

调研报告

十年一剑，方试锋芒

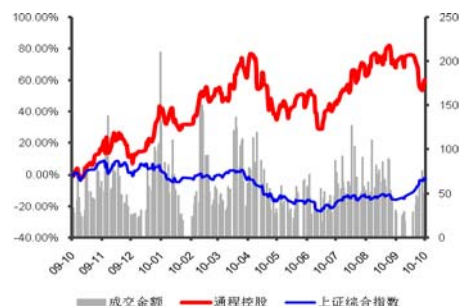
商业零售行业

2010 年 10 月 22 日

评 级: 强烈推荐 (首次)

合理价格: 14.4-16.8 元

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者

国联证券研究所商业零售小组

组长: 朱乐婷

执业证书编号: S0590210040005

联系人:

梁海

电话: 0510-82832337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话: 0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

——通程控股 (000419) 调研简报暨三季报点评

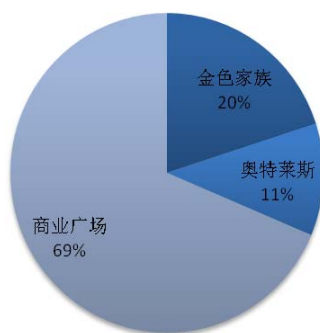
事件: 近期前往星城长沙拜访了公司, 与公司董秘杨格艺女士就公司的发展战略和经营情况等进行了深入交流。

- **百货: 打造强势连锁品牌。** 通程商业广场浏阳店今年将开始盈利, 红星店超预期增长、年内或可实现盈亏平衡; 10-12 年, 公司每年至少开设 1-2 家集百货、家电和超市于一体的商业广场, 加大开拓二级城市的力度。
- **家电: 加速渠道下沉。** 家电门店同店增速大幅提升至 20% 以上, 促进家电业务高速增长; 公司计划 10-12 年每年分别新开 6-8 家、8-10 家和 8-10 家门店, 全面覆盖常德、湘潭、吉首和张家界等目前尚未涉足的地级市市场。
- **酒店: 转型轻资产运营。** 通程盛源大酒店的开设和签约托管益阳通程国际大酒店标志着公司酒店业务向轻资产运营的成功转型; 同升湖酒店和麓山酒店上半年已实现扭亏, 玉龙温泉酒店亏损额同比大幅减少, 全年亏损将控制在 2000 万元以内。
- **三季报点评: 业绩继续保持高速增长。** 公司三季报显示, 前三季度营业收入和净利润分别同比增长 41.34% 和 79.75%; 毛利率同比、环比均分别提高了 0.29 和 0.28 个百分点; 销售费用率和管理费用率同比大幅下降, 分别由 09 年同期的 6.79% 和 11.69% 大幅下降至今年前三季度 5.91% 和 10.37% 的水平, 公司盈利能力显著改善, 净利率水平由 09 年同期 2.15% 水平大幅提升至 2.75% 的水平。
- **首次给予“强烈推荐”评级, 合理价格为 14.4-16.8 元。** 我们预测, 公司 2010-2012 年将进入业绩释放期, 每股收益分别达到 0.33、0.48 和 0.65 元, 收入和净利润复合增速分别高达 33.4% 和 59.6%。鉴于公司在湖南家电市场的龙头地位和连锁百货业务的快速发展, 以及公司家电、百货和超市业务占比逐渐提高, 我们认为给予公司 30-35 倍市盈率较为合理, 对应目标价格是 14.4-16.8 元。

一、百货：打造强势连锁品牌

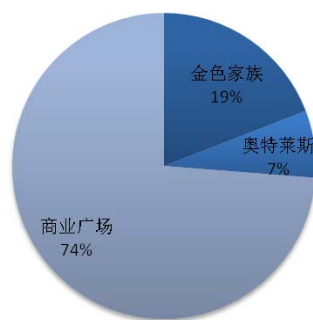
公司在2010年制订了百货业务新三年发展规划，明确了百货业务的区域定位，即打造出公司百货业务的品牌形象，形成以长沙地区为核心、门店遍布经济发展排名靠前的二级市场、省内强势的百货连锁企业。公司今后百货业务的外延扩张将以通程商业广场业态为主，此次拟配股融资建设的通程商业广场株洲店将打响公司百货业务走出长沙、开拓二级城市的头炮。

图 1：09 年公司百货业三大子业态收入结构



数据来源：国联证券研究所

图 2：09 年公司百货业三大子业态毛利结构



数据来源：国联证券研究所

通程商业广场麓山店：目前该店已成为公司旗下主力百货店，毛利率稳定在 23%以上，是已开业 4 家商业广场中毛利率水平最高的一家，该门店已于 9 月底完成了门店升级改造，11 年的同店增长有望达到 20%以上。

通程商业广场星沙店：2010 年 9 月，经过重新规划与改建，该广场成为全新概念的湖南首家五星级花园式“一站式”购物广场，经营面积增加近 1 万平米，商场经营品牌也同步予以扩充，主要是加大了男女装及珠宝化妆品类，提升了鞋包区的经营形象。

通程商业广场浏阳店：通程商业广场浏阳店是公司百货连锁发展的向外延伸，总投资额 1.5 亿元。该门店 09 年仍处于亏损状态，但经过 4-5 月份的门店调整后，6 月份即实现销售额 90%以上的同比增长，预计 10 年该门店将顺利扭亏为盈，收入达到 1.1 亿元左右。

通程商业广场红星店：是通程集团 2010 年的开篇之作，位于长株潭一体化的枢纽位置，是集团旗下第一次将酒店与商业广场、生活超市跨业态进行

整合的尝试。负一楼至四楼为商业经营面积，百货卖场营业面积达 1.8 万平方米。该门店所在红星商圈交通便利、周边生活区市场容量巨大，随着商圈的日益成熟，该门店将保持高速增长。

金色家族东塘店：经过 6-8 月份的全面性经营调整，通过品类组合的延展和品牌阵容的提升，经营定位从原有的“名品主题商场”调整为精品时尚百货，经营面积也由 1.1 万平米扩大至 1.5 万平米，于 2010 年 8 月 13 日再次全新启幕，正式更名为“金色家族东塘店”。品牌设置方面，不仅保留了宝马、宝姿 1961、敦奴、朗维高等高端品牌，还在一楼增加了中国黄金、千禧之星、吉盟、上海老庙黄金、周大福、雅丽、金里昂、银公主、奥柔拉等 9 个黄金珠宝专柜，三楼引进了粉蓝、简牌、凡尚、白茶等高档女装品牌，这些时尚高档品牌的引进使得新门店更加贴近“时尚精品百货”的主题。

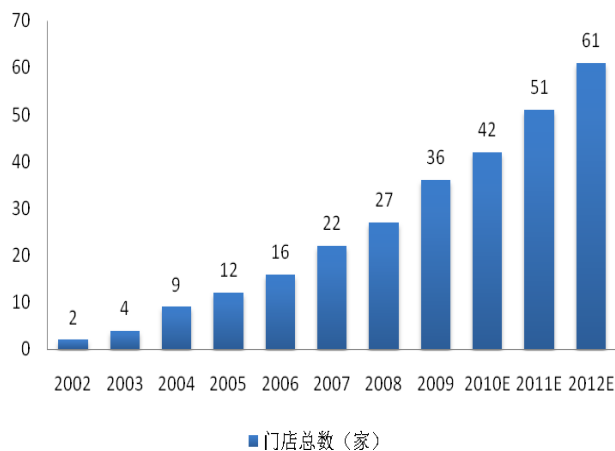
通程奥特莱斯：该门店 09 年开业即实现近 7000 万的销售收入。今年上半年，经过门店改造调整，销售同比增幅达到 70%以上，今年全年销售收入增幅有望达到 70%左右。

10-12 年，公司每年至少开设 1-2 家集百货、家电和超市于一体的商业广场，加大开拓二级城市的力度。公司配股融资准备投建的通程商业广场株洲店 11 年将会完工投入使用，届时将成为公司商业广场业务重要的新利润增长点。如果经过三年的尝试、扩张模式和经验可行的话，公司会在 2012 年后进一步加快扩张速度。

二、家电：加速渠道下沉

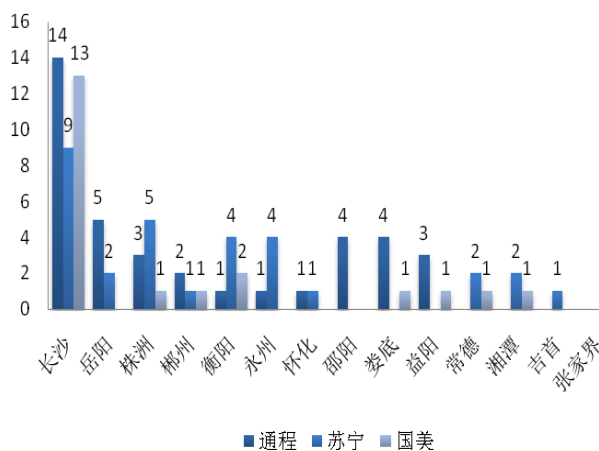
渠道下沉提速，加快布局二三线城市。公司提出了“继续扩大、巩固一级城市市场占有率，强化二级城市市场竞争力，同时加快三级城市（县城）市场布点”的新三年（2010-2012）业务发展目标，正在加大二三线城市的开发力度、加速渠道下沉。目前已在省内 13 个地级市和 1 个自治州中的 10 个开设了 38 家门店（截止 9 月底），其中 14 家在省会长沙，其余 24 家覆盖省内其他 9 个地级市。公司计划 10-12 年门店总共扩张 22-28 家，其中 10 年计划新开 6-8 家、11-12 年均计划新开 8-10 家，将全面覆盖常德、湘潭、吉首和张家界等目前尚未涉足的地级市市场。

图 3: 公司家电门店数量 12 年将增加至 61 家左右



数据来源: 国联证券研究所

图 4: 公司的渠道下沉步伐领先于苏宁、国美等主要对手



数据来源: 国联证券研究所

主要竞争对手是苏宁、国美两大全国家电连锁巨头，公司有实力、有优势持续捍卫区域龙头地位。

(1) 公司更加熟悉本土市场特点和客户消费习惯，在客户开发和服务细节等方面可以比对手做的更出色。

(2) 上游供应商大力支持公司发展，为公司提供最大限度的优惠，以作为制约苏宁、国美的重要力量。

(3) 公司凭借长时间的本地化经营和地方政府资源的积累，在选址和租赁谈判等方面更具优势。

(4) 市场地位日渐巩固，逐渐拉大与苏宁、国美之间的差距，最新的两项数据是最好的证明：

图 5: 公司在 09 年长沙以旧换新和 10 年五一黄金周期间独占鳌头

时间	业绩表现
2009 年长沙以旧换新	占据整个长沙以旧换新市场份额的 60%以上
2010 年五一黄金周	销售额超过 5 亿元，占全省本土家电连锁 51%的市场份额，其中高端客户（消费金额超过 4 万元）近 5000 名，占总销售额 50%以上；中高端型号产品销量大增逾 5 倍。

数据来源: 国联证券研究所

可比门店同店增长快速提升，推动业绩加速释放。公司家电可比门店同店增长 08 年下降至 7%-8%，09 年开始在家电下乡、以旧换新等一系列政策刺激因素和公司门店管理能力提升等多重因素共同推动下，公司可比门店的同店增长快速提高，今年上半年已超过 20%。考虑到未来两年门店翻新的提

升作用，预计 10-12 年公司可比家电门店将保持 20% 左右的同时增长，继续推动公司业绩快速释放。

三、酒店：转型轻资产运营

通程国际大酒店：09 年之前（含 09 年）是五家酒店中唯一盈利的酒店，净利润贡献连年大幅提高，是公司酒店业务利润的主要来源。预计 10 年该酒店收入将突破 1.6 亿元，贡献净利润超过 3000 万元。

同升湖酒店：随着酒店品牌影响力的提高，散客消费占比逐年增加，由原来的 8% 上升至 20%。酒店的经营状况也呈不断上升的趋势：04 年酒店营业收入 2000 万元，利润亏损近 1000 万元；09 年仍有 200-300 万元的亏损，但今年上半年已成功实现扭亏，预计全年可实现利润 200 万元左右，成为继通程国际大酒店之后第二家盈利的酒店。

麓山大酒店：于 09 年从集团公司收购得来，该酒店地处长沙荣湾镇商业中心，地理位置相对优越。公司今年上半年收回该酒店的餐饮经营权并进行了大力改造，仅上半年餐饮收入就已达到去年全年水平，全年有望实现至少 110% 以上的增长，酒店整体上半年已顺利实现扭亏。

玉龙温泉酒店：该酒店是公司酒店业务主要的“出血点”，但 10 年上半年经营总收入较去年同期增长 70% 左右，预计全年收入可以达到 7500 万元左右，亏损控制在 2000 万元以内，扭亏速度超过市场预期，有望于 11 年实现盈亏平衡，最晚于 12 年开始贡献利润。

通程盛源大酒店：是公司实施轻资产扩张战略的第一家租赁经营酒店。今年是酒店开业第一年，处于培育期初期，但由于是租赁经营，所以虽然收入仅有几百万，但亏损额较小，相信未来 2-3 年之内即可开始贡献利润。

表 1：10 年上半年公司旗下酒店基本经营数据

	通程国际大酒店	同升湖大酒店	玉龙温泉大酒店	麓山大酒店	通程盛源大酒店
客房数（间/套）	440	221	499	331	275
平均房价（元）	550	400	400	170	270
入住率	60%	40%	35%	65%	50%

数据来源：国联证券研究所

此外，据了解益阳资华房地产公司作为业主方全权委托通程酒店管理公司管理经营其将于 11 年建成投入使用的“益阳通程国际大酒店”，双方已于 9 月 9 日举行了签约仪式，合作期为五年。该合作项目是公司酒店业务由“重

资产”经营向“轻资产”管理输出转型的第一案,对公司酒店业务发展具有重要意义。

四、三季报点评：业绩继续保持高速增长

单季收入增速有所下滑、净利润增速大幅提升。公司三季报显示,前三季度营业收入和净利润分别同比增长 41.34%和 79.75%,其中营业收入增速由二季度的 36.36%小幅下降至三季度的 30.54%,但净利润增速却由二季度的 46.34%大幅提升至三季度的 91.12%,主要可能是由于亏损百货门店和酒店在三季度亏损同比继续大幅减少或开始贡献利润(同升湖酒店和麓山酒店等)所致。

毛利率同比、环比均有提高,期间费用率同比大幅下降,盈利能力显著改善。公司前三季度毛利率达到 22.83%,比 10 年上半年和 09 年同期分别提高了 0.29 和 0.28 个百分点;销售费用率和管理费用率同比大幅下降,分别由 09 年同期的 6.79%和 11.69%大幅下降至今年前三季度 5.91%和 10.37%的水平,公司盈利能力显著改善,净利率水平由 09 年同期 2.15%水平大幅提升至 2.75%的水平。

公司发布了“同意转让全资子公司长沙通程金州投资有限公司 100%股权”的董事会决议。该子公司注册资本 5000 万元,主营房地产业,兼营资本投资、百货零售和酒店管理等。该项股权转让协议的通过充分地显示出了公司集中精力发展主业的决心和态度,同时也避免了地产调控政策的陆续出台可能会对公司造成的负面影响。

五、盈利预测与投资评级

首次给予“强烈推荐”评级,合理价格为 14.4-16.8 元。我们预测,公司 2010-2012 年将进入业绩释放期,每股收益分别达到 0.33、0.48 和 0.65 元,收入和净利润复合增速分别达到 33.4%和 59.6%。鉴于公司在湖南家电市场的龙头地位和连锁百货业务的快速发展,以及公司家电、百货和超市业务占比逐渐提高,我们认为给予公司 11 年业绩 30-35 倍市盈率较为合理,对应目标价格是 14.4-16.8 元。更深入的分析请关注我们近期即将推出的深度报告。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	511	463	2988	3201	营业收入	2403	3530	4695	5973
应收款项	23	32	40	47	营业成本	1865	2734	3652	4654
存货净额	243	380	498	608	营业税金及附加	26	38	50	64
其他流动资产	162	233	310	394	销售费用	155	215	272	334
流动资产合计	939	1108	3836	4251	管理费用	266	371	480	600
固定资产	1452	1543	2199	2291	财务费用	35	41	40	43
无形资产及其他	372	357	342	328	投资收益	23	18	18	18
投资性房地产	75	75	75	75	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2862	3107	6476	6969	营业利润	79	148	219	296
短期借款及交易性金融负债	655	655	655	655	营业外净收支	6	0	0	0
应付款项	948	1297	1701	2143	利润总额	84	148	219	296
其他流动负债	278	364	494	640	所得税费用	30	38	56	76
流动负债合计	1881	2316	2851	3438	少数股东损益	(3)	(5)	(8)	(10)
长期借款及应付债券	145	145	145	145	归属于母公司净利润	57	115	170	230
其他长期负债	28	28	28	28	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	173	173	173	173	净利润	57	115	170	230
负债合计	2054	2489	3024	3611	资产减值准备	1	0	0	0
少数股东权益	39	34	26	16	折旧摊销	85	166	195	229
股东权益	768	883	1053	1283	公允价值变动损失	1	0	0	0
负债和股东权益总计	2862	3407	4103	4910	财务费用	35	41	40	43
关键财务与估值指标					营运资本变动	276	218	332	385
每股收益	0.16	0.33	0.48	0.65	其它	0	(5)	(8)	(11)
每股红利	0.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	420	494	689	834
每股净资产	2.19	2.52	3.00	3.66	资本开支	(147)	(242)	(836)	(307)
ROIC	4%	9%	12%	16%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	7%	13%	16%	18%	投资活动现金流	(149)	(242)	(836)	(307)
毛利率	22%	23%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	5%	5%	负债净变化	(155)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	9%	9%	支付股利、利息	(76)	0	0	0
收入增长	33%	47%	33%	27%	其它融资现金流	362	0	0	0
净利润增长率	47%	103%	48%	35%	融资活动现金流	(100)	0	0	0
资产负债率	73%	74%	74%	74%	现金净变动	171	252	(147)	527
息率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	339	511	463	2988
P/E	62.3	30.8	20.9	15.4	货币资金的期末余额	511	762	315	3515
P/B	4.6	4.0	3.4	2.8	企业自由现金流	273	269	(131)	546
EV/EBITDA	31.7	17.9	15.1	13.0	权益自由现金流	480	239	(161)	514

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。