

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元)：4.52

合理价格区间(元)：5.40~6.48

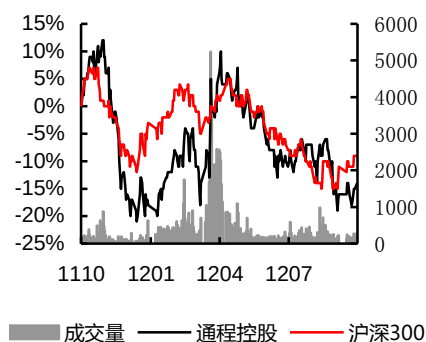
耿焜 执业证书编号：S0570510120045
 研究员 025-83290907
 gengkun4055@126.com

李靖 执业证书编号：S0570512080006
 研究员 025-51863230
 leecarey@yahoo.cn

相关研究

- 1《通程控股(000419):财务费用大幅减少带来盈利能力提升》2012.08
- 2《通程控股(000419):零售主业增长低于预期，投资收益大幅增厚业绩》2012.04
- 3《通程控股(000419):公司面临转型，未来将以商业为主》2011.09

股价走势图



盈利能力稳定，主业经营策略持续改进

通程控股(000419)

投资要点：

◆ 公司三季报披露，2012年前三季度实现营业收入 28.24 亿元，同比增长 2.35%（Q3 单季实现 8.87 亿元，同比增长 6.3%）；实现归属于母公司股东净利润 1.13 亿元，同比增长 23.2%（Q3 单季实现 0.33 亿元，同比增长 36%）；实现 EPS0.21 元，业绩基本符合预期。公司 Q3 业绩增速好于前两季（Q1、Q2 营业收入增速分别为 -3.38%、5.02%；归属净利润增速分别为 7.33%、29.3%），我们判断一方面是来自于公司主业的增长，9 月份公司新开大姚通程商业广场门店，另外对部分家电连锁门店进行了改造；另一方面是来自于典当业务带来的利息收入的较快增长，Q3 公司利息收入实现同比增长 47.86%。

◆ **毛利率稳定，费用控制良好。**前三季度公司毛利率水平为 22.64%，较去年同期提升 0.57 个百分点，基本维持稳定；期间费用率水平为 17.56%，较去年同期略升 0.16 个百分点，费用控制良好，主要是由于归还部分长期借款带来财务费用率同比下降 0.97 个百分点，而销售费用率、管理费用率分别同比略升 0.51、0.61 个百分点。

◆ **主业经营策略持续改进。**公司 9 月份新开大姚通程商业广场门店，融合了通程电器、通程百货、通程万惠超市三种业态，也是公司首次将购物中心模式复制到县镇级市场，我们将持续跟踪大姚门店的经营情况，其将对公司购物中心模式的渠道下沉策略起到示范作用。另外，公司在 9 月份将部分家电连锁门店改造为家电奥特莱斯折扣店，该业态经营的商品品类 40%为正品家电，60%为 B 类家电（包括样机、库存机型、过季电器等），是公司应对当前家电消费市场景气度下滑的差异化经营策略，我们认为该业态拓展成功与否仍需市场检验。

◆ 鉴于大姚通程商业广场门店开业时间早于我们预期，我们调整公司盈利预测，预计公司 2012、2013、2014 年按最新股本摊薄的 EPS 分别为 0.30 元、0.36 元、0.43 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 15.22 倍、12.40 倍、10.43 倍。我们依旧看好公司未来购物中心模式的复制连锁带来的市场份额的提升，维持对公司“增持”评级。

公司基本资料

总股本(百万)	543.58
流通 A 股(百万)	543.21
52 周内股价区间(元)	4.26-7.30
总市值(百万)	2,456.99
总资产(百万)	3,221.06
每股净资产(元)	3.01

经营预测指标与估值

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	3,727.87	4,215.05	4,972.62	5,952.55
+/-%	14.50%	13.07%	17.97%	19.71%
净利润(百万)	216.30	161.39	198.21	235.62
+/-%	105.30%	-25.39%	22.82%	18.87%
EPS	0.48	0.30	0.36	0.43
PE	11.36	15.22	12.40	10.43

资料来源：公司公告

谨请参阅尾页重要声明及华泰证券股票和行业评级标准

盈利预测

资产负债表

	单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1618	1743	2098	2590
现金	915	1039	1296	1662
应收账款	27	41	49	56
其他应收账款	107	63	81	100
预付账款	31	38	44	53
存货	333	370	430	521
其他流动资产	205	192	198	198
非流动资产	1952	1913	1860	1786
长期投资	110	110	110	110
固定投资	1392	1351	1306	1252
无形资产	299	282	265	247
其他非流动资产	151	169	180	176
资产总计	3569	3655	3958	4376
流动负债	1755	1728	1870	2050
短期借款	140	50	50	50
应付账款	377	487	535	598
其他流动负债	1238	1191	1285	1402
非流动负债	145	105	55	65
长期借款	117	77	27	37
其他非流动负债	28	28	28	28
负债合计	1900	1833	1925	2115
少数股东权益	58	50	44	36
股本	453	544	544	544
资本公积	574	574	574	574
留存公积	584	655	853	1089
归属母公司股	1611	1773	1971	2206
负债和股东权益	3569	3655	3940	4358

现金流量表

	单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	288	480	351	401
净利润	216	153	192	228
折旧摊销	125	105	108	110
财务费用	34	17	19	20
投资损失	-134	-10	-10	-10
营运资金变动	38	195	33	44
其他经营现金	9	19	9	9
投资活动现金	-24	-56	-26	-25
资本支出	88	60	30	29
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	64	4	4	4
筹资活动现金	53	-299	-69	-10
短期借款	-384	-90	0	0
长期借款	-198	-40	-50	10
普通股增加	102	91	0	0
资本公积增加	456	-0	0	0
其他筹资现金	77	-260	-19	-20
现金净增加额	316	124	257	366

利润表

	单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3728	4215	4973	5953
营业成本	2906	3246	3825	4600
营业税金及附加	45	54	63	76
营业费用	219	250	288	339
管理费用	395	460	532	625
财务费用	34	17	19	20
资产减值损失	3	-3	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	134	10	10	10
营业利润	292	202	254	302
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	296	204	257	304
所得税	80	51	64	76
净利润	216	153	192	228
少数股东损益	-0	-8	-6	-8
归属母公司净利润	216	161	198	236
EBITDA	451	324	381	432
EPS	0.48	0.30	0.36	0.43

主要财务比率

	单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	14.5%	13.1%	18.0%	19.7%
营业利润	107.8%	-30.9%	25.9%	18.7%
归属母公司净利润	105.3%	-25.4%	22.8%	18.9%
获利能力				
毛利率(%)	22.0%	23.0%	23.1%	22.7%
净利率(%)	5.8%	3.8%	4.0%	4.0%
ROE(%)	13.4%	9.1%	10.1%	10.7%
ROIC(%)	18.7%	16.1%	22.2%	30.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.2%	50.1%	48.9%	48.5%
净负债比率(%)	24.15%	9.66%	6.60%	6.48%
流动比率	0.92	1.01	1.12	1.26
速动比率	0.73	0.79	0.89	1.01
营运能力				
总资产周转率	1.10	1.17	1.31	1.43
应收账款周转率	89	109	99	102
应付账款周转率	7.29	7.51	7.48	8.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.30	0.36	0.43
每股经营现金流(最)	0.53	0.88	0.65	0.74
每股净资产(最新摊)	2.96	3.26	3.63	4.06
估值比率				
PE	11.36	15.22	12.40	10.43
PB	1.52	1.39	1.25	1.11
EV_EBITDA	3	5	4	4

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

©版权所有 2012 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000
电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码 518048
电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034
电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/邮政编码：200120
电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn