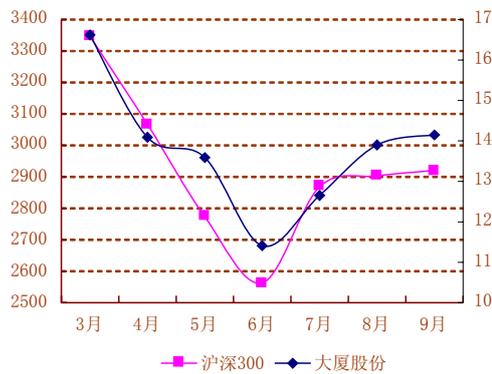




宏图高科 (600122): 专业化 IT 连锁实践者 电子消费时代缔造者

——内外兼修驱动 IT 资产升值，股权投资提升安全边际

近××该股相对沪深300指数走势



● 内容提要

公司评级：**强烈推荐**

1. 家庭消费和中小企业 IT 支出主导网络时代下的消费电子市场。其中，家庭消费市场潜在规模高达 1.12 万亿，中小企业 IT 需求缺口将高达 7047.16 亿元。
2. 由于网络终端产量不断增加，网络设施基础不断完善，居民可支配收入稳步增长，市场启动条件日益成熟，消费电子时代已经到来。
3. 内涵式和外延式增长双轮驱动 IT 资产升值，单店收入与门店数量是股价的最终催化剂。深度挖掘单店收入、控制费用支出、加强物流与现金流的效率、增加门店数量规模是公司价值创造的核心驱动。
4. 三项辅助业务上，我们采取更为保守的估值方法。基于对房地产业务不持续性的担心，我们给予此项业务每股 0.79 元的价值评估；基于电缆行业整体产能过剩以及公司向中高压电缆业务结构转型的考虑，我们给予此项业务不贡献利润的评估；基于系统集成业务的收入水平十分有限，我们同样忽略此项资产的盈利能力。
5. 在公司总体估值方面，我们主要针对 IT 业务、房地产业务以及华泰证券股权投资进行估值。其中，IT 业务预计 2010 年 EPS 为 0.37 元，基于公司未来的高成长性以及行业的估值水平，我们给予行业平均估值 25% 的溢价——39X 的 PE；公司目前持有华泰证券 2.64% 的股权按，按照今年 6 月份以来 13.96 的收盘均价测算，将折合每股价值 3.65 元。综合看来，公司的合理估值应该在 18.9 元，给予“强烈推荐”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	566
实际流通 A 股 (百万股)	364
实际流通 A 股市值 (亿元)	51.8

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 周飞

电话 (025)83367888-3305

M S N Zhou991985@hotmail.com

1. 家庭消费和中小企业 IT 支出主导网络时代下的消费电子市场

1.1 家庭消费市场潜在规模高达 1.12 万亿，是宏图高科 2009 年全年销售的 135.43X。

2010 上半年，全国宽带网民数达到 3.64 亿人，宽带用户达到 1.15 亿户，同期增长 23.17%。1-6 月月均增加 198.58 万户，并且呈现出加速恢复历史增速的迹象。

图 1：宽带用户



数据来源：工信部，南京证券研究

2008 年，全国 15-64 岁人口高达 9.67 亿，潜在宽带网民可达 6.4 亿。假设全体宽带网民每人拥有一台终端设备，那么中国还有近 2.8 亿台的销售终端空白市场。以每台终端 4000 元测算，终端销售市场价值高达 1.12 万亿，是宏图高科 2009 年全年销售的 135.43X。

1.2 中小企业用户成 IT 连锁增长重要市场

IDC：今年全球 IT 支出将增长 6% 中国为 21%；据 IDC 统计，2009 年中国的 IT 支出将为 4940 亿人民币，并呈高速增长的趋势。同时预计，中国从 2008 年底到 2013 年底，IT 支出的年增长速度超过 10.8%，超过期间 GDP 增长率。我们预计 2010 年中小企业 IT 需求缺口将高达 7047.16 亿元，市场目前处在蓝海竞争阶段。

图 2：中小企业 IT 消费市场缺口

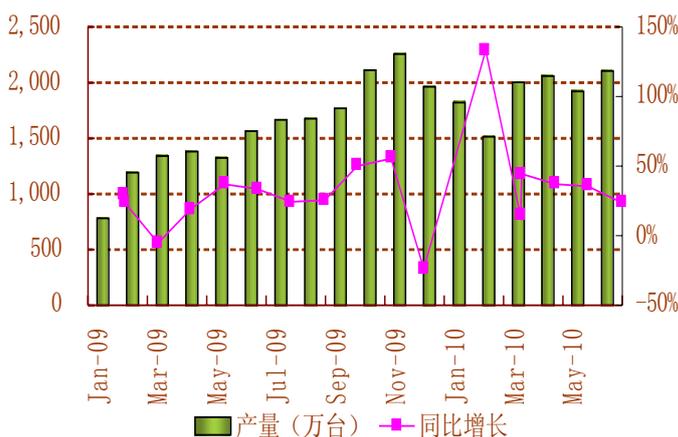


数据来源：南京证券研究

2. 消费电子时代到来，市场启动条件日益成熟。传统互联网已经深入人心，市场基础在网络规模效应下不断放大。我们对此的判断是基于以下三点：

(1) 终端设备电脑产量不断增加，终端已经不再成为网络化浪潮的障碍。上半年，电脑整机产量为 11420.7 万台，同期增长 50.65%。其中 6 月份产量为 2103.6 万台，同比增长 23.8%，环比增长 9.5%。

图 3：电脑整机产量



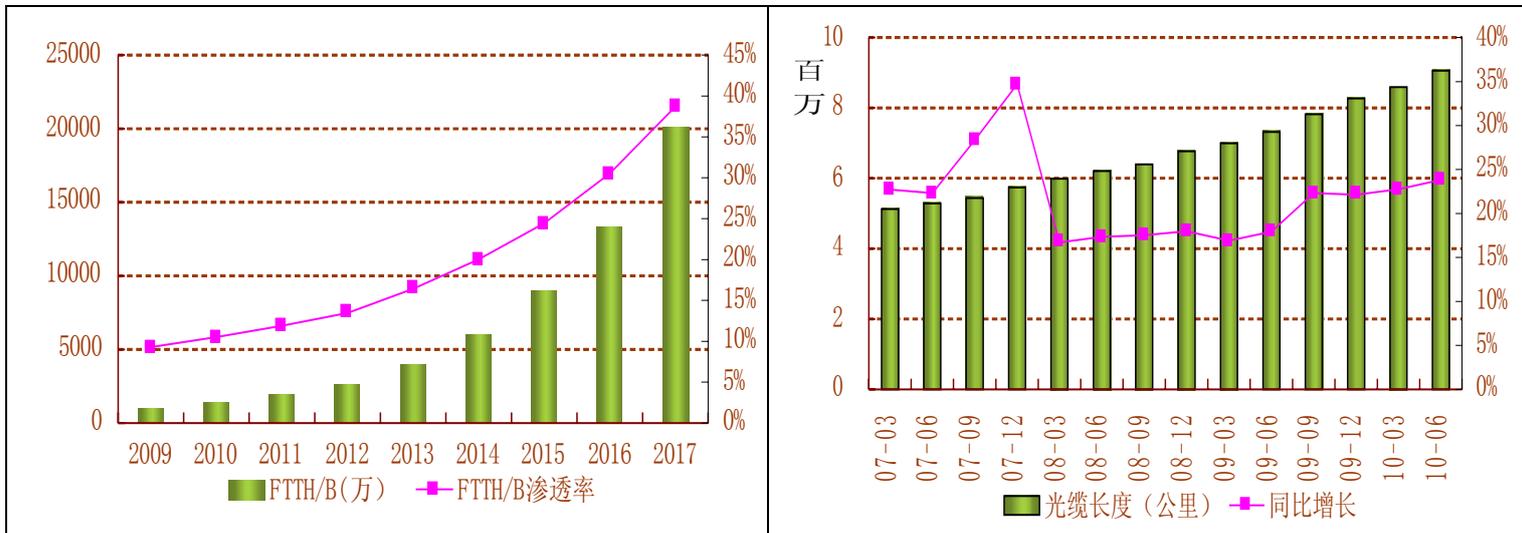
数据来源：国家统计局，南京证券研究

(2) 网络基础设施不断完善，宽带升级光纤到户。2009 年全国 FTTH/B 为 960 万，渗透率为 9.3%，预计今年 FTTH/B 用户为 1334 万，渗透率提高至 10.52%。在用户量增上，将呈现加速上涨的趋势；另一方面，截止今年 6 月，全国光缆总长度为

906 万公里，较同期增长 23.84%。光缆是未来网络消费的硬件基础，FTTH/B 是网络消费的催化剂，由此我们认为电脑消费市场将步入景气周期时代。

图 4：中国 FTTH/B 用户规模和渗透率

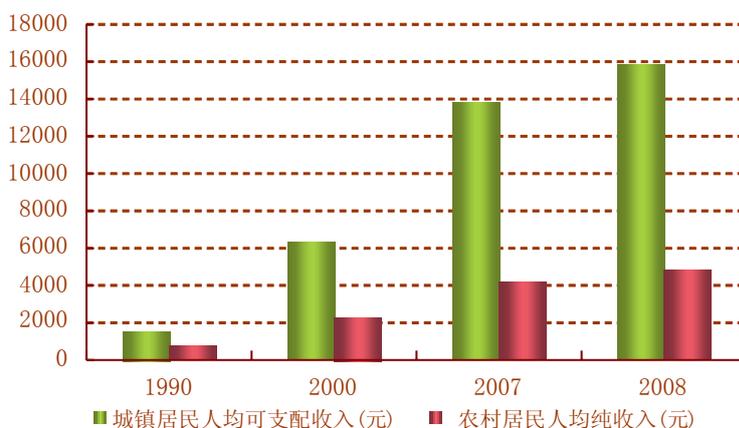
图 5：光缆铺设完善网络基础设施



数据来源：Wind，工信部，公开资料整理，南京证券研究

(3) 居民可支配收入不断增长是消费升级的保障。2000-2008 年城镇居民人均可支配收入 CAGR 为 12.2%，达到 15780.76 元；农村居民人均纯收入 CAGR 为 9.8%，达到 4760.62 元。除此之外，公共部门鼓励消费升级，2009 年 2 月起电脑被列入家电下乡补贴范围。不断向好的经济基础与公共部门的政策刺激双向叠加，将促进消费升级。

图 6：不断向好的经济基础是消费升级的保障



数据来源：国家统计局，南京证券研究

3. 内涵式和外延式增长双轮驱动 IT 资产升值，单店收入与门店数量是股价的最终催化剂。

3.1, 内涵式增长路径——我们认为内涵式增长的关键因素在于如何实现单店销售收入增长和资金的利用效率。单店销售收入的增长主要取决于销售服务附加值、品牌质量和多样性以及销售模式的创新；资金的利用效率取决于以存货和应收资产管理为代表的信息化建设。通过公司历史财务状况和目前采取的市场行动，我们有充足的理由相信公司处在内涵式增长路径。

表 1: 内涵式增值逻辑

内涵式 增长	销售收入	服务建设	红色快车
		品牌建设	以 Intel、AMD、HP、IBM、SONY、CANON、EPSON、OLYMPUS、联想、海尔、宏基、DELL 为内涵的宏图自主品牌
		销售创新	B2C
	资金效率	信息化建设	存货管理
			物流管理
			应收资产管理
资产管理			

数据来源：南京证券研究

图 7: 单店收入稳定增长 (15%+)

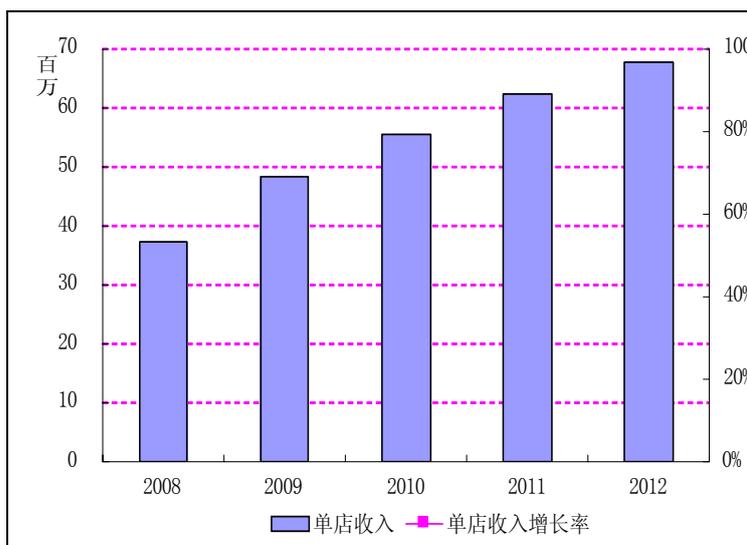
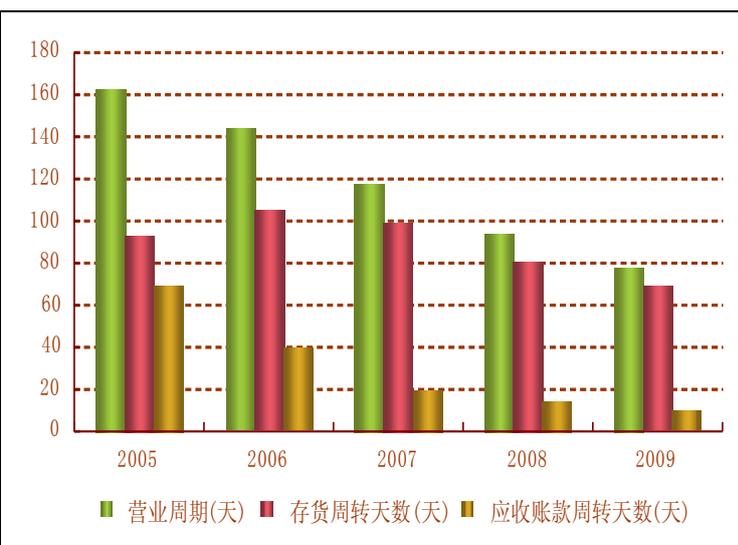


图 8: 加快物流与资金流体现资本效率



数据来源：公司报告，南京证券研究

3.2, 外延式增长路径——外延式增长路径主要指门店的数量扩张以及相关配套体

系的建设。支撑公司外延式发展的基础在于前文所提及的市场空间，公司募集资金投入到未来 150 个新门店及相关配套体系建设，新一轮的跑马圈地即将开始。公司与江苏经贸学院共同成立宏图三胞学院，培养 IT 连锁人才，为公司未来的扩张奠定人力资源基础。

图 9：未来两年门店增长推动 IT 连锁业绩

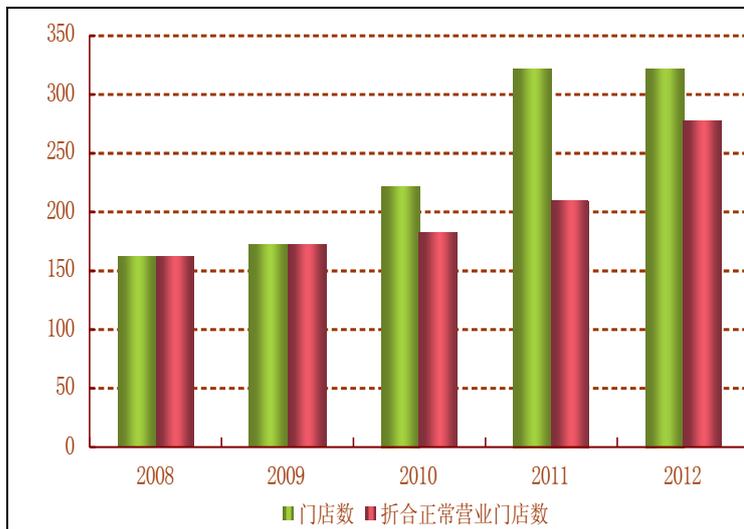
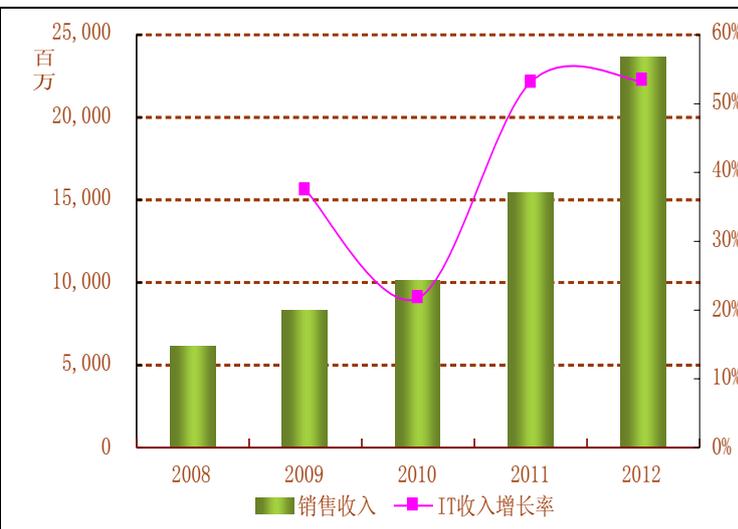


图 10：IT 销售收入将步入快车道



数据来源：公司报告，南京证券研究

在 IT 连锁毛利率方面，公司的毛利水平明显低于行业水平。2010 年上半年，电脑与电子产品零售业销售毛利率为 16.24%，而宏图高科 IT 连锁毛利率为 8.3%。我们对此判断有三点：（1）公司 IT 连锁业务的毛利率水平存在均值回归的可能，均值回归的动力来自于公司规模或大带来的更强的市场议价能力以及服务体系带来的业务增值；（2）随着门店的扩张进入盈利阶段，公司费用率可以得到有力的控制，从而保证销售净利率的稳步提升；（3）基于公司毛利率与行业毛利率的差异，我们估算公司 2010 年-2012 年 IT 连锁销售净利率为 2.09%、2.46%、2.96%。

图 11：宏图毛利率只有行业水平的一半

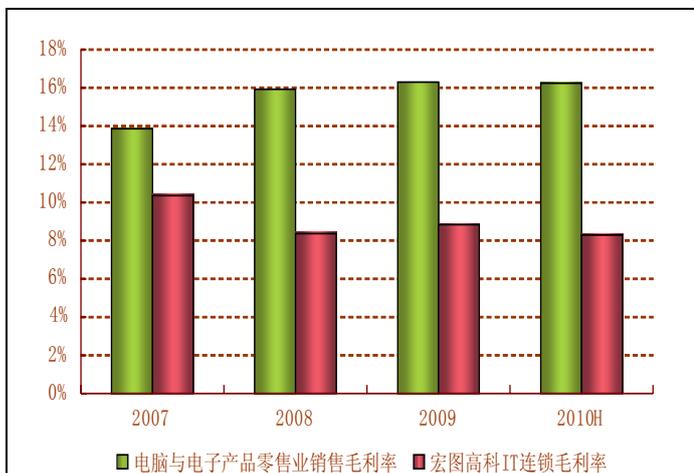
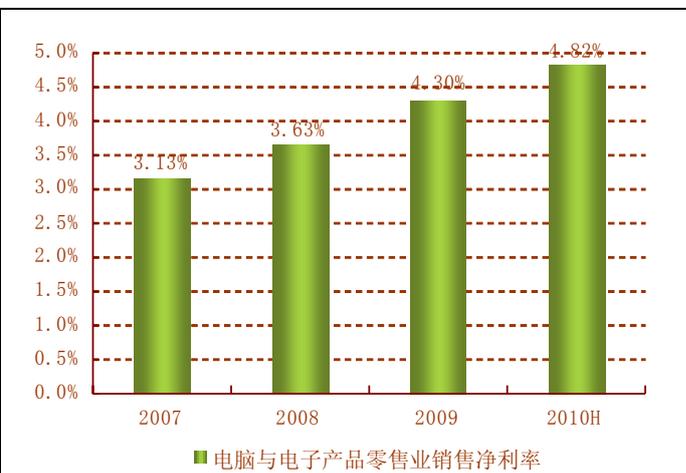
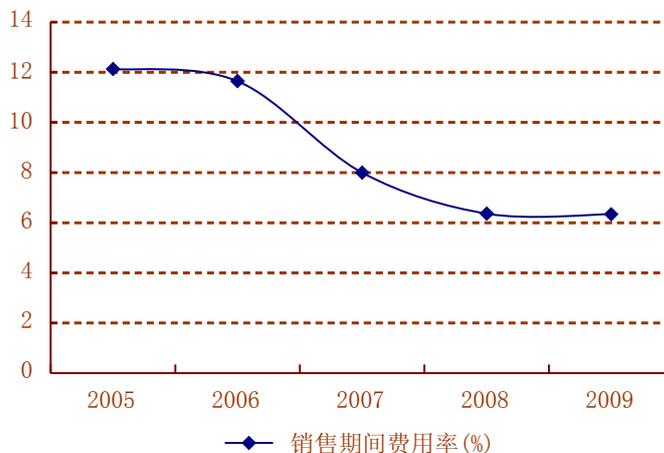


图 12：电脑与电子产品零售业销售净利率



数据来源：公司报告，南京证券研究

图 13：费用控制是销售净利率提升的保障



数据来源：公司报告、南京证券研究

表 2：IT 连锁业务 EPS 估算

	2010E	2011E	2012E
销售收入	10,067,171,341.70	15,415,008,493.65	23,611,827,325.44
销售净利率	2.09%	2.22%	2.59%
净利润	210,403,881.04	289,032,160.12	485,732,143.89
EPS	0.37	0.51	0.86

数据来源：公司报告，南京证券研究

4. 房地产业务、电缆制造业务、系统集成业务将会被逐渐淘汰

从历史数据来看，房地产业务、电缆制造业务、系统集成业务的毛利贡献逐年下降，2009 年的贡献度仅为 25.75%。

图 14：辅助业务微不足道，难以影响公司估值



数据来源：公司报告，南京证券研究

我们认为这三项业务的赚钱效应不足主要是以下三点：（1）在房地产业务方面，我们认为由于会计确认方面的原因，导致公司在今年上半年的收入确认上并没有体现出来。今年上半年预收账款增长 45%，主要系公司的子公司源久房地产公司预收的上水园一期房款所致。由于公司在房地产业务上具有很大的不确定性¹，在估值方面，我们保守仅对于目前较为确定性的上水园二期进行估值。上水园一期已完成销售（43424.89 平方）；二期 15.13 万平米下半年销售。

表 3：房地产业务保守估值²

	2010	2011	2012
面积(平米)	2.5	6.32	6.32
单价(元/平米)	18000	18000	18000
销售(亿元)	4.50	11.37	11.37
净利(亿元)	0.75	1.90	1.90
折现率(%)	0	1.8917	2.1667
折现(亿元)	0.75	1.86	1.82
合计(亿元)		4.43	
折合每股(元)		0.79	

数据来源：公司报告、南京证券研究

（2）在电缆业务方面，电缆行业产能过剩，毛利率仅能维持在 5%左右；但公司目前致力于电缆技术改造，生产中高压电缆,并且通过向上延伸产业链来稳定上游成本压力。中高压电缆的产能情况比 1-10KV 的低压电缆具有更好的市场前景。今年上半年在建工程期末数为 9,668,236.52 元，比期初数增长了 136.74%，

¹ 公司在上水园项目后，将退出房地产避免与三胞集团同业竞争

² 以 16.7% 的行业平均销售净利率测算

主要系公司 35KV 电力电缆技术改造投入增加所致。我们认为受到行业整体供需的影响，公司在这块业务上的赚钱效应不会很强；

图 15：国内光纤产能过剩

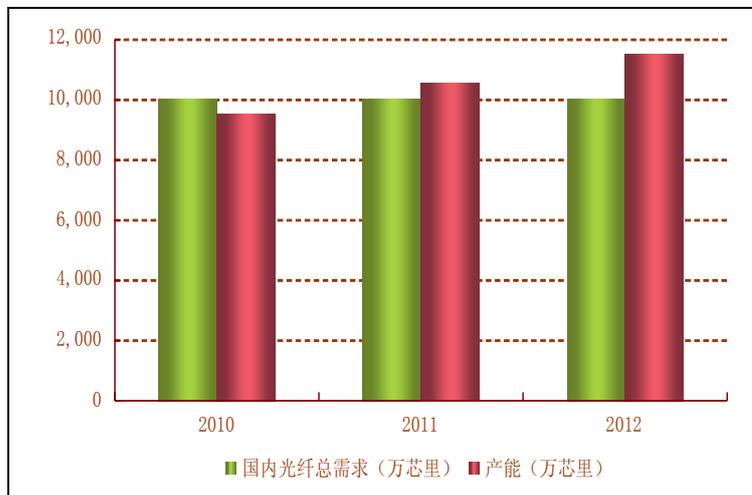
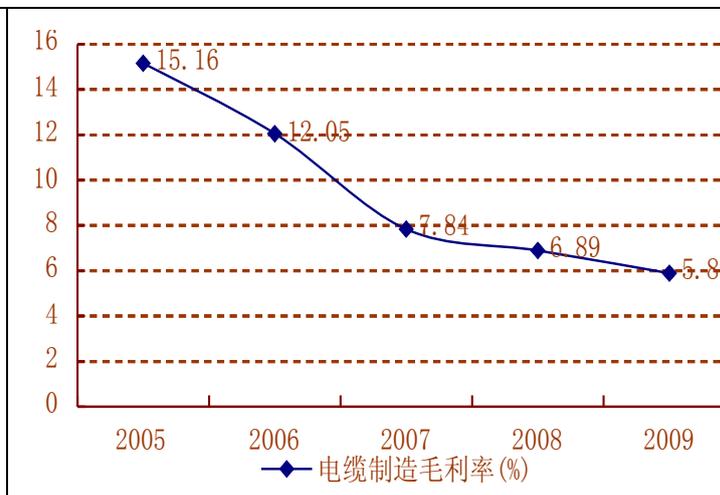


图 16：光缆低毛利率难以贡献利润



数据来源：公司报告，南京证券研究

(3) 系统集成业务虽然取得较为不错的毛利率，但市场空间并没有打开，毛利水平不足影响公司估值。通过对公司的实地调研，这块业务不是公司未来发展的重点。

图 17：系统集成毛利水平有限

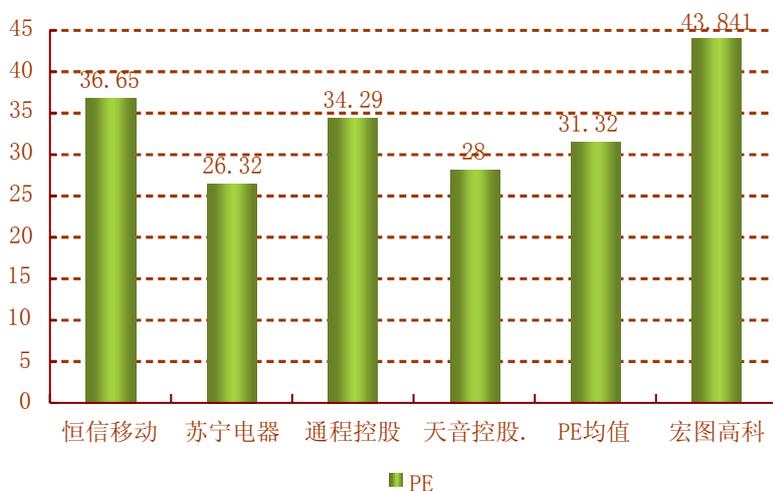


数据来源：公司报告，南京证券研究

综上简析，我们认为公司未来的主要盈利方向将是回归 IT 连锁主业。在本报告估值中，我们将忽略电缆业务和系统集成业务。

5. 在公司总体估值方面，我们主要针对 IT 业务、房地产业务以及华泰证券股权投资进行估值。其中，IT 业务预计 2010 年 EPS 为 0.37 元，基于公司未来的高成长性（52%的 CAGR）以及行业的估值水平，我们给予行业平均估值 25%的溢价——39X 的 PE；房地产业务估值方面，基于我们对这块业务的可持续性持怀疑态度，保守估计增厚公司每股 0.79 元的价值；华泰证券股权投资提升公司安全边际。公司目前持有华泰证券 2.64%的股权按，按照今年 6 月份以来 13.96 的收盘均价测算，将折合每股价值 3.65 元。综合看来，公司的合理估值应该在 18.9 元，给予“强烈推荐”评级。

图 18：消费电子零售行业 PE



数据来源：Wind、南京证券研究

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 预计 6 个月内涨幅大于 30%;
- 推 荐: 预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间;
- 中 性: 预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间;
- 回 避: 预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。