

双重压力之下的亮丽业绩

投资要点

今日宏图高科 (600122.SH) 公布 2008 年报, 全年实现营业收入 82.42 亿元, 同比增长 33.03%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.44 亿元, 同比增长 161.05%; 实现 EPS0.453 元 (按照 31920 万股摊薄), 扣除非经常性损益后的每股收益 0.242 元。

我们的观点:

- **整体业绩略低于预期**, 从全年每股收益 0.454 元的数字来看, 确实低于我们在《超市及专业连锁行业 2008 年报前瞻》中 0.52 元的预测。2008 年公司实现 82.42 亿元营业收入, 也大幅低于我们之前 123 亿元左右的预测。
- **原体外门店销售未能并表是销售低于预期主要原因**: 销售收入偏低的主要原因在于, 2008 年 A 股市场的大幅震荡使得原定于 2008 年中完成的定向增发延迟至 2009 年 1 月份才得以完成, 因而原体外浙江、北京等地的连锁业务收入和利润难以并入上市公司之内。事实上, 2008 年整个 IT 连锁业务 (含宏图三胞、浙江宏三及北京宏三) 的营业收入在 99 亿元左右; 加上制造及系统集成业务 22 亿元左右的收入, 3 块业务的整体收入在 122 亿元左右, 则与我们的预测 122.84 亿元相去不远。
- **双重压力之下, 连锁业绩亮丽业绩超越预期**: 虽然 0.453 元的 EPS 比我们预测的 0.52 元为低, 但是从扣除非经常性损益后每股收益 0.242 元来看, 则与我们对于宏图三胞连锁每股收益 0.12-0.13 元、制造业务每股 0.11-0.12 元的预测基本相符。事实上, 虽然 2008 年面对宏观经济危机导致市场增速和消费支出双双放缓、以及体外业务不能并表的双重压力, 年报披露宏图三胞连锁 2008 年净利润同比增长 92.53% 至 8473.85 万元, 还是比我们模型中 8283.94 万元的预测高出 2.29%。
- **门店快速扩张与稳健的内生式增长推动连锁业务成长**: 2008 年体内宏图三胞新增 10 家门店, 门店个数增长 13.5%; 却实现营业收入同比增长 44.34%, 显示了强劲的内生增长。2008 年公司在浙江、北京等新区新增 55 家门店, 同时 2009 年的外延式扩张仍将重点在这些新区展开, 我们预计这些新区的门店在 2009 将继续维持 8-10% 之间的同比增速。
- **稳健外延式扩张及费用率的控制是 2009 年主要看点**: 2009 年公司预计将新增 40 余家门店, 同比增加 22%; 考虑到老店 8-10% 左右的同比增长, 我们预计 2009 年整体 IT 连锁业务收入增长 27% 左右到 127 亿元。同时由于 40 余家新店将主要位于去年新进入的江西、福建、山东等区域, 我们预计费用率将得到较为明显的分摊。我们对于 2009 年摊薄后的 IT 连锁业务的 EPS 预测为 0.46 元, 制造业务 (含系统集成) 的 EPS 在 0.07-0.08 元; 房地产业务和华泰股权可能带来的收益目前由于不确定因素较多, 暂时难以作出精确预测, 但我们保守估计上水园项目如能实现结算, 将贡献 0.2 元以上的 EPS。目前 11.29 元的股价相对于主营业务 0.54 元 (0.46+0.07) 的估值为 21 倍, 我们维持买入的评级, 目标价 15 元。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭 洋

连锁行业高级分析师

8621 - 63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

王 佳

百货行业高级分析师

邓宏光

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 03 月 20 日) 11.29 元

目标价格 (6 个月) 15 元

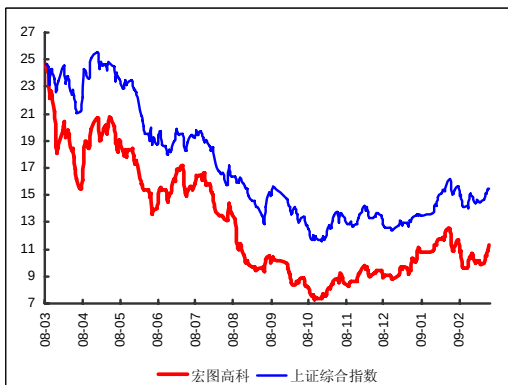
总股本/A 股 (万股) 44420/44420

国家/地区 中国

行业 专业连锁

报告日期 2009 年 03 月 23 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	百万	2008	2009E	2010E
营业收入		8243	15320	18825
同比(%)		33.03%	85.86%	22.88%
归属母公司净利润		144.48	244	325
同比(%)		161.05%	68.88%	33.19%
每股收益(元)		0.453	0.53+	0.72+
P/E		24.92	21.30	15.68

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《中国 PCWORLD 加速起航》	2007.12.19
《速度、品质和激情铺就成功之路》	2008.01.31
《农村包围城市切实可行》	2008.05.23
《其实是个超市, 价值已经低估》	2008.08.06
《电脑下乡, 宏图受益》	2008.12.31

受原体外 IT 连锁业务未能并表影响，2008 年业绩略低于预期

年报披露 2008 年全年每股收益 0.454 元，确实低于我们在《超市及专业连锁行业 2008 年报前瞻》中 0.52 元的预测。2008 年公司实现 82.42 亿元营业收入，也大幅低于我们之前 123 亿元左右的预测。

其中销售收入偏低的主要原因在于 2008 年由于 A 股市场的大幅震荡，使得原定于 2008 年中完成的定向增发延迟至 2009 年 1 月份才得以完成，因而原体外浙江、北京等地的连锁业务收入和利润难以并入上市公司之内。

事实上，2008 年整个 IT 连锁业务（含宏图三胞、浙江宏三及北京宏三）的营业收入在 99 亿元左右；加上制造及系统集成业务 22 亿元左右的收入，3 块业务的整体收入在 122 亿元左右，则与我们 122.84 亿元的预测相去不远。

表 1：公司各业务实际额与我们预测额的差异及原因

万元	2008 年实际业绩	同比增长	我们的预测	偏差率	偏差原因
宏图三胞收入	601767.05	44.34%	613447.97	-1.90%	18 亿流量机型销售在体内外各区域的分布不够明确
宏图三胞净利润	8473.85	92.53%	8283.94	2.29%	对于下半年费用率的降控偏于谨慎
制造业务收入（含系统集成业务）	222140.3	8.44%	234228.72	-5.16%	三季报之后对于制造业务的收入增速偏于乐观
整体营业收入	824245.75	33.03%	1228397.97	-32.9%	增发延后至 2009 年 1 月份使得原体外浙江、北京区域的 IT 连锁业务未能并表
整体净利润	14447.56	161.05%	16598.4	-12.96%	忽略了非经常性损益中所得税的抵扣因素

数据来源：公司公告，东方证券综合分析

双重压力之下，IT 连锁主业交出亮丽业绩

2008 年公司主营的 IT 连锁业务其实受到主观和客观两方面压力的冲击。客观方面，a. 由于受到宏观经济危机的影响，IT 及 3C 产品市场增速明显放缓；b. 同时消费者由于消费信心不足，消费支出也明显放慢；c. 惨淡市场之下竞争加剧，销售毛利率受到一定冲击；d. 加上雨雪、地震、奥运等因素，使得公司的销售及外延式扩张受到一定的冲击，集中表现在公司未能完成原定的 72 家门店的拓展目标，全年仅完成了 65 家门店的拓展；e. 房地产方面，由于市场的持续低迷，使得公司上水园项目去化慢于预期，未能于 2008 年内实现结算。主观方面，由于 A 股 2008 年内的巨大波动，公司原定于 2008 年中完成的定向增发延后至 2009 年初完成，使得原体外的浙江宏三、北京宏三的销售及利润未能于 2008 年内并表，上市公司的营业收入指标因而大幅低于预期。

但是即便在这样的双重压力之下，体内的宏图三胞连锁仍然交出了亮丽的业绩：收入同比增长 44.34% 到 601767 万元，净利润同比增长 92.53% 到 8473.85 万元。如果考虑 2008 年体内新增门店 10 家，仅占 2007 年底 74 家门店的 13.5%，则显示 2008 年成熟门店呈现了强劲的内生式增长，新门店也在新市场呈现了较强的竞争力和成长性。

稳健外延式扩张及费用率的降控带来的业绩增长是 2009 年的主要看点

2009 年公司预计外延式增长在 40 余家。考虑到当下宏观经济中存在较大不确定性，我们认为公司放慢扩张目标是一种稳妥、安全的做法。40 家新门店相对于现有 176 家门店仍然是 22.72% 的增量，如果我们考虑这些门店多数将在下半年开出，2007—2008 年间开出的门店同比增长在 8—10% 左右，则我们预计 2009 年整体 IT 连锁业务的收入增速在 27% 左右，达到 127.57 亿元。

同时，2008 年公司进入了山东、福建、江西等全新省份和安徽等次新省份，使得整个连锁业务的费用率出现了一定的上升。但是我们预计随着 2009 年 40 余家新店中的多数将在以上区域展开，则这些新区域一城一店的网络离散现象将得到较明显的改观、公司的市场份额和竞争力进一步提升，同时费用率将得到较为明显的分摊。

结合以上对于外延式扩张、内生增长、费用率以及毛利率、资本性支出等因素的假设，我们预计 2009 年并表、摊薄后的 IT 连锁业务能够贡献的归属于上市公司股东的净利润在 20690.91 万元，EPS 在 0.46 元左右；

制造业务实现收入 256369 万元左右，摊薄之后的每股业绩在 0.07-0.08 元之间；

房地产业务和华泰股权可能带来的收益目前由于不确定因素较多，暂时难以作出精确预测，但我们保守估计上水园项目如能实现结算，将贡献 0.2 元以上的 EPS。

目前 11.29 元的股价相对于主营业务 0.53 元（0.46+0.07）的估值为 21 倍，我们维持买入的评级，目标价 15 元。

分析师承诺

郭洋：连锁行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn