



东兴证券
DONGXING SECURITIES

多元化业绩释放值得期待

——通程控股（000419）调研快报

2010年4月8日

推荐/首次

零售行业

调研快报

联系人：高坤 零售行业分析师

010-66507320

执业证书编号：S1480109110910

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司各项业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：对湖南整体消费潜力的看法以及新兴商圈的发展态势？

湖南虽然目前商业竞争已经较为激烈，但由于当地居民“重生活轻投资”的消费理念，未来无论是中高端定位的百货，还是奢侈品、高端酒店等均有多层次的市场空间。此外，随着新兴商圈的不断涌现，公司全业态的协同效应有望得以充分发挥。今年开业的红星通程商业广场将成为百货业态内生的主要增长点，不但体现了这一优势也凸显了公司对潜力的商圈的战略眼光。

享有长株潭城市群的第一商圈美誉的“红星商圈”版图正日益扩大，长沙红星美凯龙全球家居生活广场、长沙融程花园酒店、红星国际星城、通程国际酒店等高端物业的入驻后，红星商圈将成为继长沙传统商圈如五一商圈、东塘商圈之后最具潜力和前瞻力的商圈。未来 3-5 年，在城际轻轨及地铁的强势带动下，红星商圈必将成为长沙经济发展的商务与金融引擎，缔造三市融城地带的“总部经济中心”。

问题 2：公司对百货各细分业态的看法和进一步拓展的重点？

公司目前的百货细分业态涉及精品传统百货、购物中心（广场）以及奥特莱斯三类：

- 结合中国目前的市场现状，难以做到真正意义上的奥特莱斯模式经营，这一业态有待下游目标市场的认可和培育，同时也需要对上游供应商进一步的集约化管理；

- 在精品百货的发展上，公司拥有酒店高端客户的资源共享优势，但在品牌优化和招商能力方面有待进一步完善，今年将加大金色家族门店的品牌结构调整力度。

- 过去两年做出大量投入的商业广场模式可能是今后外延复制的主渠道之一。一方面，通过一体化的复制可以有效利用现有全业态的结构优势。另一方面，相对其他两种细分业态，公司对一体化模式的经营管理比较驾轻就熟，符合公司由规模向绩效的管理转型。浏阳商业通程商业广场今年的增速有望达到 20%，红星通程商业广场五楼餐饮区的全面入住也会带来较好的集客效应。

问题 3：电器业务作为公司占比较大的商业主业，如何面对苏宁与公司类似的发展战略？

电器业务目前大约占到公司商业类收入份额的 70%以上，虽然与苏宁大举扩张的渠道下沉战略如出一辙，但公司主要依靠自身的品牌号召力来弥补在对上游供应商整合和控制方面的相对弱势。具体而言，在外延拓展成本、终端控制力以及售后服务等方面均有一定本土化优势。从市场占有率来看，已经由过去的“三分天下”转变成了现在“两雄争霸”的格局，今年将以毛利率、平效的提升为经营重点。

公司在县级外延扩张上，将采用租赁的模式重点拓展 3000-5000 平米规模的门店，结合当地的消费规模和习惯进行精细化单品管理，基本实现当年盈利。此外，还计划在今年继续加大物流中心尤其是大型基地的建设，为电器业态规模效应的发挥提供保障，并将由自用型物流中心向社会化的收益型物流中心积极转变，为公司增加新的利润增长点。

问题 4：公司酒店业务的战略定位以及具体经营模式如何？

长沙目前高端酒店的供给较为饱和，而公司 09 年开业的宁乡温泉酒店以及向集团收购的麓山宾馆以生态旅游为差异化定位，对公司业绩的拖累有望在明年得到好转。宁乡温泉酒店计划扭亏 1000 万左右，入住率目前基本维持在 40-50%；同升湖、通程国际大酒店的入住率在 70-80%之间，计划增速在 15%以上。公司酒店业务的经营虽然没有进行管理输出的连锁化发展，但标准化基础已经较为成熟，今后将充分利用政府补偿用地等基础性资源进行规模和集团高端会员的双拓展。

问题 5：业务多元化发展的方向和融资计划？

公司将在宏观政策收紧的预期下加大典当业务的市场渗透率；在充分论证的基础上积极审慎地向商业地产、新能源、股权投资等领域拓展，以实现新的利润突破。根据年报披露 2010 年资金需求约为 8 亿元，可能以配股或定向增发的方式进行再融资。

结论：

1、商业主业各业态一体化前行或成为主要利润增长点。公司目前的百货、超市业的发展空间面临家润多、步步高、平和堂、王府井等主要竞争对手多层次定位的制约；电器业务在苏宁电器加速二三线城市布局的同质化外延战略背景下，外延空间也不断缩小；五星级主打的高端酒店的规模效应短期内难以发挥。但以商业广场为一体化载体的发展战略不仅通过各业态的整合强化了公司的规模效应，从而增加对上游供应商的议价能力；还通过会员共享的方式拓宽了下游的品牌号召力，最终以扬长避短的全业态集成化协同发展提成了自身的纵向整合能力。

具体而言，对公司今年 80%的净利润增长目标分解来看（除投资收益带来的非经常性损益），内置超市业态的浏阳通程商业广场和红星通程商业广场在客流规模的带动下有望实现扭亏、以金色家族为代表的精品百货也将随着品牌结构的不断升级完善而带来平效及业绩的贡献；电器业务精细化管理的进一步加强有望在家电下乡、以旧换新等政策利好的推动下获得一定内生增长；而酒店业务在消除开办费用拖累下的扭亏有望成为主业利润的突破点。不同于微利的商业零售业，公司酒店业务目前的毛利率基本维持在 82%以上，高于同为长沙主营酒店业上市公司——华天酒店 55%左右的盈利水平。

此外，公司近两年较大规模扩张的同时仍保持了与行业基本持平的销售费用率，管理费用率也在行业平均水平有所提升的趋势下略有下降，一定程度上体现了公司良好的费用控制能力，而资本融资的计划将大幅降低公司的财务费用占比，为公司的业绩目标提供了另一个层面的支撑。

表 1：公司费用率行业对比

		2005	2006	2007	2008
销售费用/营业总收入	通程控股	6.29	5.92	6.22	6.51
	行业平均	6.05	6.11	6.2	6.48
管理费用/营业总收入	通程控股	14.13	11.94	10.98	10.89

行业平均	15.15	7.32	6.76	7.39
------	-------	------	------	------

资料来源：WIND,东兴证券研究所

- 2、相关多元化战略为公司发展带来较大想象空间。**公司在金融、房地产以及新能源等领域的试水将形成公司新的利润增长点，而相对稳健保守的管理决策又有效控制了投资领域不必要的风险。以零售业为主线的纵横相关多元化有利于企业弥补自身在资金、业务等方面的短板，利用产业之间相关性的有效对接需求，嫁接或是整合外部新兴产业资源，拓展系列产品、系列品牌，最终获得对终端的控制力。同时，通程对本土化资源的综合利用以及有效整合也为其低成本多元化战略提供了良好基础。
- 3、深耕细作湖南稳定成长的消费市场。**湖南地处中国中部腹地，北靠长江，南接两广，邻近港澳，长株潭城市群特色显著，区位优势突出。公司现有的 42 家电器门店中，35%以上集中在省会长沙，向周边市县的渗透空间较大；随着商业广场以及酒店业务逐步转入由量转质的发展轨道，相关业态辐射周边的外延扩张将随着公司物流体系的不断完善而充分分享区域经济发展带来的契机，使其在当地的规模、品牌及资源优势不断延伸。公司商业类业务今年一季度的同比增速初步估计达到 50%以上，较好的反应了区域消费市场良好的发展态势和后续辐射带动的潜力。
- 4、盈利预测与投资评级。**公司各项业务有望在协同效应的平台上同步前行，业绩拐点较为清晰。我们预计通程控股 2010—2011 年 EPS 分别为 0.32 元、0.48 元，对应的市盈率分别是 32 倍和 22 倍。考虑到 09 年业绩的低基数因素和公司再融资的预期，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。