

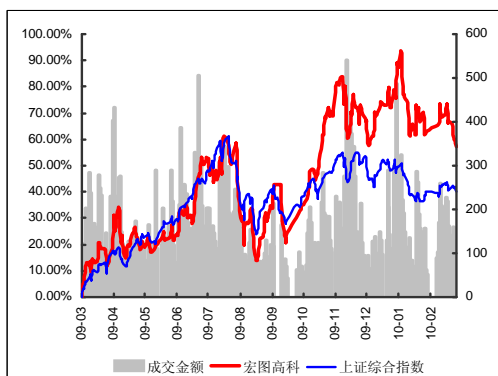
公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	21.78 元
当前股价 (10.3.12)	15.71 元

研究员: 张绍坤 执业号: S0640208090087
电话: 0755 - 83689044
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn
报告日期: 2010.03.14

基础数据

上证指数	3013
总股本 (亿)	4.44
流通 A 股 (亿)	3
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	47.13
每股净资产 (元)	5.51
ROE (TTM)	8.18%
资产负债率	60.99%
动态市盈率	27
市净率	2.85

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755 - 83778731

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

事件: 近期我们对宏图高科进行了调研, 与公司管理层进行了沟通, 深入了解了公司的经营模式和发展规划。

投资要点:

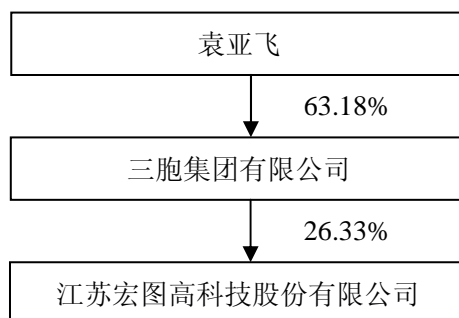
- 二元经济结构造成我国中西部与东部的 IT 消费差距巨大, 二三线城市对 IT 产品需求巨大, 未来宏三新开门店将向二三线城市倾斜, 2010 年新开 50 家门店将主要布局在三线城市, 实施渠道下沉战略。我们认为国家针对消费的刺激政策将使长久而持续的, 宏图高科将会在未来的消费刺激政策中受益匪浅。
- 我们认为像家电连锁成为家电零售渠道的主流一样, 未来以宏图高科为代表的 WDM 模式将成为 IT 连锁渠道的主流, 宏图已在 IT 连锁方面经营多年, 具有先发优势, 在供应商关系、储运效率、售后服务等方面形成了核心竞争力, 未来的成长值得期待。
- 与传统的家电连锁相比, IT 消费连锁对存货的管理显得极为重要, 这主要是因为 IT 产品技术升级换代速度快, 产品的贬值快, 宏三独特的供应链管理是其强大的核心竞争力。
- 公司以红快服务为特色所形成的售后服务模式及以红快服务为核心与电信的业务合作 (外包电信用户硬件问题) 是最大亮点, 未来将会给公司带来巨大效益, 将促使公司毛利率提升。
- 增发促使公司外延式扩张将进入快车道, 另外华泰股权不仅仅提升公司安全边际, 更重要的是为公司中长期的扩张提供了资金保障。
- 我们预计公司 2010-2012 年销售收入增长率 CAGR 为 37.5%, 预计增发后 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.58 元, 1.18 元和 1.49 元, 按照 2010 年 25 倍市盈率计算, 股价为 14.5 元, 考虑华泰证券每股增值 7.28 元, 公司合理股价为 21.78 元。
- 我们认为 2010 年增发完成后将是公司进入高速扩张的转折点, 2011 公司将进入业绩的爆发期, 按照目前 15.71 元的价格计算, 2010 年公司动态市盈率为 27 倍, 而 2011 年的动态市盈率仅为 13 倍, 即使不考虑华泰股权, 公司也已被低估, 我们首次给予公司买入评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10752	13008	19030	24578
收入同比 (%)	-4%	21%	46%	29%
归属母公司净利	198	333	674	850
净利润同比 (%)	15%	68%	103%	26%
毛利率 (%)	9.2%	9.7%	10.8%	10.7%
ROE (%)	8.2%	8.1%	14.1%	15.1%
每股收益 (元)	0.35	0.58	1.18	1.49
P/E	45.09	26.89	13.27	10.52
P/B	3.69	2.18	1.87	1.59
EV/EBITDA	16	11	6	5

一、 IT 连锁龙头

宏图高科 1998 年上市，上市时主营业务主要是 DVD 机、数字机顶盒、光电线缆等电子数码视听产品的生产及销售。04 年江苏三胞集团收购原控股股东宏图电子信息集团所持股份，公司的主营业务变更为以宏图三胞 IT 连锁业务为主，兼营光线电缆生产、系统集成以及房地产。08 年公司非公开增发收购集团宏图三胞 100% 股权、北京宏图三胞 60% 股权和浙江宏图三胞 63.62% 股权，并募资 1.5 亿用于用于连锁门店、红快服务标准改造及物流信息系统升级，主业变为 IT 连锁，从而完成由传统电子制造企业向消费类电子零售企业的转变。

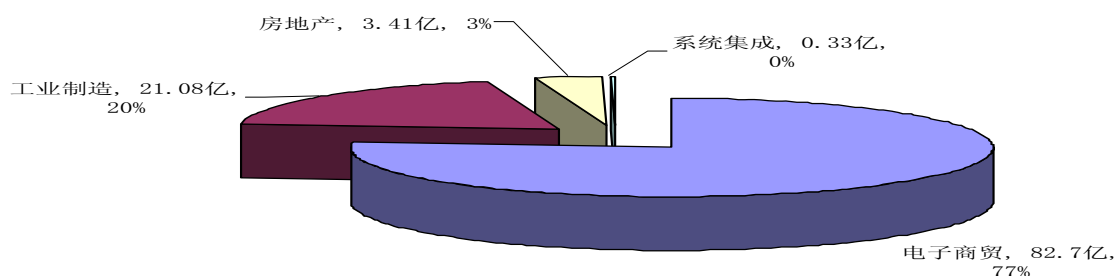
图 1: 宏图高科股权结构



资料来源：江南金融研究所，公司年报

目前宏图高科电子商贸、工业制造、房地产和系统集成主营收入占比分别为 76.9%，19.6%，3.17%、0.33%。未来公司将逐步退出工业制造、房地产及系统集成等不具有竞争力的业务，专注于消费类电子零售。

图 2: 09 年宏图高科的主营构成

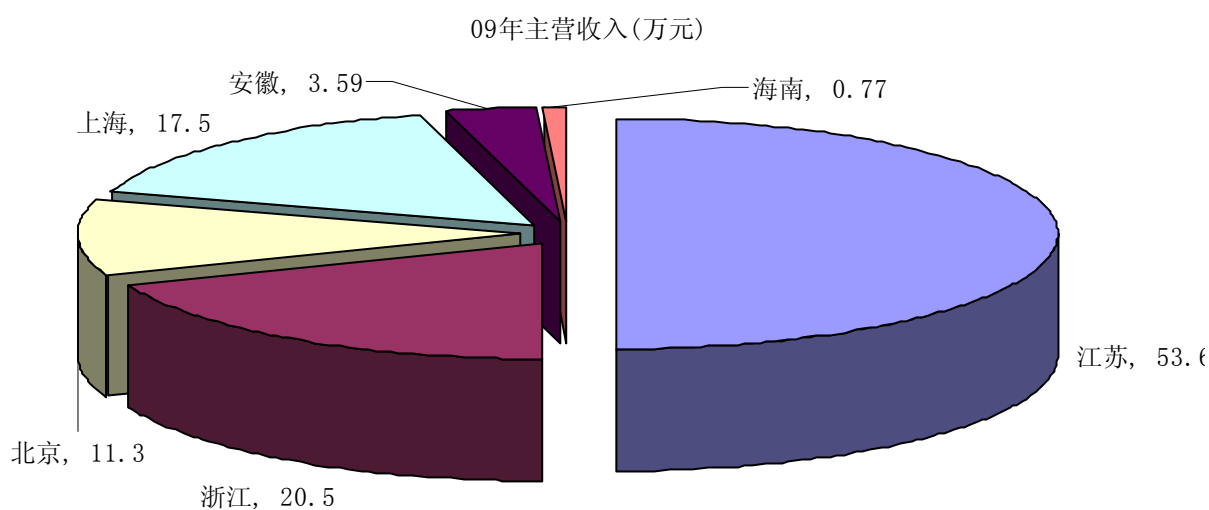


资料来源：江南金融研究所，公司年报

电子商贸主要是宏图高科的宏三连锁业务，由宏图三胞、浙江宏三和北京宏三共同构成，宏三连锁以自营专业连锁门店形式(辅以网上商城形式)销售 IT 及消费类电子产品，包括品牌台式电脑、DIY 组装电脑、笔记本电脑、电脑配件、电脑外部设备及办公设备、数码产品及配件、通讯产品及配件、软件、IT 类专业书籍等共 32 大类(包括公司自有品牌"宏图"电脑)，并从事与经营产品相关的售后服务项目。

宏三连锁是目前我国零售网点规模最大的 IT 专业连锁零售企业，在行业内的地位突出，具有较强的竞争优势，2009 年底拥有门店 171 家，主要覆盖江苏、安徽、上海、北京、天津、山东、河北等区域，其中江苏、浙江是公司主要的营业收入来源。

图 3: 公司主营业务分地区情况



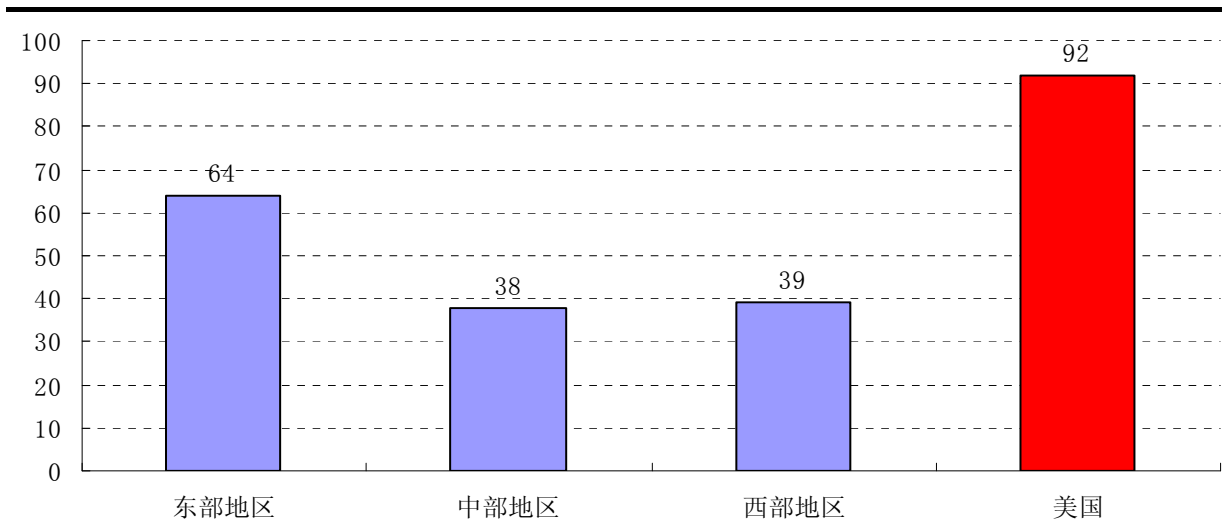
资料来源：江南金融研究所，公司公告

二、 IT 消费连锁市场广阔，前景诱人

我国电子信息产品的繁荣发展，扩大了 IT 及消费类电子产品的需求。IT 连锁行业在 PC 产品、移动通讯产品、数码产品等 IT 产品市场规模持续增长，以及中小企业(SMB)用户对 IT 产品投入规模不断扩大的背景下，其发展前景十分广阔未来我国对 IT 产品的需求巨大，IT 消费连锁市场广阔，前景诱人。网络的快速发展和普及推动了 IT 需求的强劲增长，由于我国特殊的二元经济结构，造成我国中西部地区与东部地区的 IT 消费差距巨大，2009 年我国中西部地区每百人

拥有电脑数为 38 台左右，东部地区为 64 台，而美国为 92 台，我国东部发达地区与美国仍有很大差距，而中西部地区的差距更加巨大。09 年二月家电下乡把电脑列入下乡大类，这一政策将大大刺激我国电脑在二三线城市的普及率。

图 4：2009 年我国东部、中部、西部地区及美国每百人拥有电脑数



资料来源：互联网，江南金融研究所

宏图高科目前所拥有的 171 家门店中，47%处于二三线城市，09 年的家电下乡政策对公司二三线城市门店的销售收入已经产生了巨大影响，家电下乡对二三线城市的销售贡献比率约为 10%-30%，未来公司新开门店也将向二三线城市倾斜，2010 年新开 50 家门店将主要布局在三线城市，实施渠道下沉战略。为了改变我国的经济增长模式，我们认为国家针对消费的刺激政策将使长久而持续的，宏图高科将会在未来的消费刺激政策中受益匪浅。

三、 商业模式：WDM 模式——未来 IT 连锁渠道的主流

公司的 IT 连锁实施 WDM 模式，即大规模、标准化、连锁直销模式。该模式借鉴了全球零售业巨头沃尔玛 (Wal-mart) 的仓储式、低成本管理模式，戴尔 (Dell) 个性化定制、工业化生产的直销模式和麦当劳 (McDonald's) 的标准化服务管理模式的优势，以总部、物流配送中心、连锁店面、红快服务四位一体形成跨地域的区域化统一经营网络，通过自主开发的 WDM 管理信息系统在供应商和客户网络之

间形成统一的采购、物流和销售管理。其基本特征表现在规模化的经营方式、网络化的组织形式和规范化的管理方式三个方面。

目前与公司相竞争的主要是以苏宁、国美为代表的家电连锁企业的 IT 销售区，以赛格为代表的电脑及相关配件专卖市场模式。与这两种模式相比，宏图的 WDM 更具优势，首先与家电连锁企业相比，宏图对 IT 产品理解更加深刻，其销售人员对 IT 产品及专业技术更加熟悉，对 IT 产品的存货管理、客户服务、售后维修以及与供应商的关系均更胜一筹；与电脑及相关配件专卖市场模式相比，宏图的品牌信誉度更高，购物环境舒适，管理规范，售后服务更具优势，尤其是在二三线城市，消费者对 IT 产品的性能、专业技术了解较少，对售后服务的依赖性更大，我们认为像家电连锁成为家电零售渠道的主流一样，未来 WDM 模式将成为 IT 连锁渠道的主流，宏图已在 IT 连锁方面经营多年，具有先发优势，其在产品规划、供应商关系、储运效率、精细化管理、售后服务等多个方面已经形成了自己的核心竞争力，未来的成长值得期待。

表 1: IT 渠道三种经营模式比较

	家电连锁	It连锁	电脑及相关配件专卖市场
代表企业	苏宁、国美	宏图三胞	赛格
经营品种	家电、IT数码产品等消费类电子	IT数码产品等消费类电子	IT数码产品等消费类电子
核心竞争力	资金、存货管理能力，向上游供货商的议价能力	对IT产品的存货管理、客户服务、售后维修等	市场招租能力、市场配套设施及管理
优势	在大众化家电产品更具优势，单对IT产品缺乏深刻理解	在IT数码产品等消费类电子这一细分市场更具优势	产品价格低，但管理、环境、售后服务差，消费者权益难以保障

资料来源：江南金融研究所，公司公告

四、 宏三连锁：独特的供应链管理是其强大的核心竞争力

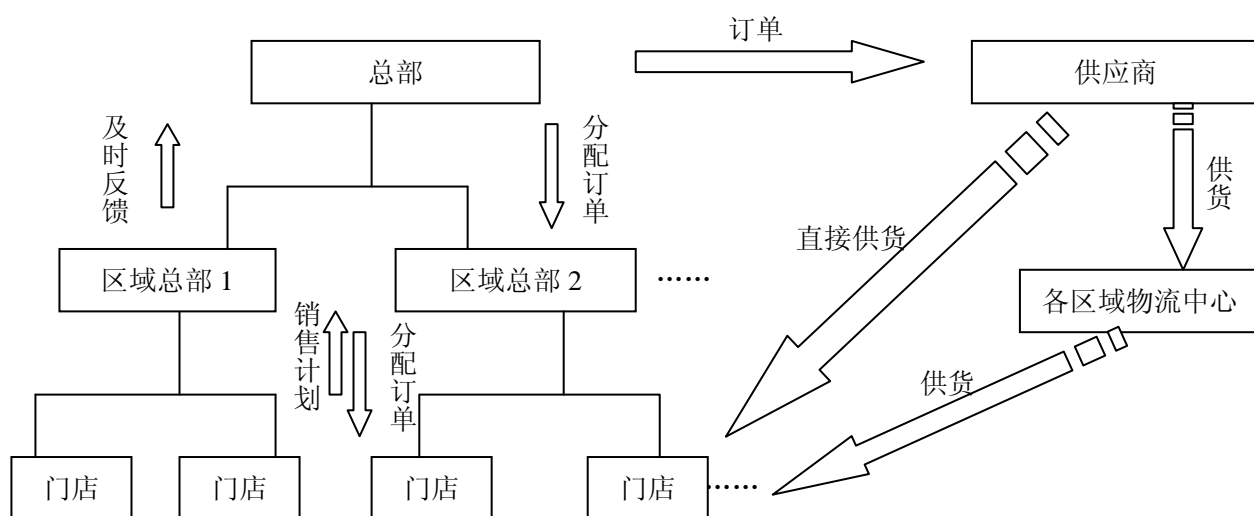
宏三连锁是目前我国零售网点最多，规模最大的 IT 专业连锁，2009 年底公司拥有 171 家门店，营业收入 82.7 亿元，单店面积约为 1200 平米，单店营业额约为 4800 万。在公司已开门店较多的成熟地

区如浙江、江苏等地，由于公司品牌强大，供应链完善，新开门店培育期较短，一般开业后 1-2 个月即可盈利；在新进入地区，新开门店培育期一般需要 6-8 个月，主要原因是在新区域的供应链梳理、物流体系建设、服务网络、人才培养等需要花费较大的成本和时间。

与传统的家电连锁相比，IT 消费连锁对存货的管理显得极为重要，这主要是因为 IT 产品技术升级换代速度非常快，产品的贬值也很快，一般 IT 产品隔 2-3 个月就会降价一次，就电脑而言，CPU 的升级换代也将会带来各种核心配件的变化，如果存货管理出现问题，将会造成巨大的跌价损失，“苏宁卖的是干货，宏图卖的是海鲜”，如何实现供应链的高效运转，成为 IT 连锁能否成功的至关重要一环。

宏图实行三级订单制度，首先由总部向上游供货商下订单，并分解到区域总部，然后由区域总部对订单分解到具体门店，门店会根据门店自身情况制定销售计划需求表，销售计划需求表与区域总部不一致，双方将进行协商，确定销量，区域总部会对各门店的实际销售情况及时汇总反馈给总部，总部根据市场变化调整定单情况。订单下达后，在供货商网络较发达地区，供货商会直接把商品运送至门店，若供货商物流网络较弱，供货商将会把商品运送到公司区域物流中心，由物流中心运送至门店。

图 5：宏三供应链流程图



资料来源：江南金融研究所

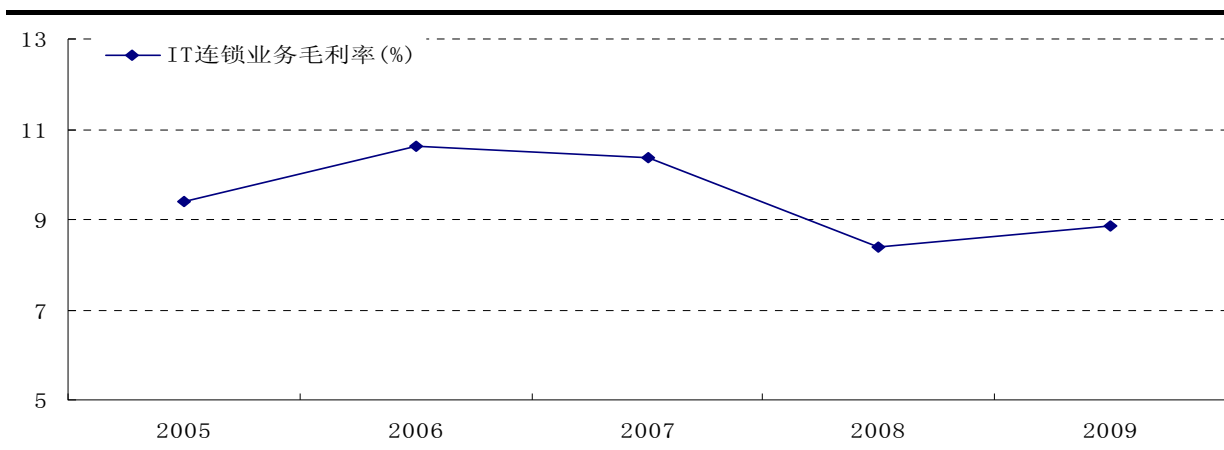
宏图物流供应最重要的环节是区域总部分配的订单与各门店的销售计划的匹配度，如果匹配相差太大，造成产品大量积压，进而会造成巨额的跌价损失，宏图的匹配率高达 90%，实际存货周转约为 15 天，其物流体系是快捷而有效的。这主要取决于两个方面的因素：1. 宏图对产品的深刻理解，包括对产品性能，产品生命周期等方面的全方位了解；2. 宏图对市场的深刻理解，包括对不同区域市场消费者的消费偏好，消费习惯等方面的敏锐洞察力。

对于没有匹配的 10%，宏图通过 4 个方面进行内部消化，包括各种形式的促销、专门的打折商店、礼品赠送、后续维修服务时处理等，一般来说基本能够消化完毕。同时宏图实行严格的销售管理制度，对于门店制定的销售计划表内商品，如果超过 30 天仍未售完，将会对从销售经理到销售员进行处罚，如果超过 60 天仍未售出，则要求相关人员以个人名义将其购买，同时对匹配计划做的好得门店，有奖金奖励，如此严格的管理及奖罚制度确保了整个供应、销售系统的高效。

五、 多业务发展提升公司毛利率

由于目前 IT 制造产业整体毛利率偏低，公司毛利率达到 9% 左右已实属不易，未来随着公司规模的扩张，向上游议价能力的提升使得公司毛利率仍有一定的提升空间，但实现大幅度的提升不太容易；而 IT 产品的后续服务毛利率很高，一般能达到 80% 以上，通过服务收入比重的提升，提升公司毛利率是比较有效的。

图 6：05 年以来公司宏三连锁业务毛利率



资料来源：江南金融研究所，公司公告

表 2: 05 年以来宏图与苏宁 IT 销售收入及毛利率对比

IT 毛利率	2005	2006	2007	2008	2009
苏宁	5.80%	7.75%	7.50%	5.60%	/
宏图	9.39%	10.63%	10.36%	8.37%	8.84%

IT 销售收入 (亿)	2005	2006	2007	2008	2009
苏宁	15.4	24.45	46	67.8	/
宏图	23.13	30.47	41.12	60.18	82.7

资料来源: 江南金融研究所, 公司年报

公司目前拥有一支专业化的红色快车售后服务队伍, 目前拥有近 1800 名工程师分布于公司 171 家门店, 这支售后服务队伍不仅为客户提供专业化的 IT 维修服务, 而且可以通过额外的增值服务带来收入。

OA 附件业务毛利率高达 30%, 主要产品是鼠标、摄像头、杀毒软件、防辐射贴膜等 IT 产品耗材, 这些作为公司售后服务人员在为客户维修时附属产品, 推向市场; 另外在衍生业务方面, 公司与电信的业务合作是最大亮点, 08 年公司在金华与中国电信开展业务合作, 即中国电信进入宏图三胞的门店, 将电信用户所遇到的电脑问题外包给“红色快车”, 电信用户遇到的问题一般有两个方面, 软件方面的问题和硬件方面的问题, 软件问题由电信自己解决, 硬件问题由红色快车外包, 金华电信每户每月支付给宏图三胞 5 元的服务费, 这种合作模式不仅提升了宏图的品牌形象, 增加了效益, 培养了宏图在电信的潜在用户, 而且对于电信来说以较小的投入解决了后续服务问题, 节省了大量成本, 实现了双赢。目前这一合作模式已经在江苏省铺开, 而在其他地区仍有较大困难, 主要原因是公司的门店仍然较少, 对电信用户的覆盖范围不足, 我们认为随着公司未来门店的高速扩张, 这一合作模式将会给公司带来巨大效益。

除此之外, 公司还在大力发展 SMB 业务 (中小企业客户), 目前我国约有 4500 万家中小企业, 大部分中小企业在信息化建设方面较为落后, 对 IT 硬件及 IT 服务的需求很大, 公司目前这块业务约占 IT

连锁收入的 10%左右，但从公司的拓展情况来看，开发难度很大，主要原因有三个：一是中小企业太分散；二是个性化需求较高，难以形成标准化；三是每个企业对服务的响应速度要求不同，难以流程化。公司在这块业务仍处于模式的摸索期。

另外，公司还拥有 DIY 业务，满足用户个性化需求；拥有宏图自有品牌业务，宏图品牌涵盖了台式机、笔记本电脑、上网本等多种产品，毛利率可达 13%-15%，但总体来说，这些业务在收入中的占比较小，对利润的贡献较少。

六、 非公开增发加快网络布局，业绩爆发拐点来临

公司 09 年 9 月发布非公开增发预案，以不低于 11.56 元/股的价格增发不超过 1.25 亿股，融资 14.13 亿，用于门店拓展、物流中心建设、红色快车改造等项目。

我们了解到目前公司增发推进顺利，今年 6 月份前应可以实施。公司增发资金中将有 5.6 亿用于开设 150 家连锁店，预计将在 18 个月内完成，2010 年预计新开 50 家，2011 年新开 100 家；另外公司将运用 8000 万左右资金改造原有物流配送中心，并在广东新建一家物流中心；运用 1.38 亿资金进行 IT 连锁信息化建设及电子商务改造。

表 3: 09 年非公开增发募集资金项目

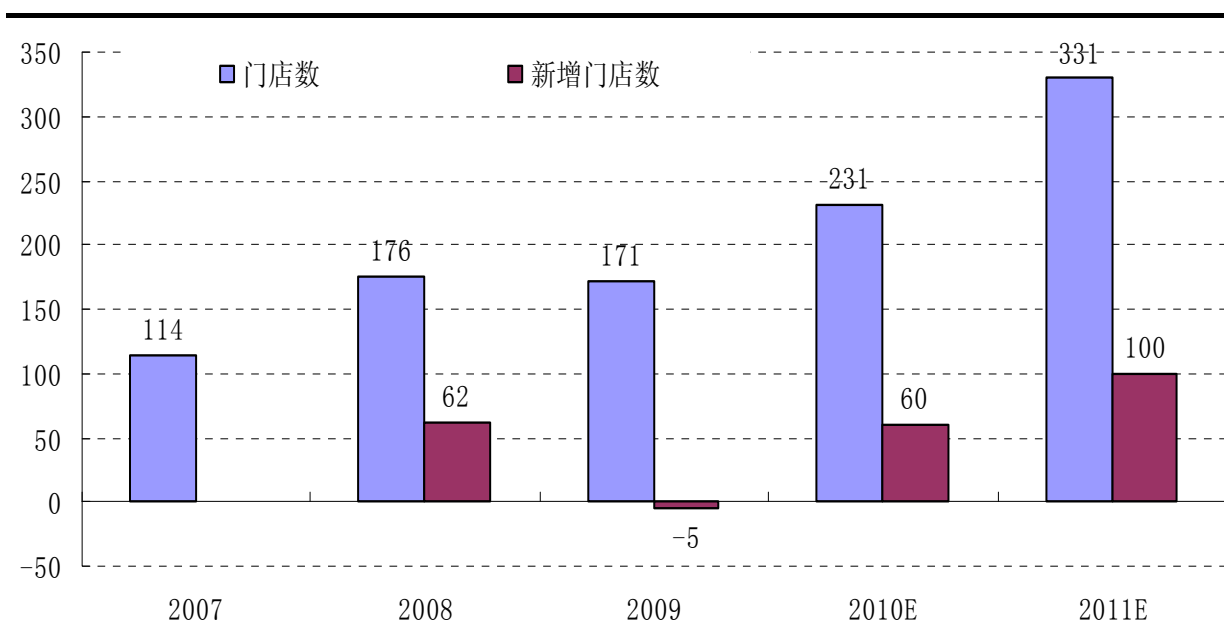
	内容	投资额	占比
新开连锁门店	新建150家门店	5.6亿	39%
购置连锁门店物业	在南京深圳购置物业	4.04亿	29%
物流体系建设	对原有物流中心改造，新建广东物流中心	8113万	6%
信息化及电子商务建设	IT连锁信息化及电子商务建设	1.38亿	10%
红色快车改造	红快服务标准化改造	3000万	2%
补充流动资金		2亿	14%
合计		14.13亿	100%

资料来源：江南金融研究所，公司公告

公司在 08 年计划通过非公开增发收购宏图三胞、浙江宏图和北

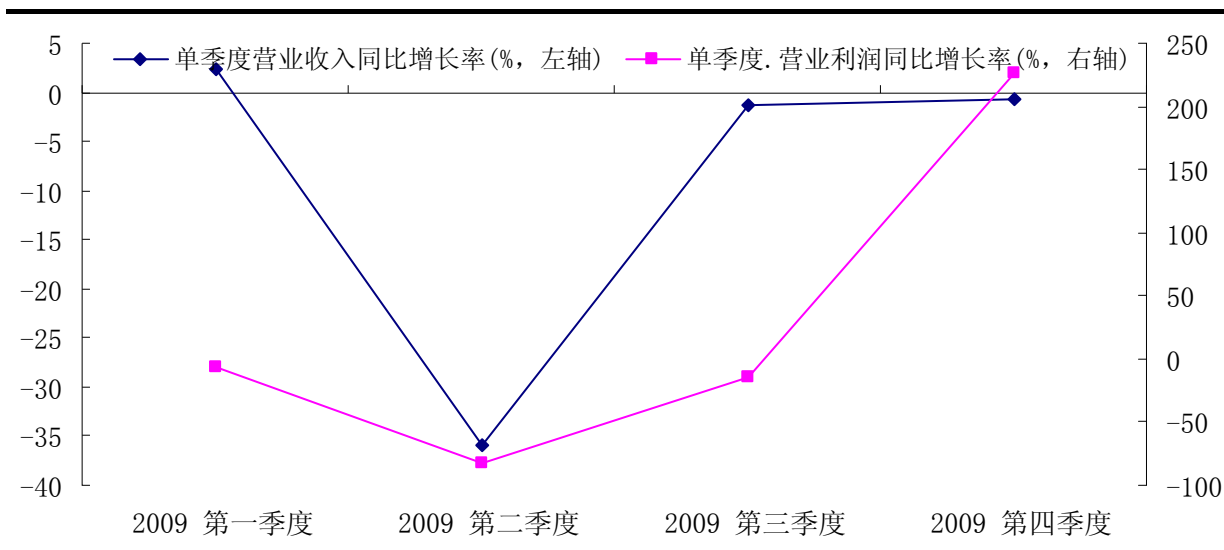
京宏图的股权并募集资金 15.76 亿用于连锁发展，但由于金融危机对证券市场影响使得公司募集资金大大低于计划，实际募集资金仅 3 亿元，运用募集资金，公司在 08 年新开了门店 62 家，08 年底门店数达 176 家，09 年金融危机传导到实体经济，影响国内 IT 需求下滑，09 年公司主要加强内部管理、提升运营水平，外延式扩张放缓，并主要以门店调整为主，关闭了一些物业成本高、经营不理想的门店，09 年底门店数与 08 年相比减少了 5 家，但随着国家 4 万亿投资及“家电下乡”、“以旧换新”政策的出台，经济形势在 09 年下半年明显好转，公司销售收入同比增长率在 09 年下半年也开逐步回升，2010 年前两个月单店收入同比增长约为 2%-3%，延续了去年 6 月份以来的回升趋势。

图 7：公司 07 年以来门店数及未来两年门店数预测



资料来源：江南金融研究所，公司公告（07 年门店数包括北京宏三合浙江宏三）

图 8: 09 年宏图高科点季度营业收入及营业利润同比增长



资料来源：江南金融研究所，公司公告

我们认为随着本次增发完成，公司外延式扩张将进入快车道，本次增发计划新开 150 家门店，其中在 2010 年计划新开 50 家，2011 年新开 100 家，并主要分布在二、三线城市，提升在长三角、环渤海地区的优势地位，加紧开拓在珠三角地区的连锁业务，外延式扩张的提速将成为公司业绩爆发的催化剂。

七、 华泰股权不仅仅提升公司安全边际，更重要的是为公司中长期的扩张提供了资金保障

公司拥有 1.48 亿股华泰证券股份，成本为 9844 万元，合每股 0.67 元，华泰已于 2010 年 2 月 26 日上市，截至 3 月 12 日的收盘价为 22.5 元/股，公司拥有华泰证券的市值高达 33.3 亿元，按照目前宏图高科 4.44 亿股计算，其每股净资产增加 7.28 元，这大大提升了公司的安全边际。

我们认为华泰股权不仅仅提升了公司安全边际，更为重要的是为公司中长期的扩张提供了资金保障。公司的这部分华泰股权将在 2011 年 2 月解禁，根据我们前面的分析，2010 年公司开始进入高速扩张期，资金链是连锁扩张的命脉，2011 年后公司对资金的需求将大大增加，公司可以在 2011 年后很长的一段时间内，根据证券市场情况及自身

的资金链情况不断减持华泰股份，为快速扩张提供资金支持，这将大大降低公司资金链断裂的风险，提升公司经营稳定性。

八、 生产制造及房地产业务

公司光电线缆业务 2009 年实现销售收入 3.9 亿，销售毛利率达到历史最高点；海南电缆厂，2009 全年度销售收入为 7683 万元；视听产品业务增长乏力，不断萎缩。全年工业制造实现销售收入 21.8 亿，毛利率 5.89%。

公司房地产业务主要位于宁南新区 8 号地块，占地面积 14.76 万平米，容积率 1.78，建筑面积 26.2 万平米，建筑面积分三期开发，09 年销售收入 3.4 亿，09 年“宏图上水园”一期 4.34 万平住宅已全部售出，二期 15 万平米预计在今年下半年开始出售，我们预测 2010-2011 年公司房地产业务的销售收入如下：

表 4：公司房地产业务预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(亿)	3.4	3.6	8.7	6.0
销售面积(万平米)	4.34	4.5	10.5	6.86
销售单价(元/平米)	7830	7900	8295	8710
毛利率	35.60%	35.96%	36.68%	36.68%

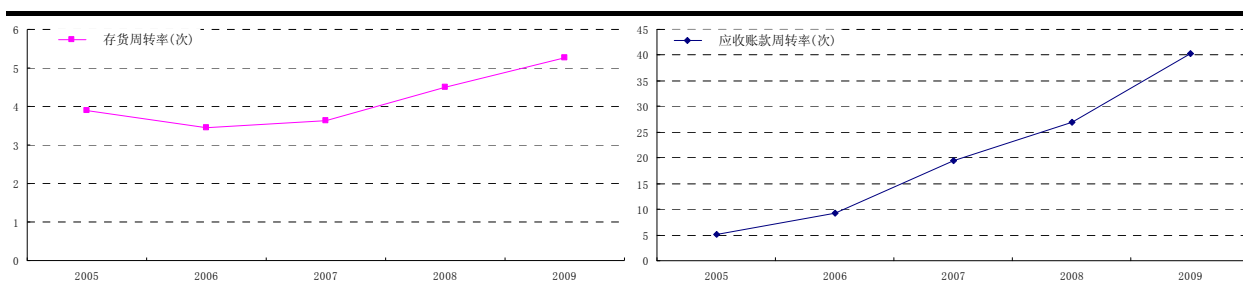
资料来源：公司公告，江南金融研究所

该房地产项目开发完成后，公司将退出房地产业务，同时未来公司也将逐步剥离生产制造业务，专注于消费类电子连锁业务。

九、 财务分析

从运营能力上来看，公司运营效率不断提升，应收帐款周转率由 05 年的 5.2 次增加至 09 年的 40.38 次（IT 连锁业务销售收入占比大幅提升是主要原因），存货周转率由 05 年的 3.89 次提升至 09 年的 8.91 次（这包含了生产制造及房地产业务，根据我们的调研，目前公司 IT 连锁业务的存货周转天数约为 15 天，存货周转率为 24 次）。

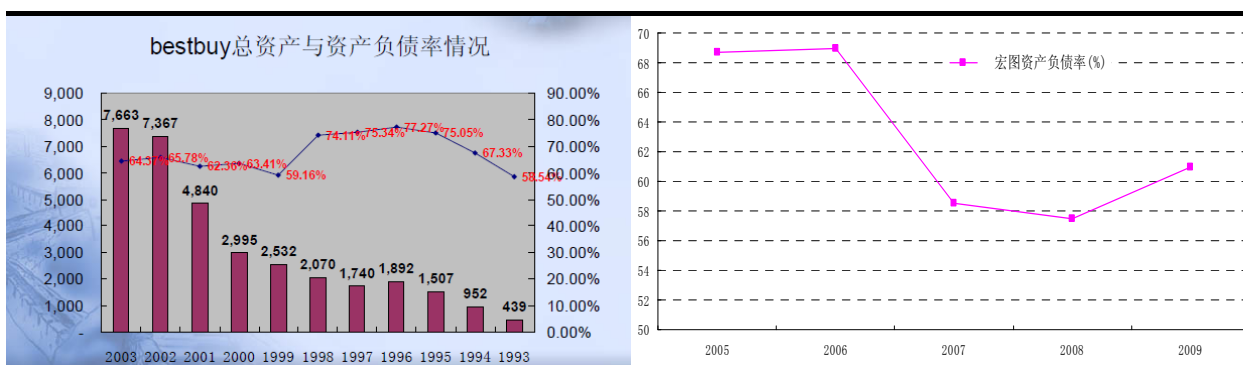
图 9: 05 年以来宏图的存货周转率和应收帐款周转率



资料来源: 江南金融研究所, 公司公告

从资产结构上, 09 年公司资产负债率 60.99%, 增发后有望降低到 50%左右, 处于合理水平(百思买高速扩张时期的负债率在 60%-70%之间)。

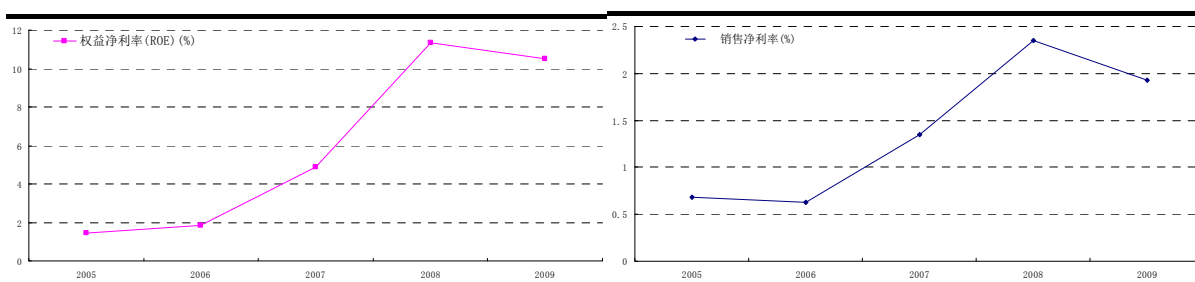
图 10: 宏图与百思买的资产负债率对比



资料来源: 江南金融研究所, 公司公告

从 ROE 角度看, 公司 08 年收购大股东宏三股权后, ROE 大幅提升至 11.32%, 虽然受到经济危机影响, 09 年销售净利率下降导致 ROE 下降 0.81 个百分点, 但仍维持在 10%以上, 从长期来看, 随着公司规模的扩张、毛利率的提升, 未来 ROE 仍有较大的提升空间。

图 11: 05 年以来宏图的 ROE 和销售净利率



资料来源: 江南金融研究所, 公司公告

十、 估值

根据上述分析，我们假设，2010-2012 年公司新开 IT 连锁门店 50 家，100 家，100 家，IT 连锁毛利率分别为 9.6%，10.1%，10.5%；生产业务销售收入每年增长 5%，毛利率维持不变；房地产销售收入分别为 3.6 亿，8.7 亿，6 亿，则公司 2010-2012 年销售收入分别为 130.08 亿，190.3 亿，245.78 亿，三年复合增长率 CAGR 为 37.5%，综合毛利率分别为 9.76%，10.89%和 10.77%。

表 5: 宏图高科主营收入及毛利率预测

	2009	2010E	2011E	2012E
IT连锁				
销售收入 (亿)	82.7	104	158	215
门店数 (家)	171	231	331	431
毛利率	8.84%	9.60%	10.10%	10.50%
生产制造业务				
销售收入	21.41	22.48	23.60	24.78
毛利率	6.16%	6.16%	6.16%	6.16%
房地产业务				
销售收入	2.19	3.6	8.7	6
毛利率	35.63%	35.96%	36.68%	36.68%
销售收入合计	106.30	130.08	190.30	245.78
综合毛利率	/	9.74%	10.83%	10.70%

资料来源：公司公告，江南金融研究所

假设非公开增发 12500 万股在今年 6 月份完成，我们预计增发后 2010-2012 年摊薄每股收益分别为 0.58 元，1.18 元和 1.49 元，按照 2010 年 25 倍市盈率计算，股价为 14.5 元，考虑华泰证券每股增值 7.28 元，公司合理股价为 21.78 元。

我们认为 2010 年增发完成后将是公司进入高速扩张的转折点，2011 公司将进入业绩的爆发期，按照目前 15.71 元的价格计算，2010 年公司动态市盈率为 27 倍，而 2011 年的动态市盈率仅为 13 倍，即使不考虑华泰股权，公司也已被低估，我们首次给予公司买入评级。

表 6: 考虑增发后的报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5752	6785	8433	9961	营业收入	10752	13008	19030	24578
现金	1819	3282	3451	3569	营业成本	9768	11741	16969	21948
应收账款	250	304	443	573	营业税金及附加	45	39	61	85
其他应收款	421	381	557	720	营业费用	418	501	731	944
预付账款	1330	587	679	878	管理费用	151	195	266	344
存货	1919	2198	3268	4168	财务费用	113	84	79	80
其他流动资产	13	33	36	53	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	699	1183	1294	1255	公允价值变动收益	0	-0	-0	0
长期投资	204	204	204	204	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	387	791	834	813	营业利润	265	453	930	1183
无形资产	28	100	172	162	营业外收入	11	12	12	12
其他非流动资产	80	88	83	75	营业外支出	5	6	6	6
资产总计	6451	7968	9727	11216	利润总额	270	459	936	1189
流动负债	3671	3497	4550	5146	所得税	62	110	229	297
短期借款	1878	1650	1764	1707	净利润	208	349	707	892
应付账款	408	523	732	962	少数股东损益	10	16	33	42
其他流动负债	1385	1324	2053	2477	归属母公司净利润	198	333	674	850
非流动负债	263	263	263	263	EBITDA	441	627	1129	1394
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.58	1.18	1.49
其他非流动负债	263	263	263	263					
负债合计	3935	3760	4813	5410	主要财务比率				
少数股东权益	91	108	141	183	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	444	569	569	569	成长能力				
资本公积	1242	2459	2459	2459	营业收入	-3.6%	21.0%	46.3%	29.2%
留存收益	739	1072	1745	2595	营业利润	19.3%	71.2%	105.4%	27.2%
归属母公司股东权益	2425	4100	4774	5624	归属于母公司净利润	15.2%	67.7%	102.6%	26.1%
负债和股东权益	6451	7968	9727	11216	获利能力				
					毛利率(%)	9.2%	9.7%	10.8%	10.7%
					净利率(%)	1.8%	2.6%	3.5%	3.5%
					ROE(%)	8.2%	8.1%	14.1%	15.1%
					ROIC(%)	12.4%	17.6%	25.5%	25.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61.0%	47.2%	49.5%	48.2%
					净负债比率(%)	47.73%	43.88%	36.65%	31.56%
					流动比率	1.57	1.94	1.85	1.94
					速动比率	1.04	1.31	1.14	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	1.91	1.80	2.15	2.35
					应收账款周转率	37	43	47	45
					应付账款周转率	21.94	25.23	27.04	25.91
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.58	1.18	1.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.29	1.76	0.64	0.61
					每股净资产(最新摊薄)	4.26	7.20	8.39	9.88
					估值比率				
					P/E	45.09	26.89	13.27	10.52
					P/B	3.69	2.18	1.87	1.59
					EV/EBITDA	16	11	6	5

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-163	999	364	347
净利润	208	349	707	892
折旧摊销	64	90	120	131
财务费用	113	84	79	80
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-546	500	-565	-761
其他经营现金流	4	-18	29	11
投资活动现金流	-159	-567	-230	-93
资本支出	37	468	129	75
长期投资	-204	0	0	0
其他投资现金流	-326	-99	-101	-18
筹资活动现金流	877	1030	35	-136
短期借款	456	-228	114	-57
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	125	125	0	0
资本公积增加	720	1217	0	0
其他筹资现金流	-424	-84	-79	-80
现金净增加额	555	1462	169	118

资料来源: 江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站: <http://www.scstock.com>

深圳

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编: 518000

电话: 0755-83689524

北京

地址: 北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编: 100012

电话: 010-84802003