

百货零售



向涛

商业零售行业研究员

021-38565942

Xiangtao@xyzq.com.cn

通程控股 (000419)

2010 年开始有望渐入佳境

推荐 (首次)

2009 年 9 月 15 日

投资要点

- **项目密集上马压制 09 年业绩。**不考虑转让通程投资置业有限公司 59% 股权的投资收益，公司上半年扣除非经常性损益后归属母公司净利润同比下降近 50%，主要源于对部分 08 年底至 09 年中期新开项目的培育，包括奥特莱斯店、通程玉龙温泉酒店（70% 股权）、浏阳购物中心以及部分通程电器门店（如五一广场店）等。我们预计通程红星、盛源购物广场（建筑面积 6 万平米）以及商务酒店（建筑面积 3 万平米）将于 09 年底开出，此外下半年还将有通程电器店陆续开出，众多项目集中上马将对 09 年业绩形成压制。
- **家电连锁具备区域优势。**通程电器是公司目前最主要的收入和利润来源，收入和利润结构占比在 60% 以上，现有门店约 32 家，均在湖南省内，营业面积近 15 万平米，年销售额 12 亿元。目前湖南地区家电市场呈现通程、国美（约 24 家门店）、苏宁（约 20 家门店）三足鼎立的局面，从我们实地调研情况来看，由于具备先发优势，通程电器在多数核心商圈的门店无论是位置还是营运质量上都处于优势地位，我们预期电器连锁收入未来保持稳定增长，09 年收入可突破 13 亿元，利润超过 2500 万元。
- **商业零售项目前景可看好。**公司从 07 年改制以来开始发力百货零售业态，08 年底开出通程奥特莱斯店，09 年 5 月浏阳购物中心店开业，上述两个项目目前仍然处于培育阶段，我们预计 09 年合计亏损在 1000 万元左右。浏阳店为浏阳地区体量最大（4 万平米，包含百货、超市、家电卖场）的商业购物中心，我们对其前景较为乐观，预计 2010 年有望开始盈利。通程红星、盛源购物广场项目仍然在建，09 年底有望开业，红星店所处位置为长沙市新城区核心地段，周边已有步步高红星商业广场、红星美凯龙商业项目等，我们预计红星店开出将进一步增加该商圈的聚集效应。其余麓山、星沙店以及金色家族经营稳定。
- **酒店业务发展相对稳定。**公司目前经营三家酒店：通程国际大酒店在湖南享有很高的知名度，其年收入（近 15 亿元）和净利润（2000 多万）较为稳定，公司年初收购大股东持有的 30% 股权，目前持有 95% 股权。同升湖通程山庄酒店 04 年开业，经过多年培育目前已经基本实现盈亏平衡，2010 年起有望开始贡献盈利；通程玉龙温泉酒店 09 年 2 月开出，酒店温泉是中国三大高温复合温泉之一，我们预计该项目需要培育几年，目前公司持有其 70% 股权。此外年底红星商务酒店有望开出，面积在 3 万平米左右，酒店为租赁经营，短期预计不会有突出贡献。
- **典当业务受经济政策影响波动较大。**上半年公司典当业务收入 1129 万元，同比下滑近 20%。我们认为下滑一方面是由于经济活动景气程度的影响，另一方面上半年国家实行宽松货币信贷政策也会对典当行业形成冲击，预计伴随未来经济持续复苏、国家信贷收紧，该项业务收入将会有所回升。
- **盈利预测和估值：**我们认为 09 年将是公司业绩低点期，主要源于新开项目过多带来费用支出大幅增加，随着前期项目成熟，2010 年开始公司有望渐入佳境，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.15 元、0.30 元和 0.42 元，对应 PE 为 41 倍、20 倍和 15 倍，公司资产质量优质，而且无论是从 PB、PS 还是

市值角度来看，在湖南三家商业上市公司中目前都具备优势，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

- **风险提示：** 1、万惠超市扭亏低于预期； 2、宏观经济波动影响浏阳、红星等新店培育。

表格、湖南地区三家商业上市公司部分估值指标比较

主要指标	通程控股	家润多	步步高
PB	2.91	4.55	4.40
PS	1.07	2.87	1.22
总市值(亿元)	21	64	66
营业面积(万平米)	65	18	80
其中:自有面积	35	8	10
门店数量	46	7	98
其中:			
百货	7	7	13
超市	3		84
家电	32		1
酒店	4		

资料来源：wind，兴业证券研发中心，按9月14日最新收盘价核算

投资评级说明

行业评级 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。