经济转暖时锦上添花。我们预计 09、10 年 EPS 分别为 0.15 元、0.30 元。考虑到公司 1) 拥有较重的自有物业；2) 公司管理层激励制度的有效改善，我们给予推荐评级，战略持有。

## 分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业资深分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |

## 投资评级说明

|             |                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>行业评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| <b>公司评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。