

百货零售



向涛

商业零售行业研究员

021-3856 5942

Xiangtao@xyzq.com.cn

通程控股 (000419)

从资源性企业向效益性企业转变

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-10-20
收盘价(元)	6.38
52周最高/最低(元)	7.39/2.87
总股本(百万股)	351.02
流通股本(百万股)	350.81
总市值(百万元)	2239.48
流通市值(百万元)	2238.20
每股净资产(元)	2.10

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1811	2338	2918	3652
同比增长(%)	13.5%	29.2%	24.8%	25.2%
净利润(百万元)	39	52	102	143
同比增长(%)	-27.8%	33.2%	98.4%	40.0%
毛利率(%)	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利率(%)	2.1%	2.2%	3.5%	3.9%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.29	0.41
每股经营现金流(元)	0.51	0.60	1.07	1.33

股价走势



相关报告

《通程控股 (000419): 2010 年开始有望渐入佳境》
2009-9-15

投资要点

- **集团改制成为公司发展历程中的分水岭。**控股股东通程集团 07 年的改制使得通程控股管理层实现了对公司的间接控股。改制前后公司体现出截然不同的发展速度, 07-09 年三年时间新开门店数量和营业面积已经和过去 10 年持平。我们认为随着改制后激励机制的到位和完善, 公司未来成长空间有望打开。
- **通程商业广场项目是未来看点。**通程商业广场是公司近年来着力发展的商业项目, 目前共有四家门店。其战略上立足长沙市副商圈及周边区县核心商圈, 定位为百货、家电、超市综合性业态的社区型购物中心。基于对长株潭城市群前景、门店所处商圈潜力、公司的经营管理能力的信心, 我们看好上述商业项目的发展前景。
- **NAV 重估溢价 30%以上。**公司目前拥有的商业和酒店自有物业权益面积超过 30 万平米, 此外还持有长沙市商业银行 1700 万股股权, 根据我们的保守测算, 公司 NAV 重估价值每股在 8.58 元, 相对现行股价溢价 30%以上。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测公司 09-11 年的每股收益分别为 0.15 元、0.30 元和 0.41 元, 结合公司 NAV 重估价值, 我们给予公司 2010 年 25-27 倍的市盈率, 合理目标股价在 7.5-8.0 元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示。**1、项目密集投入给公司带来较大的财务负担; 2、万惠超市减亏低于预期。

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况简介	- 4 -
1.1 国有相对控股，管理层间接持股	- 4 -
1.2 家电零售为主导的多元化经营	- 5 -
2、公司改制前后发展历史回顾	- 6 -
2.1 07 年以前：体制制约发展，错失先行良机	- 6 -
2.2 07 年以后：集团改制成公司发展催化剂	- 7 -
3、公司未来发展前景分析	- 8 -
3.1 中部崛起的受益者	- 8 -
3.2 通程商业广场项目是未来看点	- 10 -
3.3 其他业态项目前景分析	- 13 -
4、资产重估价值分析	- 16 -
5、盈利预测与估值	- 16 -
图 1、改制前后通程集团股权关系图	- 4 -
图 2、公司主要资产结构图	- 4 -
图 3、公司营业收入、净利润构成情况（2008 年）	- 5 -
图 4、02 年以来公司扩张路径图	- 6 -
图 5、通程电器历年来开店情况统计	- 6 -
图 6、长沙核心城区百货业态竞争格局图	- 7 -
图 7、中部崛起战略中重点发展城市群	- 8 -
图 8、长沙各区县城市化率比较（2008 年）	- 9 -
图 9、长沙各区县人口、GDP、社消占比构成（2008 年）	- 10 -
图 10、长沙各区县城镇居民人均可支配收入比较（2008 年）	- 10 -
图 11、麓山通程商业广场把握副商圈机遇	- 11 -
图 12、麓山通程商业广场历年销售增长情况	- 11 -
图 13、通程商业广场副商圈扩张图	- 12 -
表 1、公司主要资产一览表	- 5 -
表 2、公司及主要竞争对手 02-07 年百货零售业务扩张比较	- 7 -
表 3、改制前后公司门店数量和面积比较	- 7 -
表 4、通程电器分区域扩张统计	- 8 -
表 5、长株潭三地经济指标比较（2008 年）	- 9 -
表 6、通程商业广场项目基本情况	- 12 -
表 7、通程商业广场收入及净利润预测	- 13 -
表 8、百货和超市业务收入及净利润预测	- 13 -
表 9、湖南地区主要家电零售企业门店及销售规模	- 14 -
表 10、通程电器收入及净利润预测	- 14 -
表 11、公司酒店业务基本资料	- 14 -
表 12、公司酒店业务收入及净利润预测	- 15 -
表 13、通程典当业务收入及净利润预测	- 16 -
表 14、公司 NAV 测算	- 16 -
表 15、费率及所得税率假设	- 17 -
表 16、分板块收入和净利润预测	- 17 -
附表	- 18 -

投资概要

我们认为 07 年集团改制是公司发展历程中的一道分水岭，管理层对公司的间接持股将有效激发公司潜力。公司通程电器和酒店业务在长沙和湖南地区具备传统优势，现阶段重点发展的通程商业广场布局长沙副商圈，未来具备良好的成长前景。我们判断 2009-2010 年期间公司业绩将面临拐点，未来前景值得看高一线。

1、估值及投资建议

根据我们的假设，公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.15 元、0.30 元和 0.41 元，按当前收盘价计算，对应 09-11 年的动态 PE 分别为 44X、21X 和 15X；此外公司拥有商业和酒店自有物业权益面积超过 30 万平米，并持有长沙市商业银行股权，NAV 重估价值每股 8.58 元。综合考虑，我们认为公司合理股价在 7.5-8.0 元，对应 2010 年动态 PE 为 25X-27X，维持“推荐”评级。

2、关键假设

- 1、假设红星通程商业广场 09 年底能顺利营业，星沙通程商业广场 2010 年改造，并于 2011 年重新营业；09-11 年通程商业广场合计营业收入同比增长 49%、52%、55%；
- 2、通程电器在湖南省维持现有强势格局，09-11 年营业收入同比增长 19%、20%、18%；
- 3、综合毛利率稳定维持在 22%的水平不变；
- 4、09 年新开项目众多，为近年来费率高点，2010 年开始规模效益体现，费率下降，预测 2009-2011 年三项费率合计分别为 18.9%、16.1%、15.5%。

3、股价表现催化剂

公司持续的项目投入带来资本市场再融资需求。

4、风险提示

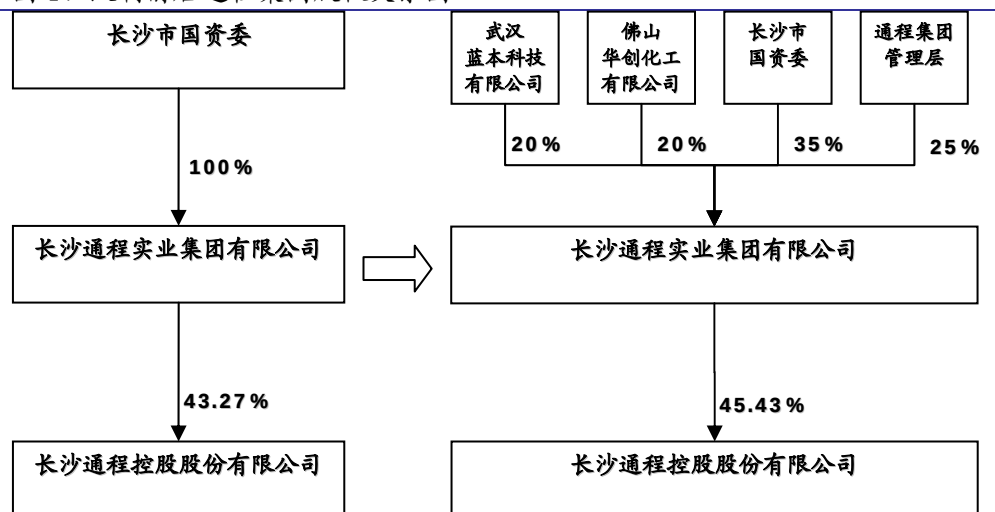
- 1、项目密集投入给公司带来较大的财务负担；
- 2、万惠超市减亏低于预期。

1、公司基本情况简介

1.1 国有相对控股，管理层间接持股

公司前身为长沙东塘百货大楼，控股股东为长沙通程实业集团有限公司（简称通程集团），实际控制人长沙市国资委。07年8月通程集团进行了产权体制改革，由原国有独资有限公司变为国有相对控股、多元投资主体的有限责任公司，其中通程集团管理层共同受让持有集团25%股权，进而间接持有上市公司股份。

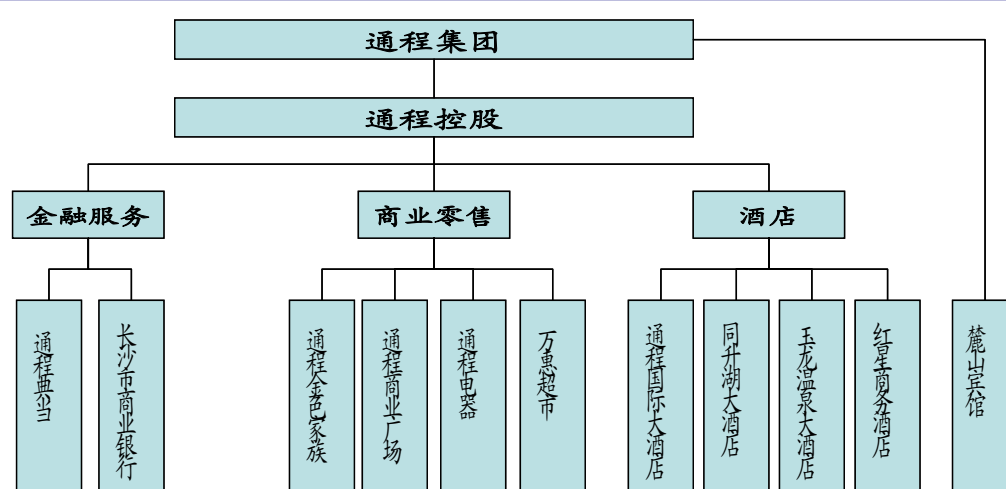
图 1、改制前后通程集团股权关系图



资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

公司96年以东塘百货为主体上市，随后10多年中陆续对集团资产进行了收购，包括通程国际大酒店（1998、2009 前后两次受让 50%股权）、麓山通程商业广场（2001）、星沙通程商业广场（2003）、同升湖山庄酒店（2004）、湘民仓库资产（2009）等，目前集团拥有的主要资产只剩下麓山宾馆。

图 2、公司主要资产结构图



资料来源：公司公告，集团网站，兴业证券研发中心

1.2 家电零售为主导的多元化经营

公司现阶段经营涉足商业零售（含家电零售）、旅游酒店和金融服务领域，其中家电零售业务是当前收入和利润的主要来源。

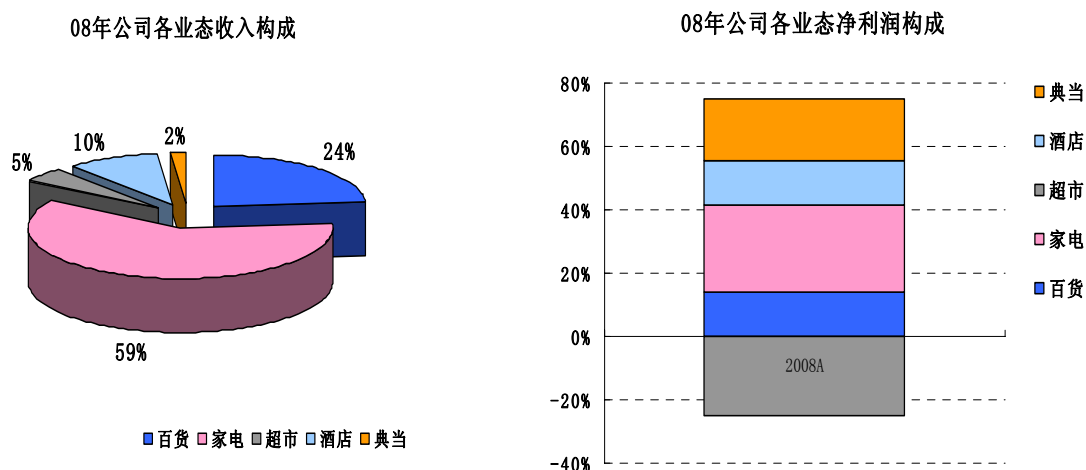
截至 09 年中期，公司拥有通程电器 30 家、百货（含购物中心）7 家、万惠超市 3 家、酒店 4 家；面积超过 65 万平方米，其中自有权益面积约 30 万平米。

表 1、公司主要资产一览表

业态	公司名称	持股比例	面积 (万平方米)	物业权属	开业时间	备注
家电零售	通程电器	分公司	15.0	租赁为主	2002 至今	
百货、购物中心	通程金色家族（东塘店）	分公司	1.5	自有	1996	通程大酒店内 08 年底开业
	通程金色家族（韶山店）	分公司	0.5	自有	1999	
	通程金色家族（奥特莱斯店）	分公司	2.0	租赁	2008	
	麓山通程商业广场	分公司	4.0	自有	2002	
	星沙通程商业广场	分公司	2.0	自有	2003	
	浏阳通程商业广场	分公司	4.0	租赁	2009	
	红星通程商业广场	分公司	4.0	租赁	预期 09 年底	
万惠超市	左家塘店	分公司	2.0	租赁	2007	
	迎宾路店	分公司	0.5	租赁	2007	
	浏阳购物中心店	分公司	1.0	租赁	2009	
酒店	通程国际大酒店	95%	10.0	自有	1998	建筑面积
	同升湖山庄酒店	分公司	5.0	自有	2004	建筑面积
	玉龙温泉酒店	70%	12.0	自有	2009	建筑面积
	红星通程商务酒店	分公司	3.0	租赁	预期 09 年底	
金融服务	通程典当	84.41%			2006	
	长沙市商业银行	3.05%			2002	02 年为参股时间
小计			65.0			自有 30 万平米

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

图 3、公司营业收入、净利润构成情况（2008 年）



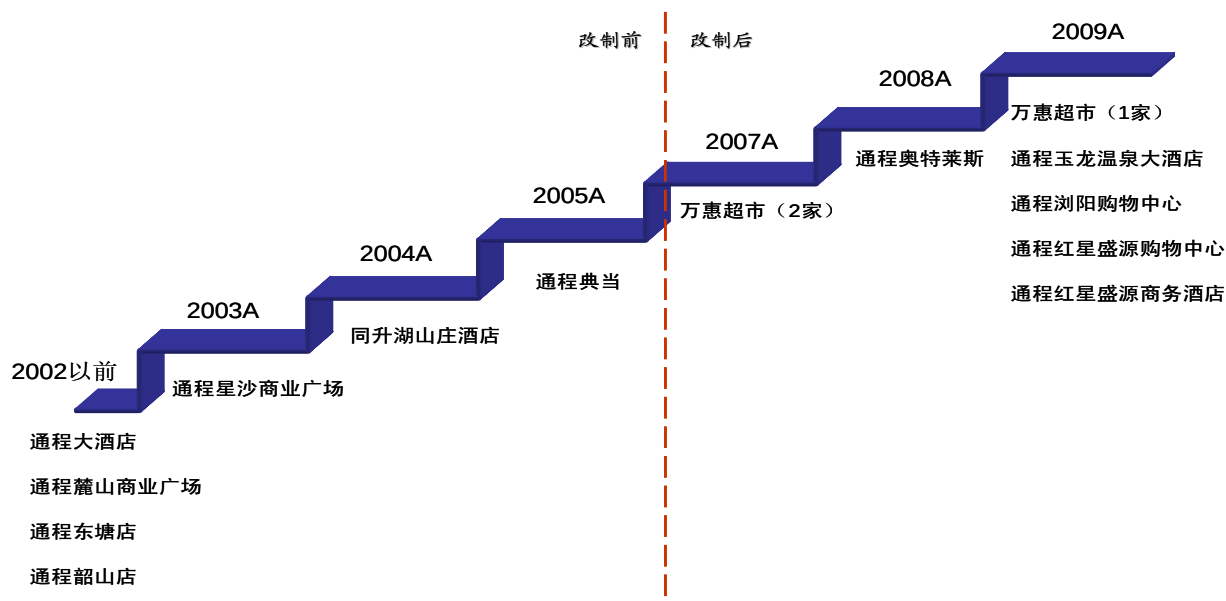
资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

2、公司改制前后发展历史回顾

2.1 07 年以前：体制制约发展，错失先行良机

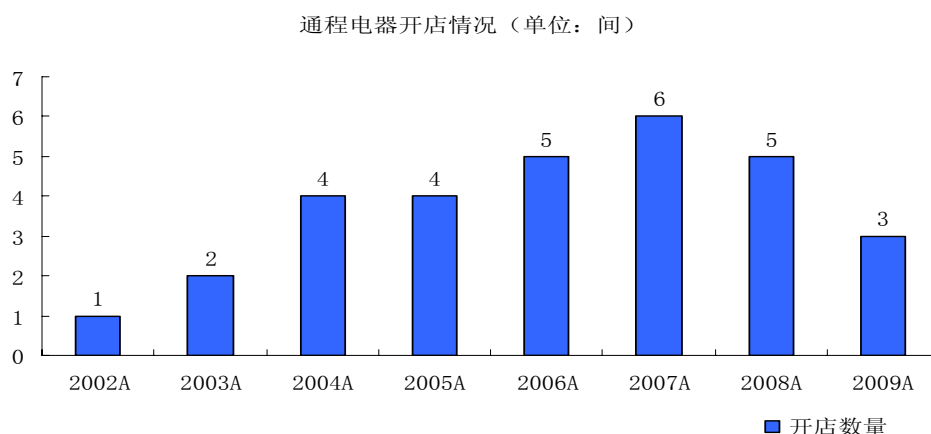
作为长沙市国资委旗下的商业零售资源平台，公司 96 年以东塘百货为主体上市，后在百货零售业态上的拓展却非常保守，02 年通程电器成立后公司的扩张战略重点更是放在家电零售业态上。不考虑通程电器，在集团改制前 02 年到 06 年的 5 年时间里，公司商业业态方面仅开出一家星沙通程商业广场。

图 4、02 年以来公司扩张路径图



资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

图 5、通程电器历年来开店情况统计



资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

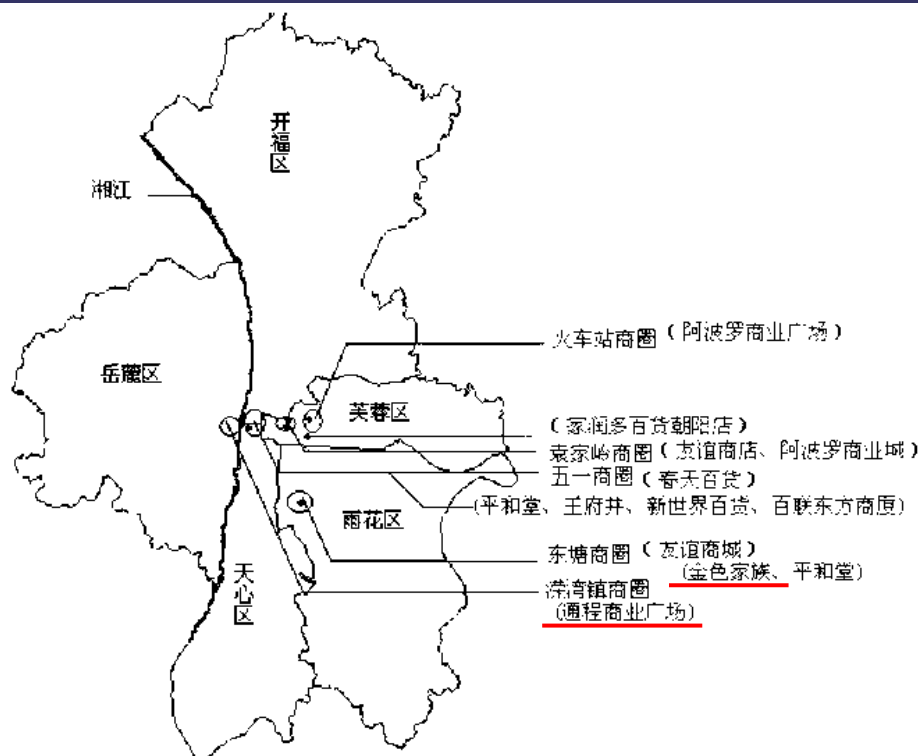
与此同时，平和堂、百盛、香港新世界、百联、王府井等内外资竞争对手纷纷进驻长沙市场抢占核心商圈，湖南本土的家润多、步步高也加快在省内的整合和扩张步伐，战略上的保守使得通程在长沙核心商圈百货业态竞争中被逐渐边缘化。

表 2、公司及主要竞争对手 02-07 年百货零售业务扩张比较

期间	竞争对手	通程控股
2002A	百盛长沙店	
2003A	--	星沙商业广场
2004A	王府井长沙店	
2005A	步步高红星购物广场	
2006A	友阿集团收购春天百货、新世界百货长沙店、百联东方商厦	
2007A	平和堂东塘店	

资料来源：公司公告，调研，家润多、步步高招股说明书，兴业证券研发中心

图 6、长沙核心城区百货业态竞争格局图



资料来源：家润多招股说明书，兴业证券研发中心

2.2 07 年以后：集团改制成公司发展催化剂

07 年集团改制成为公司发展历程中的一道分水岭，公司核心管理层通过对通程集团的持股进而取得上市公司控制权，公司发展也呈明显提速态势。外在表现为外延拓展方面相比过去更加积极进取：07-09 年 3 年时间，公司新开门店数量和面积已经接近过去 10 年之和。

表 3、改制前后公司门店数量和面积比较

业态	改制前 (96-06)		改制后 (07-09)	
	门店 (间)	面积 (万平方米)	门店 (间)	面积 (万平方米)
家电连锁	16	10.0	14	5.0
百货、购物中心	4	8.0	3	10.0
超市	0	0.0	4	2.0
酒店	2	15.0	2	15.0
小计	22	33.0	23	32.0

资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

从拓展路径上来看，公司并未脱离家电连锁、社区购物中心、酒店三条已有主线：1）已具备区域竞争优势的家电连锁继续立足精耕湖南地区；2）通程购物广场业态布局长沙副商圈；3）酒店业务则是对已有规划项目的延续。

表 4、通程电器分区域扩张统计

区域	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	总计
长沙	1	1	1	1	2	4	1	2	13
岳阳			1		1	2	1		5
娄底				2				1	3
株洲			1		1		1		3
邵阳					1		1		2
郴州			1						1
衡阳		1							1
益阳				1					1
永州							1		1
小计	1	2	4	4	5	6	5	3	30

资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

可以看到，集团改制成为了公司加速发展的催化剂，改制前后公司体现了截然不同的发展速度和态度。我们认为随着改制后激励机制逐步到位和完善，新增项目培育成熟，公司未来成长空间有望打开。

3、公司未来发展前景分析

3.1 中部崛起的受益者

● 3.1.1 长期受益于中部崛起和长株潭一体化

近年来中部地区经济呈现快速崛起之势，与之相应的是国家出台政策打造的武汉、长株潭、中原城市群，我们认为在未来很长一段时间内，这些区域将和过去“长三角”、“珠三角”一样，成为国内经济增长的亮点区域。

图 7、中部崛起战略中重点发展城市群



资料来源：统计局网站，兴业证券研发中心

具体到湖南地区，人口占湖南省 20% 的长株潭城市群，GDP、固定资产投资和社会消费品零售额占比均已经达到 40% 以上，我们判断未来长沙、株洲、湘潭将以一个特大中心城市的形态成为湖南省的综合经济中心。

表 5、长株潭三地经济指标比较（2008 年）

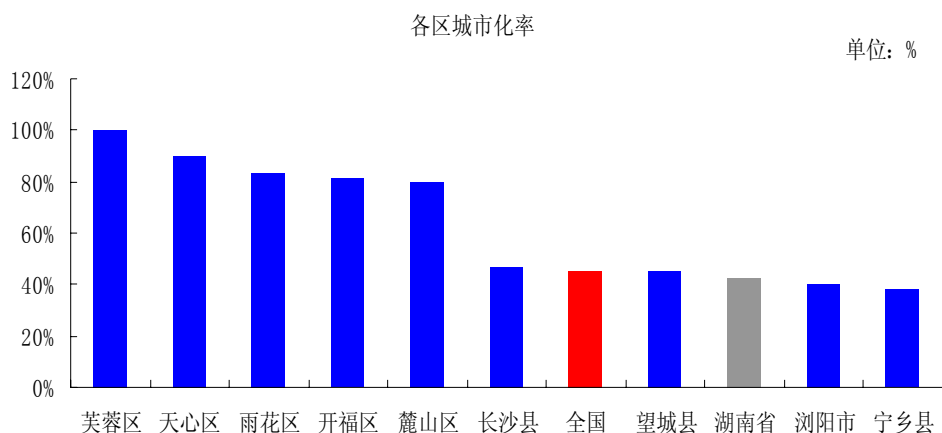
指标	长沙	株洲	湘潭	长株潭	湖南省
总人口(万人)	659	381	294	1,334	6,845
占比	10%	6%	4%	19%	100%
GDP(亿元)	3,001	910	655	4,565	11,157
占比	27%	8%	6%	41%	100%
固定资产投资(亿元)	1,873	431	317	2,622	5,650
占比	33%	8%	6%	46%	100%
社会消费品零售额(亿元)	1,274	305	187	1,765	4,120
占比	31%	7%	5%	43%	100%
城市化率	61%	49%	49%	55%	42%
人均 GDP(元)	45,765	24,563	23,672	34,835	17,521
城镇人均可支配收入(元)	18,282	15,911	14,377	16,924	13,821
城镇人均消费性支出(元)	12,960	12,200	10,112	12,215	9,946

资料来源：湖南统计信息网，兴业证券研发中心

● 3.1.2 长沙各区县城市化有望提速

我们认为，长株潭城市群建设一个直接的结果就是该区域城市化进程的加速。以长沙为例，目前长沙有 9 个区县市，其中芙蓉区、雨花区、开福区和天心区为核心城区，四个区人口占整个长沙的 27%，城市化率在 85% 以上。其余如长沙县、宁乡县、浏阳市等地人口占长沙 50% 以上，城市化率则只有 35%-45%，未来具备提升空间。

图 8、长沙各区县城市化率比较（2008 年）

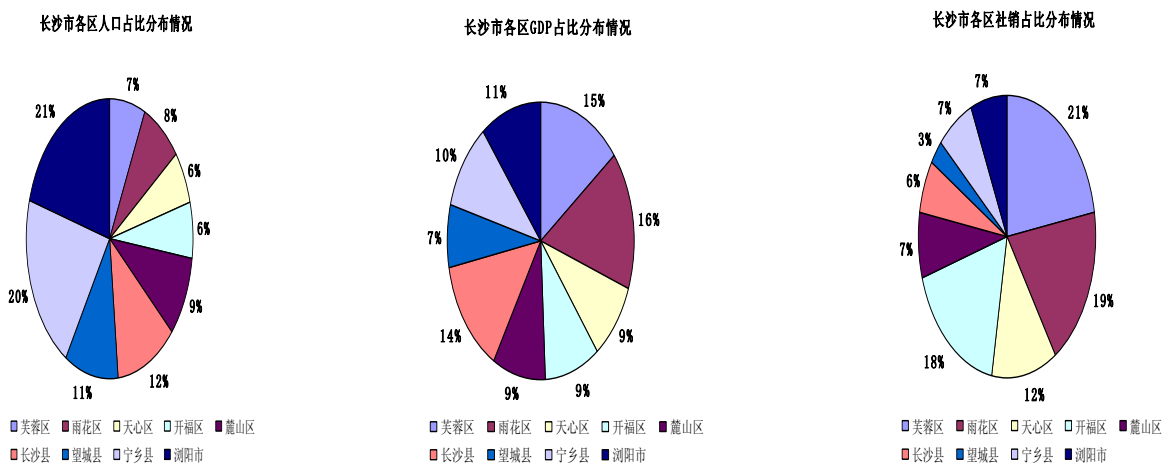


资料来源：湖南省统计信息网，兴业证券研发中心

● 3.1.3 区县商业消费潜力尚待挖掘

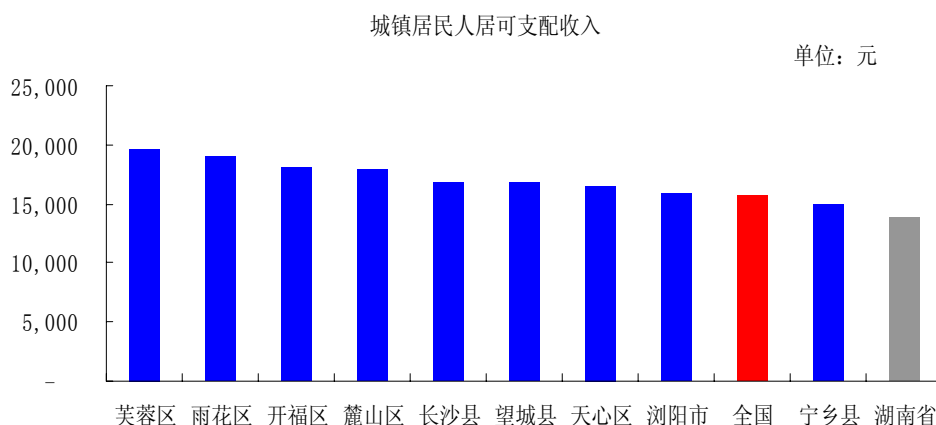
2008 年长沙 9 个区县市除去芙蓉区、雨花区、开福区和天心区外其余 5 个区县占整个长沙 73% 的人口，50% 的 GDP，但只有 30% 的社会消费品零售额。我们认为，随着长沙整体城市化进程加速，周边区县的消费具备改善和提升空间。

图 9、长沙各区县人口、GDP、社消占比构成（2008 年）



资料来源：湖南统计信息网，兴业证券研发中心

图 10、长沙各区县城镇居民人均可支配收入比较（2008 年）



资料来源：湖南统计信息网，兴业证券研发中心

3.2 通程商业广场项目是未来看点

通程商业广场是公司近年来着力打造的涵盖百货、超市和家电业态的社区型购物中心，目前有 4 家门店（含拟于 09 年底开业的红星店），我们以最为成熟的麓山店为例对该业态前景进行分析。

3.2.1 麓山通程商业广场的经营案例分析

麓山通程商业广场为公司 2001 年从集团收购项目，位于长沙河西岳麓山下。广场是长沙西城区的核心商业项目，与五一广场、东塘等商圈隔河相望，经营涉及百货（通程百货）、家电（通程电器）、超市（新一佳）业态，客源是西城岳麓区居民和学校等。

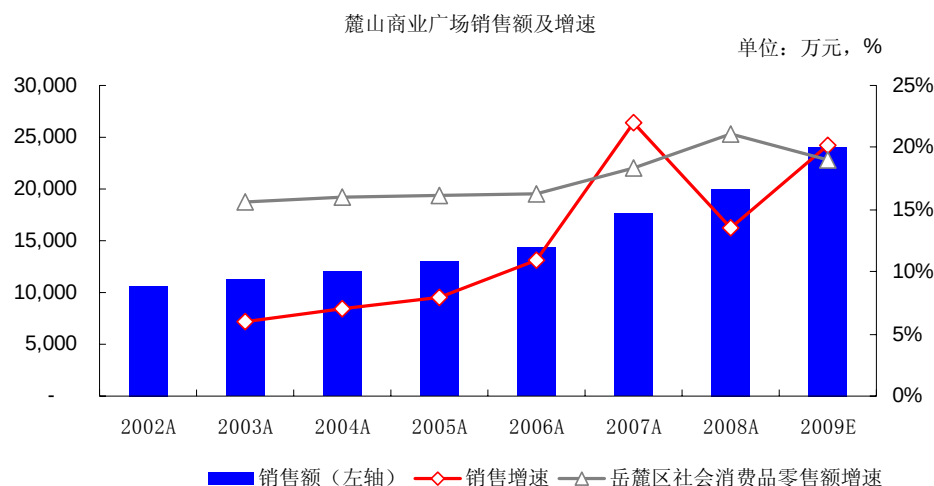
图 11、麓山通程商业广场把握副商圈机遇



资料来源：兴业证券研发中心

广场 2001 年底正式开业，02 年营业收入在 1 亿元左右，此后几年增长相对平稳。06 年开始受益岳麓区消费增速提升，广场营业收入增长提速，我们预计其 09 年的销售额有望达到 2.4 亿元左右，净利润 1400 万。

图 12、麓山通程商业广场历年销售增长情况



资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

我们认为麓山通程商业广场的成功经营得益于其定位和区域经济成长：1) 广场位于典型的城市副商圈，与城东核心商圈错开，竞争相对较弱。客户针对岳麓区的居民和大学生，故定位为社区型的购物中心，覆盖百货、家电、超市业态，满足当地居民的一站式购物需求；2) 在经历几年的培育和等待后，随着整个麓山区经济和居民收入增长加速，广场经营向好自然也是水到渠成。

3.2.2 通程商业广场的战略“合围”

除麓山店外，公司目前已开业和拟开业的同类项目还包括星沙店、浏阳店和红星店，与麓山店类似，这几个项目都处于长沙市副商圈或区县商圈，如果我们将五一、东塘商圈为中心，则浏阳、红星、麓山、星沙各店则位于东南西北四角。

表 6、通程商业广场项目基本情况

广场名称	开业时间	营业面积 (万平米)	区域	商圈	备注
麓山店	2002 年	4	麓山区	河西麓山商圈	目前长沙河西的核心商圈，长沙市主要副商圈之一。
星沙店	2003 年	2	长沙县 星沙镇	星沙镇绿化广场核心地带，周边有步步高星沙店、国美电器、苏宁电器等	此前星沙店为一个不足 2 万平米的下沉式广场，经营相对松散，公司未来计划在现有基础上建设一个综合性的购物广场
浏阳店	2009 年 5 月	4	浏阳市	浏阳市中心城区	目前浏阳市内体量最大规模最完善的多业态购物广场
红星店	2009 年底	4	天心区	新世纪体育文化商圈，周边有步步高红星购物广场、红星美凯龙、国美电器、苏宁电器	商圈位于长沙市新城区，长株潭融城之后的新城市 CBD

资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

图 13、通程商业广场副商圈扩张图



资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

我们注意到，公司现阶段打造的多个通程商业广场正是对长沙区县主要副商圈的战略布局，我们看好这些社区型购物中心项目的盈利前景，理由除前述长株潭一体化因素外，还包括：

- 1、项目涉足副商圈多为成熟商圈，这将大幅降低项目初期经营风险；
- 2、项目业态与商圈内其他商家形成错位，可有效完善区域需求结构；
- 3、麓山商业广场的成功使得公司积累了相关商业项目的经营经验。

我们预计未来这些项目将成为继通程电器后公司主要的收入和利润来源：

表 7、通程商业广场收入及净利润预测

门店	指标	2008A	2009E	2010E	2011E
麓山店	营业收入	20,000	24,000	28,320	32,568
	YOY	11%	20%	18%	15%
	净利润	1,200	1,440	1,699	1,954
	YOY		20%	18%	15%
星沙店	营业收入	10,000	11,810	2,000	25,000
	YOY	18%	18%	-83%	1150%
	净利润	-600	-500	-300	750
	YOY		17%	40%	350%
浏阳店	营业收入	-	8,000	20,000	26,000
	YOY			150%	30%
	净利润		-500	400	780
	YOY			180%	95%
红星店	营业收入	-	1,000	18,000	22,500
	YOY			1700%	25%
	净利润		-800	360	675
	YOY			145%	88%
小计	营业收入	30,000	44,810	68,320	106,068
	YOY	13%	49%	52%	55%
	净利润	600	-360	2,159	4,159
	YOY	58%	-160%	700%	93%

资料来源：兴业证券研发中心，其中 08 年收入及净利润根据调研情况估算

3.3 其他业态项目前景分析

● 3.3.1 百货及超市业务

公司百货业态统一以“金色家族”这一品牌经营，目前“金色家族”有 3 家门店（东塘店、韶山店、高桥奥特莱斯店），其中东塘店和韶山店位于核心城区，但营业面积有限，我们判断未来平稳增长；奥特莱斯店 08 年底开业，位于高桥批发大市场，主要是做品牌服饰折扣店。

超市业态方面，公司自有万惠超市有三家门店，但是经营状况不佳，是公司近 2 年来主要利润出血点。超市业态未来更多将以通程商业广场店中店的形式存在，作为广场综合业态的有益补充，我们判断其有望逐年减亏。

表 8、百货和超市业务收入及净利润预测

门店	指标	2008A	2009E	2010E	2011E
金色家族（奥特莱斯店）	营业收入	500	6,000	7,500	9,000
	YOY		1100%	25%	20%
	净利润	-800	-400	375	450
	YOY		50%	194%	20%
金色家族（东塘店）	营业收入	5,000	5,988	6,587	7,114
	YOY	11%	20%	10%	8%
	净利润	500	600	650	700
	YOY		20%	8%	8%
金色家族(韶山店)	营业收入	7,700	8,436	9,195	9,931
	YOY	3%	10%	9%	8%
	净利润	320	422	500	550
	YOY				

通程万惠超市	YOY		32%	19%	10%
	营业收入	8,500	11,650	13,980	16,496
	YOY	31%	37%	20%	18%
	净利润	-1,800	-1,500	-1,000	-500
	YOY		17%	33%	50%

资料来源：兴业证券研发中心，其中 06-08 年收入及净利润根据调研情况估算

● 3.3.2 家电零售业务巩固已有优势

通程电器是公司目前最主要的收入和利润来源，现在湖南省内门店超过 30 家，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、苏宁三足鼎立的局面，从我们实地调研情况来看，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，这得益于其区域性的先发优势和良好的门店管理。我们预期电器连锁收入未来保持 20% 左右的增长，09 年收入可突破 13 亿元，利润超过 3000 万元。

表 9、湖南地区主要家电零售企业门店及销售规模

	通程控股	苏宁电器	国美电器	家润多	步步高
门店（间）	30	约 20	20~25	3	10
销售规模(亿元)	10~11	7~8	6~8	2	4

资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

表 10、通程电器收入及净利润预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	72,000	95,000	110,000	130,358	156,430	184,587
YOY		32%	16%	19%	20%	18%
净利润	1800	2375	2,725	3,259	4,067	4,799
YOY		32%	15%	20%	25%	18%
销售净利率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%

资料来源：兴业证券研发中心，其中 06-08 年收入及净利润根据调研情况估算

● 3.3.3 酒店业务保持稳定

公司目前拥有 4 家酒店（含 09 年底拟开业的红星商务酒店），其中有 2 家为 09 年新开业：

表 11、公司酒店业务基本资料

酒店	星级	定位	开业时间	建筑面积	物业	客房	备注
通程国际大酒店	5 星	商务、会议	1998	10	自有	450	长沙市中心，交通方便，享誉度高；属于老五星酒店，设施相对陈旧，未来亟待升级改造
同升湖山庄酒店	5 星	生态休闲	2004	5	自有	300	长株潭三市融城的中心位置，定位休闲度假；交通有所不便
通程玉龙温泉酒店	5 星	旅游、休闲、度假	2009	12	自有	500	长沙市宁乡县旅游度假区；新开业需培育
红星商务酒店	4 星	商务	2009	3	租赁	150	位于长沙市新城区新世纪体育文化商圈，长株潭融城之后的新城市 CBD，未来定位会展商务等活动；新开业需培育
小计				30		1,400	

资料来源：公司网站，兴业证券研发中心

通程国际大酒店隶属通程国际广场置业发展有限公司,过去曾是湖南享誉度最高的 5 星级酒店之一,近年来收入维持在 1.5 亿元的水平,利润超过 2000 万,公司 09 年收购通程国际广场置业发展有限公司 30%股权,进而持有该公司 95%股权,预计此次收购每年增厚公司 EPS 在 0.01-0.02 元左右。该酒店相对成熟,我们判断在不作更新改造的情况下未来盈利稳定增长。

同升湖山庄酒店为公司 04 年从集团购得,是一家综合型五星级生态休闲酒店,酒店位于长株潭中心地带,此前酒店开业以来一直处于培育期,年收入在 3000 万左右,09 年有望基本实现盈亏平衡。

通程玉龙温泉酒店09 年 2 月开出,目前公司持有其 70%股权,酒店所处的长沙宁乡县是“中国旅游强县”,主要是沩山密印寺观光旅游和温泉,其温泉是中国三大高温复合温泉之一(另二家为西藏的羊八井地热温泉与台湾的北投温泉),未来华天酒店和碧桂园都计划在该区域开发旅游及相关酒店地产项目。由于该酒店体量较大,我们预计需要培育几年。

红星商务酒店有望在 09 年底开出,面积在 3 万平方米左右,由于所处商圈经常会有会展等大型活动,因此未来定位主要于商务酒店。酒店为租赁经营,我们预计短期对业绩难有突出贡献。

表 12、公司酒店业务收入及净利润预测

酒店名称	指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
通程国际大酒店(95%)	营业收入	13,378	14,556	14,948	15,000	15,750	16,380
	YOY		8.8%	2.7%	0.3%	5.0%	4.0%
	净利润	1,332	1,256	1,419	2,138	2,244	2,334
同升湖大酒店	YOY		-5.7%	13.0%	50.6%	5.0%	4.0%
	营业收入	3,000	3,500	3,000	3,300	3,465	3,638
	YOY		16.7%	-14.3%	10.0%	5.0%	5.0%
玉龙温泉酒店(70%)	净利润	-600	-550	-400	-200	347	437
	YOY		8.3%	27.3%	50.0%	273.3%	26.0%
	营业收入				6,000	6,900	7,866
红星盛源酒店	YOY					15.0%	14.0%
	净利润				-1,000	-250	-200
	YOY					75.0%	20.0%
小计	营业收入					1,000	1,150
	YOY						15.0%
	净利润					-100	80
	YOY						180.0%
小计	营业收入	16,378	18,056	17,948	24,300	27,115	29,034
	YOY		10.2%	-0.6%	35.4%	11.6%	7.1%
	净利润	732	706	1,019	938	2,241	2,651
	YOY		-3.5%	44.3%	-8.0%	139.0%	18.3%

资料来源:公司公告,兴业证券研发中心,其中通程大酒店 06-08 年收入利润数为公司披露,同升湖山庄酒店为估算,净利润为权益净利润,通程大酒店 06-08 年按 65%权益,09 年开始按 95%权益计算。

● 3.3.4 典当业务有望逐渐复苏

公司 06 年设立通程典当,随后几年该业务的经营和收益情况超乎预期,成为公司重要的利润来源(08 年利润占比接近 20%),但受到金融危机冲击和国家信贷政策放松的影响,09 年中期典当收入同比下滑 20%,我们预期未来随着宏观经济的复苏和国家相关货币政策逐步趋紧,典当收入有望逐步回升。

表 13、通程典当业务收入及净利润预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	567	1,920	2,818	2,300	2,645	3,015
YOY		239%	47%	-18%	15%	14%
净利润	375	1,014	1,714	1,380	1,587	1,809
YOY		171%	69%	-19%	15%	14%
销售净利率	66%	53%	61%	60%	60%	60%
权益净利润	316	856	1,447	1,165	1,340	1,527

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

4、资产重估价值分析

公司早期商业和酒店物业大都为自有物业，权益建筑面积超过 30 万平方米。此外，公司还拥有长沙市商业银行 1700 万股股权，02 年的初始投入成本为 2040 万元，我们保守预测其现有价值在 5000 万元。

我们对公司自有的商业物业进行了价值测算，按照保守测算的物业价值，加上商业银行资产价值和净现金，公司 NAV 超过 30 亿元，较当前市值溢价 31%。

表 14、公司 NAV 测算

	单价 (万/平米)	面积 (万平米)	资产价值 (亿元)	银行评估值 (亿元)
金色家族东塘店	1.5	1.5	2.25	2.25
麓山通程商业广场	0.8	6.0	4.80	3.51
星沙通程商业广场	0.8	4.2	3.36	3.28
通程国际大酒店 (95%)	1.3	10.0	12.35	-
同升湖山庄	0.8	5.0	4.00	3.52
宁乡玉龙温泉酒店 (70%)	0.6	12.0	5.04	4.60
宁乡县金州乡土地使用权			1.00	0.92
湘民仓库			0.08	
商业物业价值小计			32.88	
长沙市商业银行 (3.05%)			0.50	
银行负债			7.00	
银行存款			3.75	
合计			30.13	
每股 NAV			8.58	
目前股价			6.55	
NAV 溢价			31%	

资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心。银行评估值为公司抵押贷款银行对其物业评估价值，此处作为参考；通程国际大酒店和宁乡玉龙温泉酒店为按权益比例计算价值。

5、盈利预测与估值

● 一、收入假设

- 1、假设通程商业广场星沙店 2010 年全面改造，2011 年重新营业；
 - 2、通程广场红星店和红星商务酒店年底顺利开业；
 - 3、通程电器维持区域强势格局，09-11 年营业收入同比增长 19%、20%、18%；
- 以我们此前各业务分板块预测为基础，公司 09-11 年营业收入增速分别为 29%、25%、25%；

● 二、毛利率假设

公司业务结构相对稳定，我们假设未来三年公司综合毛利率为 22% 不变；

● 三、费率及所得税率假设

公司 09 年由于有多个商业项目开出，因此面临大额的开办费和广告费等支出，我们预计 2010 年开始新开项目贡献收入将拉低费率水平。

表 15、费率及所得税率假设

年份	2008A	2009E	2010E	2011E
营业费用 / 营业收入 %	6.5%	6.8%	6.0%	5.8%
管理费用 / 营业收入 %	10.9%	11.2%	9.4%	9.3%
财务费用 / 营业收入 %	1.2%	0.9%	0.7%	0.4%
实际税率 %	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 16、分板块收入和净利润预测

业态	公司/门店	2009E		2010E		2011E	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
家电	通程电器	130,358	3,259	156,430	4,067	184,587	4,799
超市	万惠超市	11,650	-1,500	13,980	-1,000	16,496	-500
百货\购物中心	金色家族(东塘店)	5,988	600	6,587	650	7,114	700
	金色家族(韶山店)	8,436	422	9,195	500	9,931	550
	通程麓山店	24,000	1,440	28,320	1,699	32,568	1,954
	通程星沙店	11,810	-500	2,000	-300	25,000	750
	通程浏阳店	8,000	-500	20,000	400	26,000	780
	通程红星店	1,000	-800	18,000	360	22,500	675
	金色家族奥特莱斯店	6,000	-400	7,500	375	9,000	450
	小计	207,242	2,021	262,012	6,751	333,196	10,158
酒店	通程国际大酒店(95%)	15,000	2,138	15,750	2,244	16,380	2,334
	同升湖大酒店	3,300	-200	3,465	347	3,638	437
	玉龙温泉酒店(70%)	6,000	-1,000	6,900	-250	7,866	-200
	红星盛源酒店	50	-400	1,000	-100	1,150	80
	小计	24,350	538	27,115	2,241	29,034	2,651
典当	通程典当(84.41%)	2,300	1,165	2,645	1,340	3,015	1,527
	合计	233,892	3,723	291,772	10,332	365,245	14,336

资料来源：兴业证券研发中心整理

- 根据测算，我们预测公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.15 元、0.30 元和 0.41 元。对应动态市盈率分别为 44X、21X 和 15X，综合考虑公司 NAV 每股 8.58 元 的重估价值，我们给予公司 2010 年 25X-27X 动态市盈率，其合理股价应在 7.5-8.0 元之间，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	687	957	1144	1390
货币资金	339	526	647	793
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7	14	15	19
其他应收款	10	20	21	27
存货	211	281	343	433
非流动资产	1621	1566	1669	1773
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	21	24	23	23
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	929	1322	1303	1554
在建工程	457	0	140	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	179	177	174	172
资产总计	2308	2523	2813	3163
流动负债	1078	1382	1585	1823
短期借款	233	369	357	297
应付票据	427	556	695	870
应付账款	286	300	387	496
其他	132	156	144	160
非流动负债	328	228	228	228
长期借款	300	200	200	200
其他	28	28	28	28
负债合计	1406	1610	1813	2051
股本	351	351	351	351
资本公积	117	117	117	117
未分配利润	246	250	324	417
少数股东权益	151	153	156	160
股东权益合计	902	913	1000	1112
负债及权益合计	2308	2523	2813	3163

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	39	52	102	143
折旧和摊销	69	74	89	100
资产减值准备	0	7	2	5
无形资产摊销	11	10	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	21	23	21	17
投资损失	-2	-25	0	0
少数股东损益	10	2	3	4
营运资金的变动	-146	-91	-150	-200
经营活动产生现金流量	283	209	377	466
投资活动产生现金流量	-457	14	-207	-208
融资活动产生现金流量	92	-37	-49	-112
现金净变动	-82	187	120	146
现金的期初余额	446	339	526	647
现金的期末余额	365	526	647	793

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1811	2338	2918	3652
营业成本	1393	1824	2276	2849
营业税金及附加	19	24	30	38
销售费用	118	159	175	212
管理费用	197	262	274	340
财务费用	21	23	21	17
资产减值损失	1	2	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	25	0	0
营业利润	63	70	141	197
营业外收入	4	3	0	0
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	65	72	140	196
所得税	17	18	35	49
净利润	49	54	105	147
少数股东损益	10	2	3	4
归属母公司净利润	39	52	102	143
EPS (元)	0.11	0.15	0.29	0.41

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.5%	29.2%	24.8%	25.2%
营业利润增长率	-27.8%	10.9%	102.9%	39.7%
净利润增长率	-27.8%	33.2%	98.4%	40.0%
盈利能力(%)				
毛利率	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利率	2.1%	2.2%	3.5%	3.9%
ROE	5.2%	6.8%	12.1%	15.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.9%	63.8%	64.4%	64.9%
流动比率	0.64	0.69	0.72	0.76
速动比率	0.44	0.49	0.50	0.52
营运能力(次)				
资产周转率	85.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	14814.7	14998.1	13668.8	14353.0
每股资料(元)				
每股收益	0.11	0.15	0.29	0.41
每股经营现金	0.51	0.60	1.07	1.33
每股净资产	2.14	2.17	2.41	2.71
估值比率(倍)				
PE	56.2	42.2	21.3	15.2
PB	2.9	2.9	2.6	2.3

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

朱元曦

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。