

各项业务全面反转，配股落定如虎添翼

2011年2月24日

推荐/维持

通程控股

调研快报

——通程控股（000419）调研快报

银国宏

执业证书编号：S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司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。

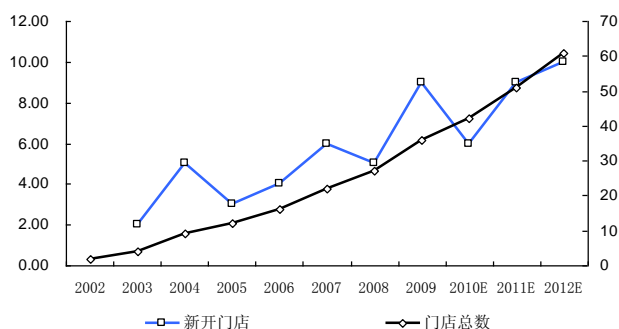
观点：

1. “三维”家电布局打开量价齐升通道。

公司目前的家电业务在湖南省市场份额约为 55%。整体的渠道铺设分为三层：第一层是省会长沙的品牌形象店，以核心地段、人口密集区的大中型店为主导，但面临苏宁、国美的竞争较为激烈；第二层次的地级市门店主要以战略布局为宗旨，在两大家电龙头纷纷渠道下沉的背景下，地级市的广泛布局无论是后台物流体系的规模效应还是前台品牌承上启下的营销上都起到了重要的作用；第三层次的县镇级店公司目前有 10 家左右，虽然苏宁也从去年开始积极布局，但通程电器凭借先发的地缘优势获得了比竞争对手更好的收效，形成了三级体系中的主要盈利部分。虽然在下沉的过程中也遇到了诸如夫妻店等当地传统商户的阻碍，但在完全竞争的家电市场格局下，价格同质化的过程将使得公司的品牌、售后等柔性优势凸显。

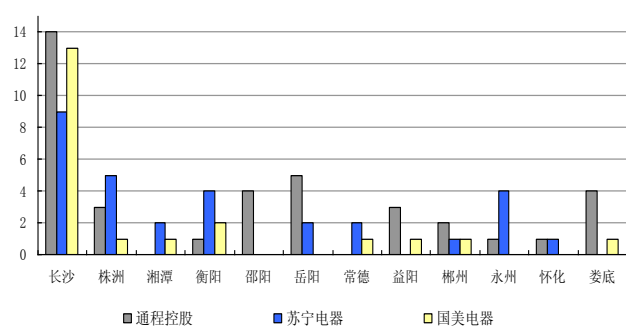
根据配股项目新开 18 家，改造 37 家门店的计划，公司未来 2 年仍将维持 09 年 9-10 家的高速扩张态势，整体的资产负债率也将由目前的 72% 降至 50%。而由于市政建设的需要，公司在长沙靠近一号线的部分门店受到一定影响，如原来的西城旗舰店就移到通程控商业广场边。所以外延的区域布局将主要以市场空间较大的县镇市场为主，基于三级市场的门店规模较小，不同于中心店动辄上万平，平均 2000-3000 平米的面积，相应的开办费和前期资本投入也较小，一定程度上减轻了外延扩张过程中的财务负担。此外，公司今年的电器门店数量有望突破 50 家，现有合计 2 万平米的三个物流中心将随着规模的扩大而略显单薄，公司有意向在长沙地区通过自建的形式全面完善升级物流配送体系，整体与苏宁形成前台抢占，后台追赶的格局，最终体现为家电业务毛利率、净利润的同步提升。

图 1：家电门店外延速度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

图 2：湖南家电市场竞争格局



资料来源：东兴证券研究所

2. 复合业态导向的商业地产探索或将引领百货转型。

公司现有 4 家商业广场店、2 家金色家族精品百货、1 家奥特莱斯、1 家株洲储备项目。百货业的毛利率水平基本维持在 20% 左右，商业部分整体 15% 的毛利率水平主要是受制于超市的亏损。

· 星沙店是最具想象空间的门店，其所处的星沙商圈是长沙的经济开发区，汇聚了诸多 500 强企业，消费量能和结构升级都与门店去年较大的经营结构调整相得益彰。而当地县政府或将为公司以此为据点进行大型商业地产模式的开发提供契机。门店去年百货略亏，家电大幅盈利，整体微利。

· 红星广场店也有望成为今后商业业绩增长的亮点。随着核心商圈商业容量的饱和，一二线城市商圈的外围化和多点化趋势已经逐步显现。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，红星美凯龙全球家居生活广场、通程家电、湘府百货的陆续入驻以及后续长沙融程花园酒店、通程国际酒店等高端物业的开发，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。门店开业一年仅略亏约 200 万左右，未来两年有望保持 30-40% 左右的高速发展态势。

· 此外，开业 2 年的浏阳店也有望与红星店同步，在突破了超市亏损的负面影响下，步入较快的发展轨道；成熟门店麓山店整体保持稳步发展的态势；金色家族在去年进行了大幅的品牌结构调整，基于商圈等方面的限制，金色家族的品牌将回归精品百货的定位，调整后引入的品牌包括周大福、DIKENI、PORTS、GMODO、GEN、屈臣氏等。

表 1：公司各百货门店利润水平预测

门店	2009A	2010E	2011E	2012E
麓山店	2600	2850	3346	3890
星沙店	-400	750	1050	1417.5
浏阳店	-500	100	140	189
红星店	—	-200	870	1575
金色家族	800	600	762	975.36

资料来源：东兴证券研究所

在地产调控纷至沓来的寒冬之际，商业地产却迎来了春色满园。仲量联行的报告显示，去年北京、上海和香港三地的商业地产资本价值增长 7% 至 12%。相对于一线城市，城镇化和产业转移引发的中西部城市经济提升空间、核心城市人才过饱和后的“返乡潮”都将带来中西地区未来 5-10 年零售地产的高速发展。公司全业态覆盖的业务结构为其进军商业地产模式提供了不可复制的优势，在分享城镇化带来的地产升值的同时对后来进入者也形成了较高的规模、区位壁垒。

3. 减亏和管理输出共铸酒店业务拐点之年。

公司目前拥有的 5 家酒店中，去年 5 月份新开的通程盛源大酒店和玉龙温泉大酒店处于亏损状态，玉龙温泉大酒店 09 年的亏损额度达到了 3690 万元，同升湖大酒店于去年扭亏。未来的外延扩张将以轻资产的管理输出为导向，而与此同时原有门店的减亏将与管理输出形成内外兼修的良性循环。具体来看，亏损最大的玉龙温泉酒店在今年春节期间实现了 100% 的入住率，酒店餐饮也水涨船高，10 年有望减亏千万；同升湖大酒店可以扭亏微利；麓山酒店作为公司旗下唯一一家三星级酒店，已经基本处于成熟盈利阶段，未来主要通过管理的提升实现 10-20% 的增长；通程国际大酒店作为老牌的五星级商务酒店也基本维持在年均 10% 左右的增速水平；而开业刚过半年的通程盛源大酒店则处于亏损状态。

相比较华天酒店的管理输出模式，公司的通程系酒店无论是在专业体系还是在品牌影响力上都毫不逊色。而 4 家自有物业的酒店也为商业地产模式的试水奠定了战略互补优势。

表 2：公司各酒店利润水平预测

门店	2009A	2010E	2011E	2012E
通程国际大酒店	2840	3300	3420	3680
同升湖大酒店	-250	180	620	930
玉龙温泉大酒店	-3690	-1805	-200	890
麓山大酒店	—	550	632	758
通程盛源大酒店	—	-400	-200	0

资料来源：东兴证券研究所

4. 典当、超市的利润两极积极向好。

· 通程典当的注册资本已经从原来的 4500 万提高到 1 亿元。在宏观环境紧缩和奢侈品价值提升两大因素的主导下，典当业务的高利润率有望贡献 20%左右的利润。

· 而超市业务由于仅有 4 家门店，在内忧外患的完全竞争格局下尚难以具备较强的规模实力，随着专业化运营的推进和依附广场店主体的经营好转，整体处于减亏的阶段；未来主要作为商业广场的配套项目推进，也将同时进行单体社区超市的积极外延。在大型摩尔城、城市综合体风起云涌的背景下，增长极的另一端——社区生态体系或将被逐步深耕细作，迎来广阔的成长空间。

结论：

公司以商业为主导，酒店、超市、典当多元化并行的战略结构体系，不仅能够通过资源共享巩固优势家电、酒店业务在湖南的影响力，同时与其他相关业务实现了范围经济。在我们之前作出的百货企业四维竞争力模型中，公司位居相关多元化企业综合评分之首。家电内外兼修的高速发展空间、商业地产模式的逐步开拓、金色家族的华丽转型、酒店业务全面扭亏和管理输出的双轨并行以及超市、典当业务的专业化投入力度的加大使得公司整体呈现百花齐放的发展态势，奠定了 2011 转折性的一年。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.29、0.43 和 0.62 元，对应 PE 分别为 34 倍、22 倍和 15 倍。综合考虑到公司配股事宜的落地，维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

公司面临着以下风险：酒店扭亏幅度低于预期；家电业务面临苏宁、国内等家电龙头的强势竞争；商业外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险；宏观经济波动带来的典当业务风险。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。