

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

执业证书编号: S0490200010031

联系人: 代薇 (8627)65799539 daiwei@cjsc.com.cn

收入增长和费用节约致使中期业绩大幅增长

事件描述

通程控股今日发布 2010 年中报: 公司 2010 年 1-6 月实现营业收入 15.96 亿元, 较去年同期增长 47.02%; 实现净利润 5080.56 万元, 较去年同期增长 73.84%, 扣除非经常损益后的净利润为 5065 万元, 较去年同期增长 411.08%, 基本每股收益为 0.1447 元, 扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.144 元 (去年同期为 0.028 元)。

事件评论

第一, 公司 2010 年上半年收入增 47.02%, 扣除非经常性损益后的净利润大幅增长 411.08%

公司 2010 年 1-6 月实现营业收入 15.96 亿元, 较去年同期增长 47.02%; 实现净利润 5080.56 万元, 较去年同期增长 73.84%, 扣除非经常损益后的净利润为 5065 万元, 较去年同期增长 411.08%, 基本每股收益为 0.1447 元, 扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.144 元 (去年同期为 0.028 元)。

2009 年新开门店贡献收入增量。2010 年 1-6 月实现营业收入 15.96 亿元, 较去年同期增长 47.02%, 主要源自 2009 年新开的 9 家通程电器, 分别于 2009 年 5 月和 2010 年 1 月开业的浏阳商业广场及红星商业广场, 以及 2009 年 2 月底开业的宁乡玉龙温泉酒店带来的收入贡献。

毛利率小幅提升。毛利率由 2009 年的 22.16% 小幅提升 36 个百分点至 22.54%, 其中商贸毛利率由 14.79% 提升至 14.84%。

费用率水平明显下降。其中销售费用率由 2009 年中期的 6.78% 降至 5.70%; 管理费用率由 11.56% 降至 10.11%。我们认为, 费用率下降的原因包括: 公司费用控制管理的加强, 伴随销售扩大使得规模效应逐步体现, 以及去年同期玉龙温泉酒店开业初期费用较高。

此外, 公司财务费用水平仍旧较高, 截至 2010 年 6 月 30 日, 公司长短期贷款余额合计 9 亿。

剔除 2009 年上半年出售通程置业股权产生的投资收益 2281 万元影响, 2010 年上半年通程控股净利润增速达 411%, 主要原因在于 2009 年新开店较多, 特别是玉龙温泉酒店对公司当年业绩存在较大的拖累, 而 2010 年上半年温泉酒店以及浏阳店开始减亏。

表 1: 通程控股单季度及中期财务数据比较

000419	单季度数据比较						中期数据比较	
百万元	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2009H	2010H
营业总收入	512	573	568	749	814	781	1085	1596
同比增长率	14.29%	28.04%	30.11%	56.72%	58.94%	36.36%	21.16%	47.02%
营业成本	395	449	436	584	635	600	845	1236

毛利率	22.79%	21.60%	23.28%	22.06%	21.95%	23.16%	22.16%	22.54%
营业税金及附加	6.49	6.04	5.60	7.62	9.59	9	12.53	18.17
销售费用	39	34	39	42	45	46	74	91
销售费用率	7.67%	5.97%	6.82%	5.66%	5.47%	5.95%	6.78%	5.70%
管理费用	54	71	67	72	82	80	125	161
管理费用率	10.54%	12.47%	11.86%	9.64%	10.04%	10.19%	11.56%	10.11%
财务费用	4	11	10	10	11	12	16	23
资产减值损失	0	2	(0)	(1)	0	2	2	2
投资净收益	0.00	22.81	22.81	22.81	0.00	0	22.81	0.00
营业利润	12.55	21.55	10.61	34.16	31.74	33	34.09	64.69
营业利润率	2.45%	3.76%	1.87%	4.56%	3.90%	4.22%	3.14%	4.05%
同比增长率	-22.72%	42.99%	-8.76%	72.16%	153.01%	52.89%	8.91%	89.73%
营业外收入	2.38	0.64	2.75	0.30	0.34	0	3.02	0.80
营业外支出	0.03	0.03	0.10	0.26	0.40	0	0.05	0.58
利润总额	14.90	22.16	13.26	34.20	31.69	33	37.06	64.91
税前利润率	2.91%	3.87%	2.33%	4.57%	3.89%	4.25%	3.41%	4.07%
同比增长率	-8.74%	54.91%	-2.11%	62.28%	112.67%	49.96%	20.98%	75.17%
所得税	2.58	5.87	6.00	15.83	7.44	9	8.45	16.83
有效税率	17.33%	26.50%	45.25%	46.27%	23.47%	28.27%	22.81%	25.93%
少数股东损益	1.06	-1.68	-2.32	0.00	-0.61	(2)	-0.62	-2.72
净利润	11.26	17.97	9.58	18.38	24.86	25.95	29.23	50.81
净利润率	2.20%	3.14%	1.69%	2.45%	3.05%	3.32%	2.69%	3.18%
同比增长率	0.39%	101.61%	27.09%	66.18%	120.79%	44.41%	45.21%	73.84%
总股本	351.02	351.02	351.02	351.02	351.02	351.02	351.02	351.02
每股收益	0.03	0.05	0.03	0.05	0.07	0.07	0.08	0.14

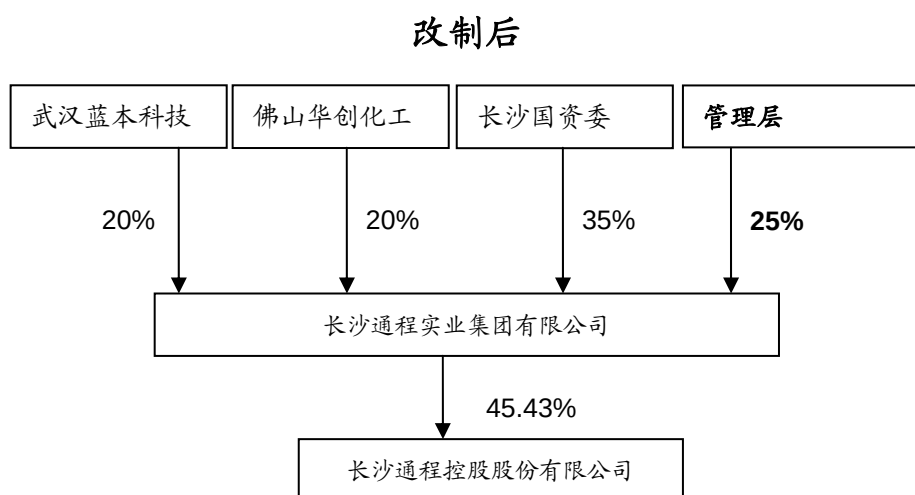
资料来源：长江证券研究部，公司公告

第二，管理层与上市公司利益趋于一致，管理层思路由重规模转变为重效益

2007 年公司进行改制，改制后股权结构如图 1。战略投资者不参与公司经营管理，国资全权委托董事长进行经营决策，同时也能对公司发展进行一定扶持。管理层持股（相当于持有上市公司 11.35% 股权）激励较为充分，管理层与上市公司利益紧密绑定成为公司发展的巨大动力，有利于业绩的释放。

2009 年改制完全完成，同时，集团内经营资产也基本收购进了上市公司。

图 1: 通程控股股权结构



资料来源：长江证券研究部，公司公告

第三，多业态共同发展，配股有利于做强零售主业。

➤ 通程电器

公司电器物流体系构建已成型，支撑渠道下沉至湖南省三四线城市，2010 年预计新开店 8 家左右。我们看好通程电器在湖南省内的发展空间和盈利空间，主要因为：1）供应商对区域家电商的支持；2）通程电器在湖南地区的品牌知名度高，可保证门店成功复制；3）伴随着门店扩张和规模的扩大，将带来议价能力的提高以及费用率水平的下降。

比较通程电器和苏宁电器以及汇银家电（1280.hk）的盈利能力，我们认为，通程电器存在较大的提升空间。目前通程电器综合毛利率在 12% 左右，净利率在 2.5% 左右，5000 平米左右的成熟门店坪效为 2.26 万元/平米，全部加权平均约为 1.4 万元/平米。

➤ 百货和商业广场

长沙商业竞争激烈，同时，通程门店位于非核心商圈，竞争力相对较弱。但我们看好通程百货和商业广场业态未来的发展前景。我们认为，1）经济和人口的高速发展决定了城市将出现多个商圈共同繁荣景象；2）城市主商圈主力百货向高端发展，而次商圈则更适合中端定位，且组合业态形式符合次商圈周边消费群体一站式的消费需求；3）通程控股兼具百货、超市、家电、酒店多业态，协同效应明显。

➤ 酒店和超市

对于 2009 年业绩拖累较大的酒店业务和超市业务，2010 年上半年的业绩已经明显体现减亏趋势。2010 年 5 月，公司温泉酒店和超市都进行了较大的人员调整，执行力可望改善，预计 2010 年收入和利润将明显改观。

表 2: 通程控股本次配股摘要:

项目名称	投资总额	拟投入额	备注
新开和提质改造门店项目	30000	30000	
其中：新开通程电器 18 家	8100	8100	预计年均可实现销售收入 152416.50 万元
对原有电器门店改造升级	5700	5700	预计年均可新增销售收入 90327.68 万元

新开通程商业广场红星店、株洲店	11000	11000	预计年均可实现销售收入 83495.5 万元。
对原有百货及商业广场改造升级	5200	5200	预计年均可新增销售收入 17079.74 万元
偿还银行贷款及补充流动资金	30000	30000	
合计	60000	60000	

资料来源：长江证券研究部，公司公告

配股项目着力于做强零售主业，除此之外，配股完成可直接节省财务费用 1600 万元。

第四，预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.32、0.46 元。推荐评级

总体来看，公司的优势在于：大股东经过改制后，管理团队的利益与公司的利益基本趋于一致，这在消费品公司中是不多的；

不足之处在于，公司涉及的业态遍布百货、家电连锁、超市、酒店、典当以及商业地产等多个业态，管理资源和财务资源容易分散，将会面对激烈的商业竞争。

公司资产质量良好，管理层经营思想也转变为提高效益，由于公司有再融资的计划，我们认为公司未来 2 年有充分做好业绩的冲动，预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.46 元。推荐评级。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。