

零售业

天时、地利、人和，高速扩张启动，业绩拐点来临

公司投资评级	<b>买入</b>
6-12个月目标价	24.92元
当前股价 (10.4.25)	16.87元

研究员: 张绍坤 执业号: S0640208090087

电话: 0755-83689044

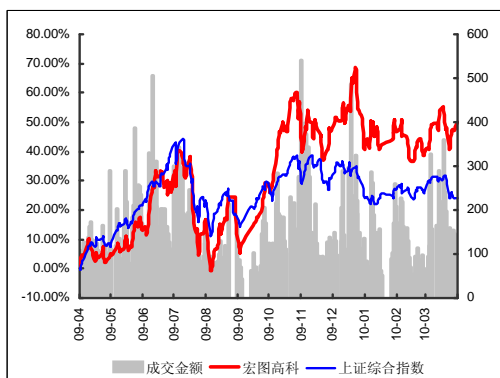
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn

报告日期: 2010.04.26

### 基础数据

上证指数	2982.8
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)	50.6
每股净资产 (元)	5.51
ROE (TTM)	8.18%
资产负债率	60.99%
动态市盈率	30
市净率	3

### 近一年公司与上证综指走势对比



资料来源: wind

### 相关报告:

《增发提速外延式扩张, 2011年进入业绩爆发期——宏图高科调研报告》2010.3.12

### 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:** 近日我们电话采访了公司管理层, 就最近投资者对公司比较关心的问题与管理层进行了交流, 我们认为公司目前处于高速成长的启动期, 天时、地利、人和, 将助力公司业绩拐点来临。

### 投资要点:

- 天时:** 目前的 PC 市场相当于 90 年代的家电市场, 终端消费的爆发式增长提升终端渠道价值, 苏宁的路径可以复制。
- 地利:** 国家的“家电下乡”、“以旧换新”政策将大大提升电脑在二三线城市的普及率, 为公司的高速成长打开广阔空间。
- 人和:** WDM 模式及供应链管理是公司强大的核心竞争力, 无论是家电连锁企业的 IT 销售还是电脑、相关配件的专卖市场, 宏图在存货管理、客户服务、售后维修以及与供应商的关系均更胜一筹。
- 目前公司毛利率偏低主要是公司门店较少, 向上游议价能力不强所致, 随着终端市场爆发, 公司门店扩张加速, 这一状况将会改变。
- 对于市场比较担心的其“统购统销”模式引起的存货跌价风险, 我们认为首先公司在供应链管理上有其独到之处, 大大降低了存货跌价风险的可能, 而另一方面, 当公司规模扩大, 向上议价能力提升后, 不排除公司向供货商转嫁部分存货风险, 我们认为“渠道为王”终将在 IT 消费类电子这一细分市场成为现实。
- 增发加快网络布局, 业绩爆发拐点来临。目前房地产市场的调整影响我们前期对公司 10 年的 EPS 预测, 但我们认为公司的核心价值在其 IT 消费类电子连锁业务, 我们预计 IT 连锁 10 年、11 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.83 元 (不考虑增发摊薄), 苏宁上市以来的平均市盈率为 61 倍, 我们保守按照 10 年 30 倍市盈率及 11 年 25 倍市盈率计算, 宏图高科每股 IT 连锁价值为 13.14 元—20.72 元; 假设制造业务基本维持业务不变, 每股价值为 1.42 元; 地产业务以现金流折现法每股价值为 0.49 元, 公司合理价位为 21.13 元—28.71 元, 中间值为 24.92 元。

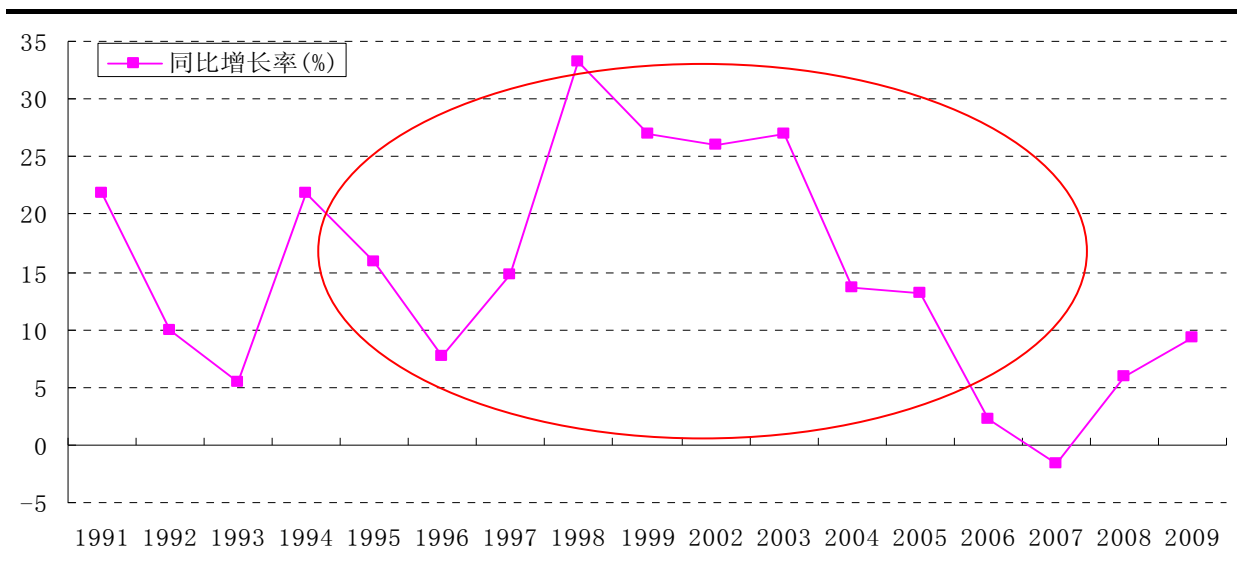
### 公司分部估值表摘要

主要财务指标	2009	2010E	2011E
IT 连锁销售收入 (亿)	82.7	104	158
IT 连锁净利 (亿)	1.33	1.94	3.68
IT 连锁 EPS (不考虑增发摊薄)	0.30	0.44	0.83
生产制造销售收入 (亿)	21.41	22.48	23.60
生产制造净利 (亿)	0.20	0.21	0.22
生产制造 EPS (不考虑增发摊薄)	0.05	0.05	0.05
每股地产价值		0.49 元	
每股华泰股权价值		6.08 元	
公司合理价值		21.13 元—28.71 元	

一、天时：目前的PC市场相当于90年代的家电市场，终端消费的爆发式增长提升终端渠道价值，苏宁的路径可以复制

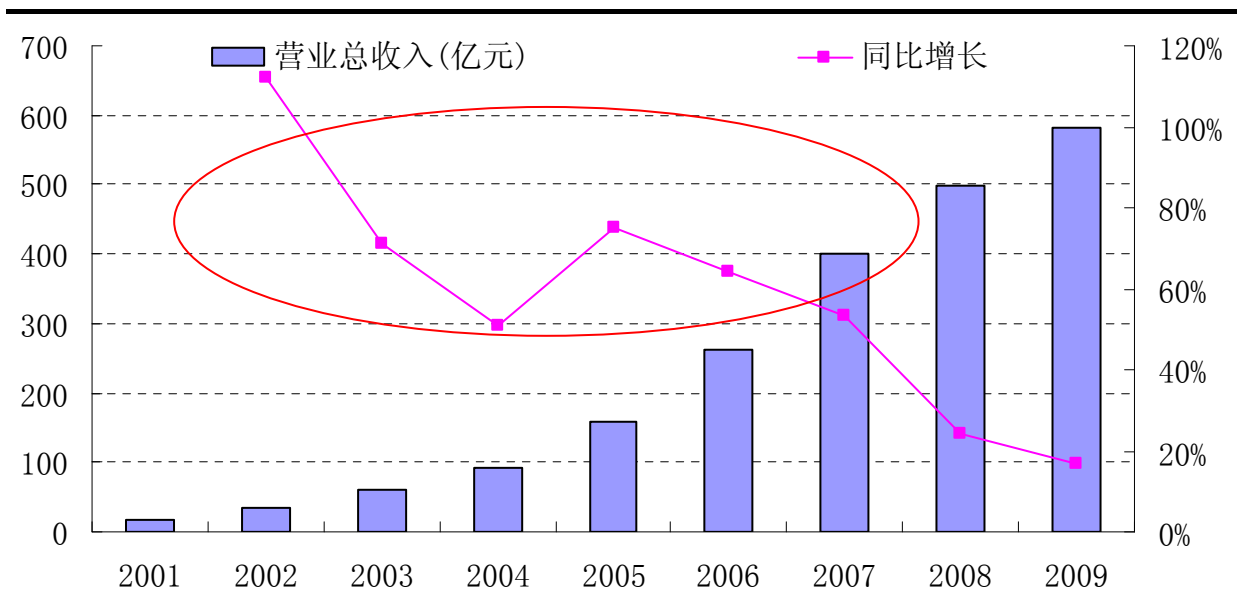
我国的家电产品在90年代经历了从家庭奢侈品到家庭必需品的转变过程，进而引发了终端消费的爆发式增长，这大大提升了终端渠道的价值，苏宁、国美正是借着如此东风，趁势而起，高速扩张，最终形成今日两强争霸的寡头垄断格局。

图1：家电销量同比增长率



资料来源：江南金融研究所

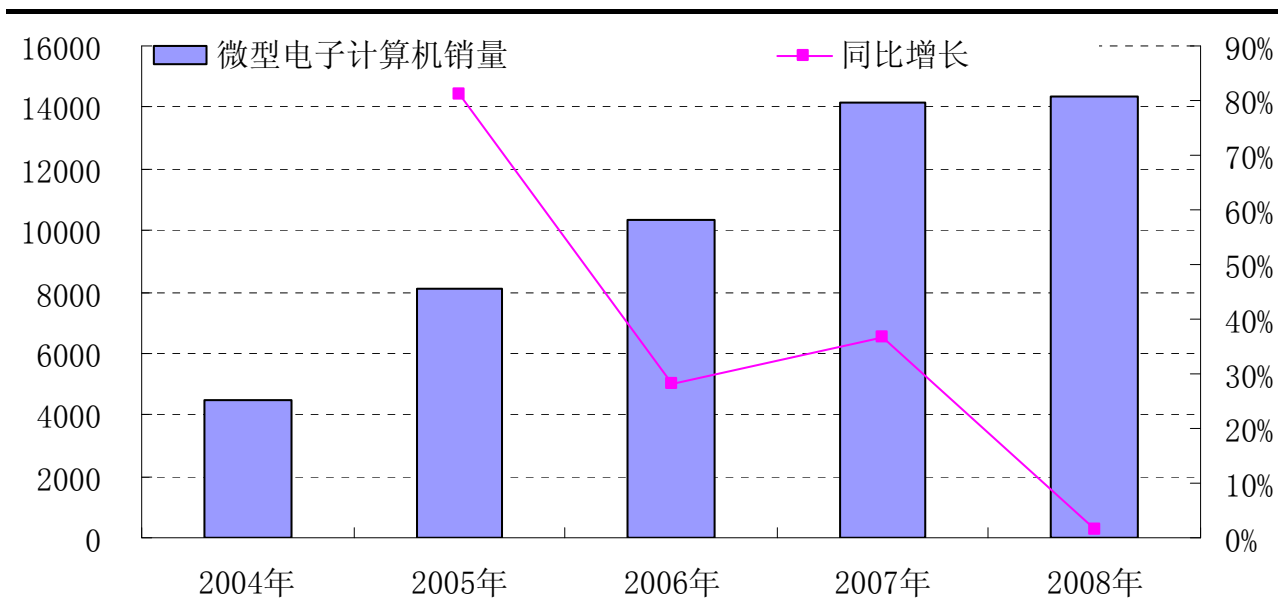
图2：苏宁上市以来的营业收入及其同比增长



资料来源：江南金融研究所，公司公告

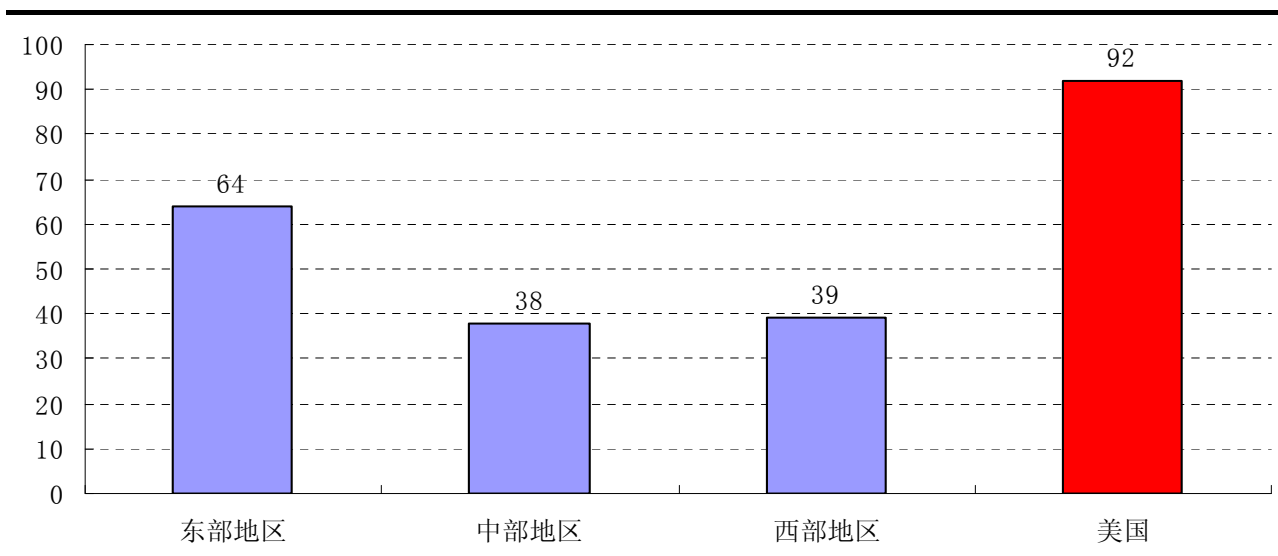
我国目前的 PC 市场与 90 年代的家电市场相似，正在逐步成向家庭必需品转变，尤其在二、三线城市，市场需求急剧扩大，这为宏图的爆发式增长提供了天时之利。

图 3: 我国 04 年以来微型计算机销量及同比增长



资料来源：江南金融研究所，wind（08 年受金融危机影响，销量下滑较大，09 年数据仍未披露，我们认为有 20%以上的增长）

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

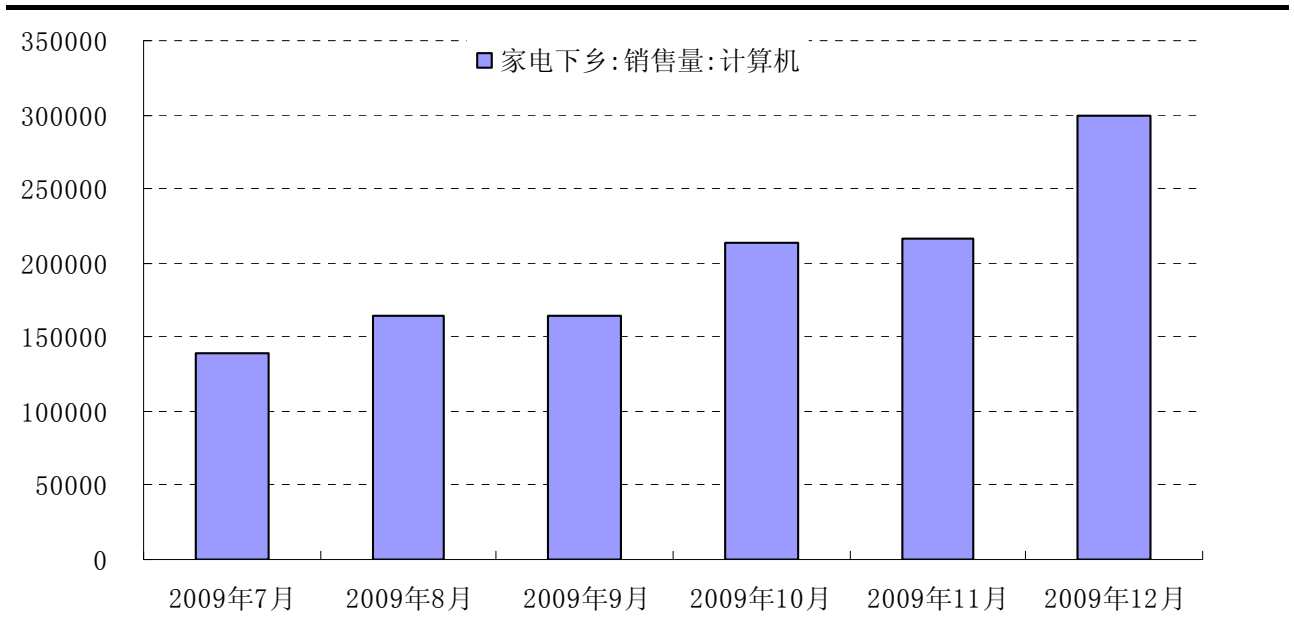


资料来源：互联网，江南金融研究所

**二、地利：国家的“家电下乡”、“以旧换新”政策将大大提升电脑在二三线城市的普及率，为公司的高速成长打开广阔空间**

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,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 5：09 年 7 月以来家电下乡中计算机的销售量（台）



资料来源：江南金融研究所，wind

截至 09 年底宏图高科所拥有的 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,09 年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、人和：WDM 模式及供应链管理模式是公司强大的核心竞争力,无论是家电连锁企业的 IT 销售还是电脑、相关配件的专卖市场,宏图在存货管理、客户服务、售后维修以及与供应商的关系均更胜一筹;目前公司毛利率偏低主要是公司门店较少,向上游议价能力不强所**

致，随着终端市场爆发，公司门店扩张加速，这一状况将会改变；而对于市场比较担心的其“统购统销”模式引起的存货跌价风险，我们认为首先公司在供应链管理上有其独到之处，大大降低了存货跌价风险的可能，而另一方面，当公司规模扩大，向上议价能力提升后，不排除公司向供货商转嫁部分存货风险。我们认为“渠道为王”终将在IT消费类电子这一细分市场成为现实。

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。

表 1: IT 渠道三种经营模式比较

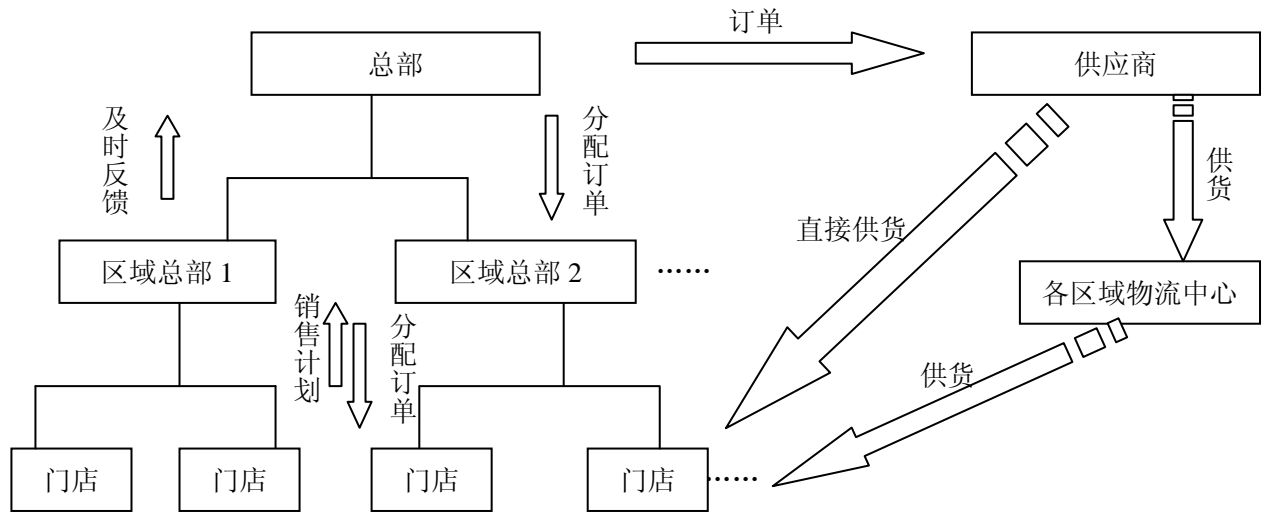
	家电连锁	IT连锁	电脑及相关配件专卖市场
代表企业	苏宁、国美	宏图三胞	赛格
经营品种	家电、IT数码产品等消费类电子	IT数码产品等消费类电子	IT数码产品等消费类电子
核心竞争力	资金、存货管理能力，向上游供货商的议价能力	对IT产品的存货管理、客户服务、售后维修等	市场招租能力、市场配套设施及管理
优势	在大众化家电产品更具优势，单对IT产品缺乏深刻理解	在IT数码产品等消费类电子这一细分市场更具优势	产品价格低，但管理、环境、售后服务差，消费者权益难以保障

资料来源：江南金融研究所，公司公告

在供应链管理方面，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 6：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。

对于市场比较担心的其“统购统销”模式引起的存货跌价风险，

我们认为首先公司在供应链管理上有其独到之处，大大降低了存货跌价风险的可能，而另一方面，当公司规模扩大，向上议价能力提升后，不排除公司向供货商转嫁部分存货风险。我们认为“渠道为王”终将在 IT 消费类电子这一细分市场成为现实。

#### 四、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。2010 年 4 月 9 日中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核了公司非公开发行股票的应用。根据审核结果，公司非公开发行股票申请获得有条件通过。根据目前的股价，我们预计公司增发价格可能会上调至 14 块以上，增发股本在 1 亿股以内，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 2：09 年非公开增发募集资金项目

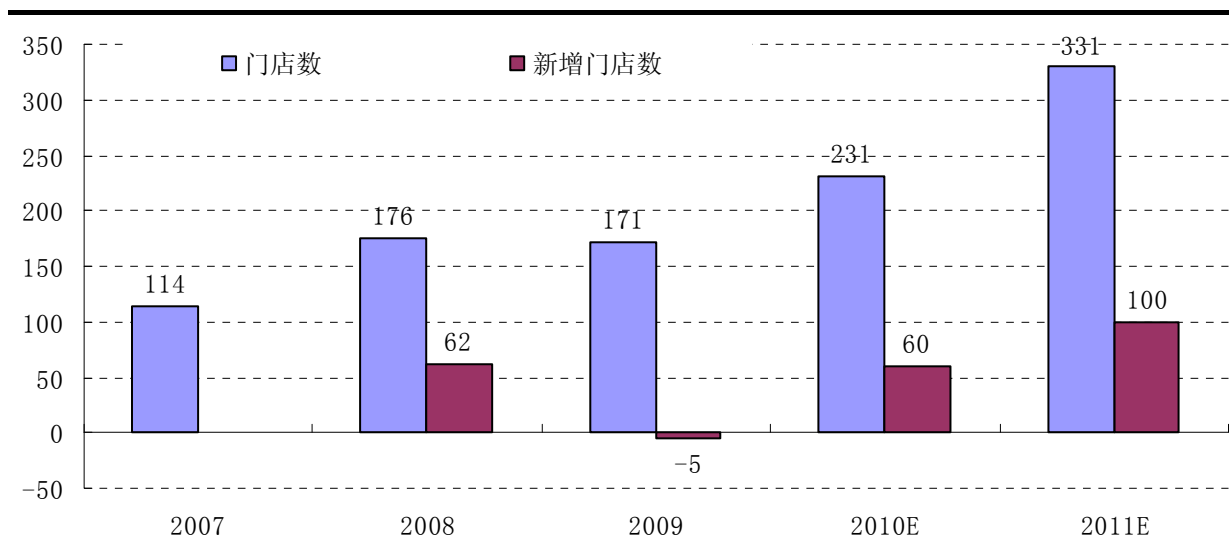
	内容	投资额	占比
新开连锁门店	新建150家门店	5.6亿	39%
购置连锁门店物业	在南京深圳购置物业	4.04亿	29%
物流体系建设	对原有物流中心改造，新建广东物流中心	8113万	6%
信息化及电子商务建设	IT连锁信息化及电子商务建设	1.38亿	10%
红色快车改造	红快服务标准化改造	3000万	2%
补充流动资金		2亿	14%
合计		14.13亿	100%

资料来源：江南金融研究所，公司公告

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。

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

### 五、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 4 月 26 日的收盘价为 19.4 元/股，公司拥有华泰证券的市值近 30 亿元，按照目前宏图高科 4.44 亿股计算，其每股净资产增加 6.75 元，考虑增发后的摊薄效应，其每股净资产增加也达 5.5 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。



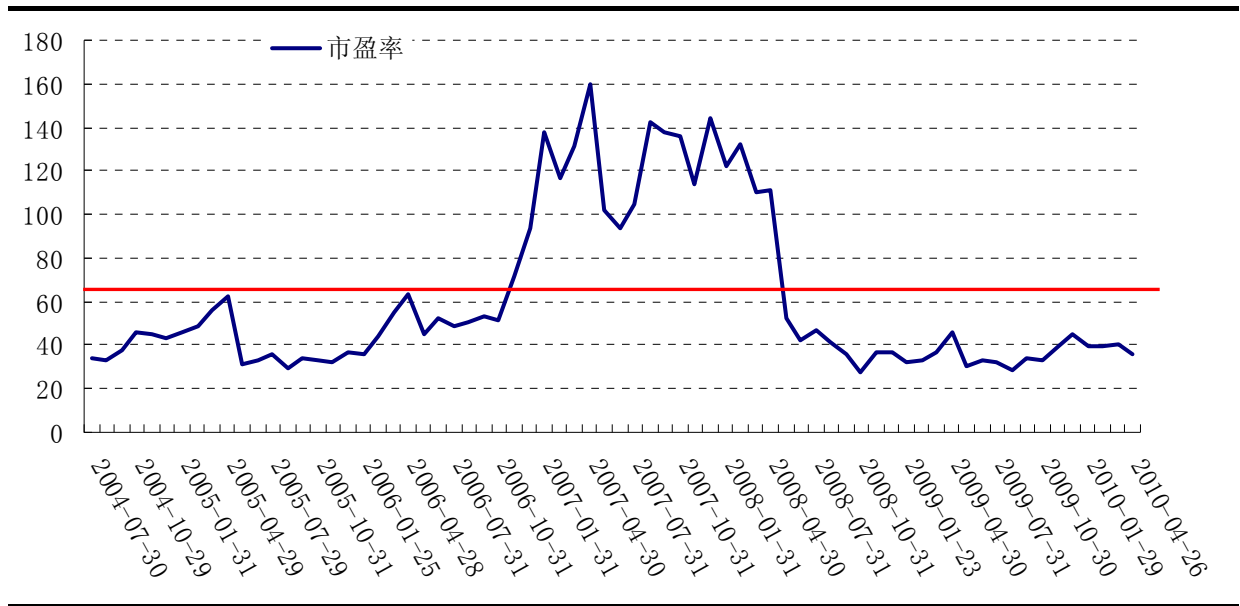
六、估值：目前房地产市场的调整影响我们前期对公司 10 年的 EPS 预测，但我们认为公司的核心价值在其 IT 消费类电子连锁业务，我们预计 IT 连锁 10 年、11 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.83 元（不考虑增发摊薄），苏宁上市以来的平均市盈率为 61 倍，我们保守按照 10 年 30 倍市盈率及 11 年 25 倍市盈率计算，宏图高科每股 IT 连锁价值为 13.14 元—20.72 元；假设制造业务基本维持业务不变，每股价值为 1.42 元；房地产业务以现金流折现法合每股价值为 0.49 元，公司合理价位为 21.13 元—28.71 元，中间值为 24.92 元。

表 3：公司分部估值表

	2009	2010E	2011E
<b>IT连锁</b>			
销售收入（亿）	82.7	104	158
门店数（家）	171	231	331
毛利率	8.84%	9.12%	9.56%
毛利	7.31	9.48	15.10
净利	1.33	1.94	3.68
净利率	1.61%	1.87%	2.33%
EPS(不考虑增发，以4.44亿股计算)	0.30	0.44	0.83
EPS(考虑增发，以5.44亿股计算)		0.36	0.68
<b>不考虑增发以10年30倍市盈率计算每股IT连锁价值</b>		<b>13.14</b>	
<b>不考虑增发以11年25倍市盈率计算每股It连锁价值</b>			<b>20.72</b>
<b>生产制造</b>			
销售收入（亿）	21.41	22.48	23.60
毛利率	6.16%	6.16%	6.16%
毛利	1.32	1.38	1.45
净利	0.20	0.21	0.22
EPS(不考虑增发，以4.44亿股计算)	0.05	0.05	0.05
<b>不考虑增发以10年30倍市盈率计算每股生产制造价值</b>		<b>1.42</b>	
<b>房地产业务</b>			
二期开发面积		15万平米	
三期开发面积		6万平米	
每平米销售均价		8000元/平米	
销售收入		16.8亿	
销售毛利率		36%	
销售毛利		6.05亿	
销售净利率		13%	
销售净利		2.19亿	
<b>每股地产价值(不考虑增发，以4.44亿股计算)</b>		<b>0.49元</b>	
<b>每股华泰股权价值</b>		<b>6.08元</b>	
<b>公司每股合计价值</b>		<b>21.13元—28.71元</b>	

资料来源：江南金融研究所

图 8：苏宁上市以来市盈率统计



资料来源：江南金融研究所

### 分析师简介:

**张绍坤**, SAC执业证书号: **S0640208090087**, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入江南证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

### 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, 本报告清晰、准确地反映了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。

### 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。

### 免责条款:

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。