

零售业

管理改善提升净利率，门店扩张二季度启动

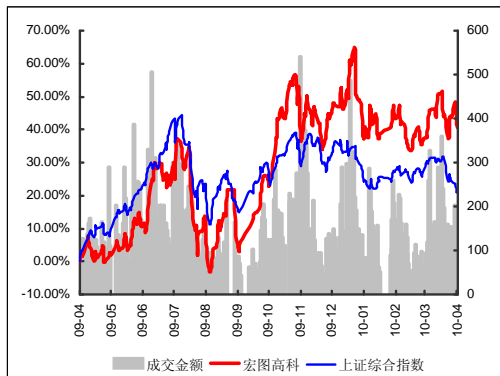
公司投资评级	<b>买入</b>
6-12个月目标价	24.92元
当前股价 (10.4.28)	16.8元

研究员: 张绍坤 执业号: S0640208090087  
电话: 0755-83689044  
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn  
报告日期: 2010.04.28

### 基础数据

上证指数	2907
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)	53
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

### 近一年行业指数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  
《天时、地利、人和, 高速扩张启动, 业绩拐点来临——宏图高科再分析》2010. 4. 25

### 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:** 公司公告 2010 年一季报, 实现主营收入 29.01 亿, 同比增长 0.97%, 实现归属于母公司的净利润 4094 万, 同比增长 26.7%, 实现基本每股收益 0.0922 元。

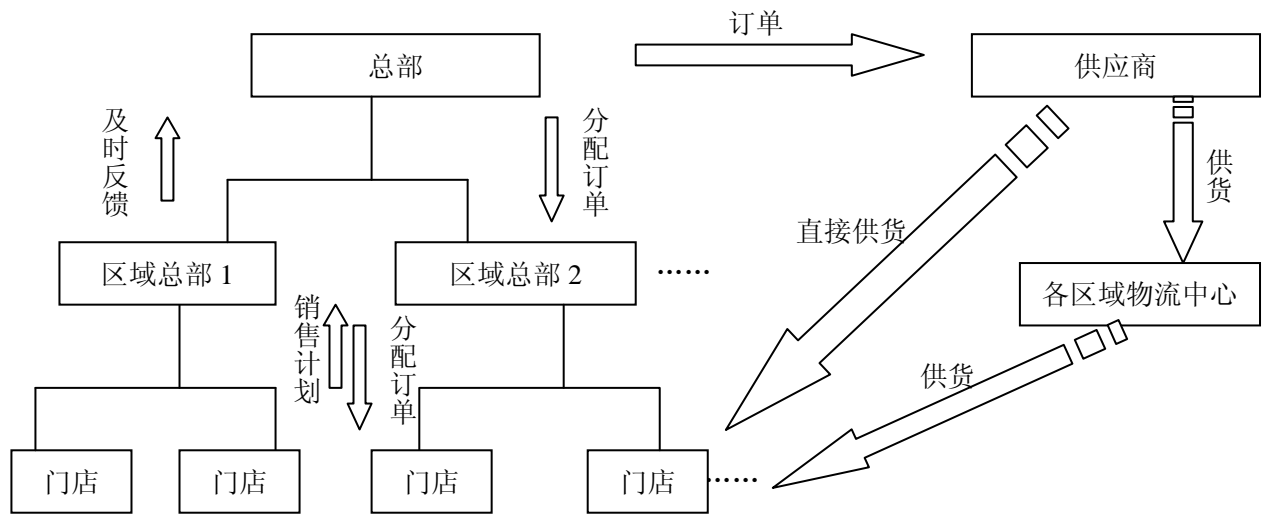
### 投资要点:

- 一季度主营收入 29.01 亿元, 同比增长 0.97%, 我们测算其中 IT 连锁销售收入 24 亿左右, 同比增长 20%, 由于一季度公司未新开门店, 取得如此增速实为不易, 公司计划二季度启动扩张, 全年预计新开门店 50 家, 今年公司营业收入增长可能超出我们前期预计的 22%。
- 一季度实现归属于母公司的净利润 4094 万, 同比增长 26.7%, 主要原因有: 一是公司新的 SAB 管理系统提升了管理效率, 管费用和营业费用率合计下降了 0.5 个百分点, 二是公司收到房屋违约补偿及以旧换新运费补偿使得营业外收入达 386 万, 同比增长 22.7%。
- 一季度毛利率 7.45%, 与去年同期基本持平, 由于公司一般在 4 季度与供应商集中结算返点收入, 因此一季度单季毛利难以反映全年情况, 随着今年公司扩张提速, 营业收入快速增长, 其向上游供货商的议价能力将进一步提升, 全年 IT 连锁的毛利率将会提升。
- 一季度公司经营现金流同比减少 234%, 主要是由于生产制造原材料铜价上涨, 公司付款较多所致。公司存货 19.93 亿, 仍维持在高位, 我们了解到存货中有很大大一部分是生产制造业务的存货, IT 连锁业务的存货主要是样机及在途货物, 一般供货商会给宏图一定额度的付款周期 (比如联想是一个月内的一亿额度, 主要是指公司可赊销联想一个亿的商品, 在一个月內归还贷款, 如果赊销商品超出一个亿, 则超出部分须现金支付), 宏图 IT 连锁存货的周转率一般为 15 天左右, 实际上这块的存货风险要比市场预计的低很多。
- 我们维持对公司的盈利预测: 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) 按照 10 年 30 倍市盈率及 11 年 25 倍市盈率计算, 每股价值 13.14 元—20.72 元; 制造业务每股价值 1.42 元; 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。维持买入评级。

### 公司分部估值表摘要

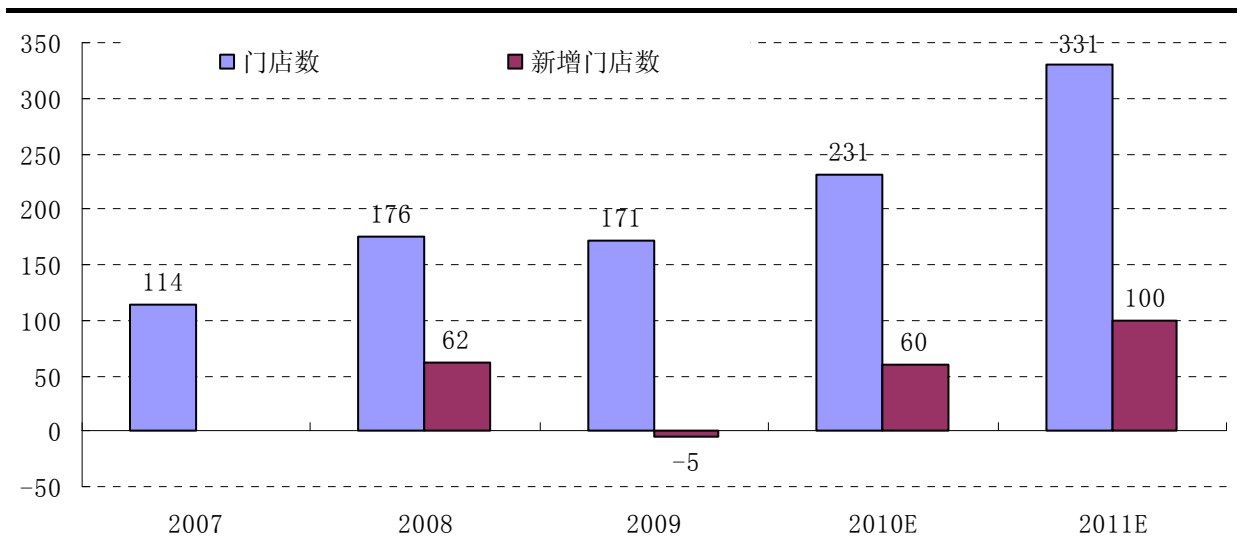
主要财务指标	2009	2010E	2011E
IT 连锁销售收入 (亿)	82.7	104	158
IT 连锁净利 (亿)	1.33	1.94	3.68
IT 连锁 EPS (不考虑增发摊薄)	0.30	0.44	0.83
生产制造销售收入 (亿)	21.41	22.48	23.60
生产制造净利 (亿)	0.20	0.21	0.22
生产制造 EPS (不考虑增发摊薄)	0.05	0.05	0.05
每股地产价值		0.49 元	
每股华泰股权价值		6.08 元	
公司合理价值		21.13 元—28.71 元	

图 1: 宏三供应链流程图



资料来源: 江南金融研究所

图 2: 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

表 1: 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

### 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。