

做符合行业规律的事

投资要点

- **行业层面：做符合规律的事：**零售行业的显性功能是为终端消费者提供商品销售服务，其更主要的隐性功能是作为产业链上的一个重要环节，为上游的制造企业服务，帮助制造企业的商品去抵达终端消费者，帮助制造企业去了解终端市场的需求。因此，零售企业的业务模式和零售行业的发展状况一定要和上游制造业的特点和发展状况相匹配。基于这一理念，我们在寻找零售行业的投资标的时候，既要关注此时此刻业绩良好、快速发展的企业，更要寻找那些业务模式符合行业发展规律、拥有长远发展空间的种子企业。我们认为宏图三胞购销差价的模式和产品把握能力符合产品细分化、个性化的发展趋势；相较于传统渠道，宏图模式也暗合“制造与渠道”分离、以及渠道扁平化的发展趋势。符合行业发展的两大规律，宏图三胞未来成长应可以期待。
- **公司层面：最简单的模式是最好的模式：**我们认为宏图三胞总部统采+区域自采+门店引入的模式与一般连锁超市本质上并无区别，同样属于赚取购销差价的简单模式；相较于苏宁、国美目前运营家电产品的帐期模式，由于自己承担库存风险，对产品的把握通过自己采购深入到每一个单品，因此对渠道的控制力更强。我们认为宏图的 WDM 模式对应了 IT 产品的标准化、高技术含量特点，是目前国内最适合 PC、3C 产品的零售模式。
- **市场层面：极度分散的市场造就快速扩张机会：**从需求属性角度来看，PC 产品的特性已经逐渐向“类生产资料”、“类生活必需品”转变，刚性越来越高，同时也没有像苏宁、国美所运营的家电产品那样与房地产销售存在极高的相关度。从 2008 年的情况以及 CCID 的预测来看，市场仍然能够延续两位数的增长；并且从美国的行业发展经验来看，2000—2002 年整个 PC+家电市场的销售负增长反而也正是百思买这样的专业连锁渠道快速成长、市场份额快速提升的阶段，其中的原因就在于当市场出现萎缩的时候，首当其冲的是原本分布在各州各县的小型区域连锁企业，目前国内传统通路所受到的冲击也已经非常明显，为宏图三胞这样的连锁企业提供了整合市场的巨大机遇。
- **业绩方面：**我们预测 2009 年公司新增 40 家左右的门店，主要集中在去年新进入的省区，使得适当的外延式扩张和费用率的降控成为 2009 年的主要看点。我们预计 IT 连锁业务实现收入 118.57 亿元左右，净利润 2.07 亿元，EPS 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 11.32 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
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

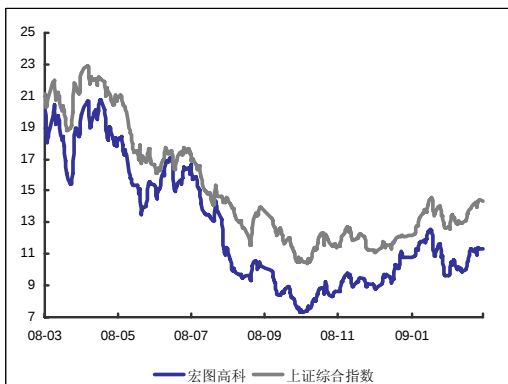
邓宏光

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2009 年 3 月 30 日）	11.32 元
目标价格（6 个月）	15 元
总股本/A 股（万股）	44420/44420
A 股市值（百万元）	5028
国家/地区	中国南京
行业	IT 数码连锁
报告日期	2009 年 3 月 31 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
《双重压力之下的亮丽业绩》	2009.03.22

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。

目 录

一、行业层面：做符合规律的事	3
1、宏图购销差价的模式和产品把握能力符合产品细分化、个性化的发展趋势	3
2、相较于传统渠道，宏图模式符合“制造与渠道”分离的发展趋势	4
二、公司层面：最简单的模式是最好的模式	5
1、其实是个超市	5
2、统购分销与门店盈利并不矛盾	6
三、市场层面：极度分散的市场造就快速扩张机会	7
1、PC 需求趋于刚性	7
2、市场仍在快速增长	8
3、市场极度分散提供整合机会	8
4、市场放缓是连锁企业的机遇	9
5、传统渠道加速衰退	10
6、与家电连锁有差异、有竞争，更多是合作	11
7、普及率提升、城市化进程提供长远发展空间	12
四、业绩预测：2009 年重点关注适当的外延式扩张以及费用率的控制	13

从 2007 年我们开始跟踪宏图高科开始，其中经历了从 15 元到 33 元的快速上涨，也经历了由于股价快速下跌使得原定增发价 16.32 元被迫调整的踌躇。随着 2008 年底定向增发的完成，可以说公司在 2008 年实现了一个相对完美的收官。随即在 3 月份公布的年报中，公司公告了 2008 年每股收益 0.453 元，其中主营业务收入贡献每股收益 0.24 元（其中宏图三胞业务净利润达到 8473.85 万元，同比增长 92.53%），基本符合我们对于公司业绩的预测，也应该说公司业务和业绩的快速成长印证了我们对于公司业务模式和核心竞争力的判断。我们从行业发展、产品特性和企业绩效的角度出发，长期看好宏图高科所代表的 3C 连锁行业未来的发展潜力，更看好作为行业优秀代表的宏图高科的投资潜力。本文回顾了我们过去一年的报告中一些核心观点，也结合了当下的市场环境来对公司连锁业务做了一些最悲观情况下的假设，为投资者提示其业绩的安全边际。

行业层面：做符合规律的事

一直以来我们对于零售行业的一个基本观点是，作为一个服务性行业，零售行业的**显性功能是为终端消费者提供商品销售服务**，其更主要的**隐性功能是作为产业链上的一个重要环节，为上游的制造企业服务，帮助制造企业的商品去抵达终端消费者，帮助制造企业去了解终端市场额的需求。**

因此，零售企业的业务模式和零售行业的发展状况一定要和上游制造业的特点和发展状况相匹配，太过超前或滞后，可能都会局限企业的长期发展空间，难以实现可持续发展。基于这一理念，我们在寻找零售行业的投资标的时候，既要关注此时此刻业绩良好、快速发展的企业，更要寻找那些业务模式符合行业发展规律、拥有长远发展空间的种子企业。

宏图购销差价的模式和产品把握能力符合产品细分化、个性化的发展趋势：我们对于家电+3C 产品市场的一个基本判断是**产品层面的细分化和品牌层面的集中化同时进行**。一方面，竞争加剧，市场份额进一步向具备技术、品牌优势和营销能力的企业集中；另一方面，由于技术含量的逐步提升、以及产品的不断个人化，市场上的单品越多（尤其是数码产品），而每个单品的市场总量在下滑（需求量+单价同时下滑）。换句话说，产品越来越“狭窄”，越来越细分。

这种市场发展的大趋势必然对于零售企业对于单品的把握能力提出越来越高的要求，需要企业去了解、预测未来产品、技术的发布趋势、终端客户的需求变化、原材料及成品的价格变化趋势等。

如果我们对比 10 年前的家电企业和如今的数码制造企业，我们会发现，10 余年前长虹、海尔等的崛起也正是我国彩电、洗衣机等家电商品快速普及的阶段，单个主流型号在全国的销量以百万计，制造企业迅速占领全国市场份额的秘诀就在于量，比的是谁的产能大、谁的代理渠道铺得广，而产品层面基本是同质化的，技术差异不大；也正因为量大、差异小，因而单品毛利难以提升，渠道更主要的是靠提高购销规模来赢利；也正因为上游的产能大，产品又标准化，因而苏宁国美这样的连锁模式可以快速全国扩张，而各地地区分散零散、没有规模、不能帮助上游快速出货的交家电、百货家电部模式快速衰落；而现如今的 3C 和数码产品其竞争的核心在于技术和品牌、营销，单品的市场规模都越来越小，因而制造企业更倾向于提高毛利率来赚钱。理论上来说，“规模与毛利率”两者之间又有一个长久存在的悖论，规模大、大众化的产品毛利低，规模做不大、个性化的毛利率会高。因此产品的细分化、个性化其实与已经有了很大网络规模、整个体系为薄利多销的模式而塑造的家电连锁存在一定冲突，形象地说就是“大拇指玩黑莓”，可能很难适应，家电连锁更适应的是做主流机型，做量；而宏图三胞这样的企业一方面长久以来的模式就是进销差价、统购分销，对于 3C 和 PC 产品的解读和把握能力存在优势，而且网络规模尚小，门店销售人员的配比比家电连锁为高，因此可以更好地完成高毛利单品的销售。

相较于传统渠道，宏图模式符合“制造与渠道”分离的发展趋势：制造企业运营渠道是过去商业流通不发达、中国各区域市场差异较大形成的独特现象，但是从长远来看，制造与渠道分离是一个必然的趋势，也是我们所说的专业化的应有之义。

目前依附于电脑城的散户模式,本质上是制造企业经销体系的延续,并非独立存在的一种零售渠道。其本质的问题在于,形不成规模,因而对上游没有议价能力。这其中的逻辑有几点:

- a. 各自独立经营,柜台与柜台之间赤裸裸地价格竞争,毛利压得低,做得比较辛苦,市场一有波动,倒闭一大批;但是这倒没有妨碍业外人士前赴后继,因为,电脑城的人气很旺,貌似很赚钱,投资又小;
- b. 经营手段主要依靠柜台销售人员的口头营销,完全依靠每一个销售员的个人营销技巧,因而难以复制,也就行不成规模;
- c. 柜台销售的产品种类,主要取决于消费者的现场需求,以及上游代理的发货,自身对于产品的把握空间不大,所以只有运用转型、话术等手段来被动地追求毛利率。

另一方面,制造企业心中也有自己的考量,电脑城的零售柜台,是省代、市代等一级级代理下来的第3或者第4以上的层级,这繁复的层级给制造企业带来的问题有:

- a. 跌价风险:层层往下铺货,货到终端可能需要较长的时间,周转更慢,加大了期间的跌价风险;
- b. 管理风险与管理成本:无论是铺设代理商渠道还是自己的分公司体系,均需要投入巨大的资金和管理资源,同时还存在着管理失控、服务质量下降等问题;尤其是一些中小型的数码产品制造企业,市场份额尚小,资金薄弱,却又希望能够快速扩张,成为全国品牌,显然慢慢地建设渠道并不符合他们的需求;
- c. 市场响应风险:渠道的作用在于两个方面,出货和市场信息反馈。多层级的体系带来的直接弊端就是响应速度的下降。研发、营销部门对于终端市场的需求偏好变化、销售数据和竞争对手的动向可能难以及时把握,因而也难以迅速作出反应,可能形成市场份额下滑的风险。而且在产品生命周期越来越短的当下,市场响应慢带来的风险也越来越大。
- d. 市场份额的风险:传统渠道单体规模小、难管理,投入产出比低,尤其是摊薄到每一个产品上的营销、管理成本高于能够大规模出货、抢占市场份额的连锁渠道。

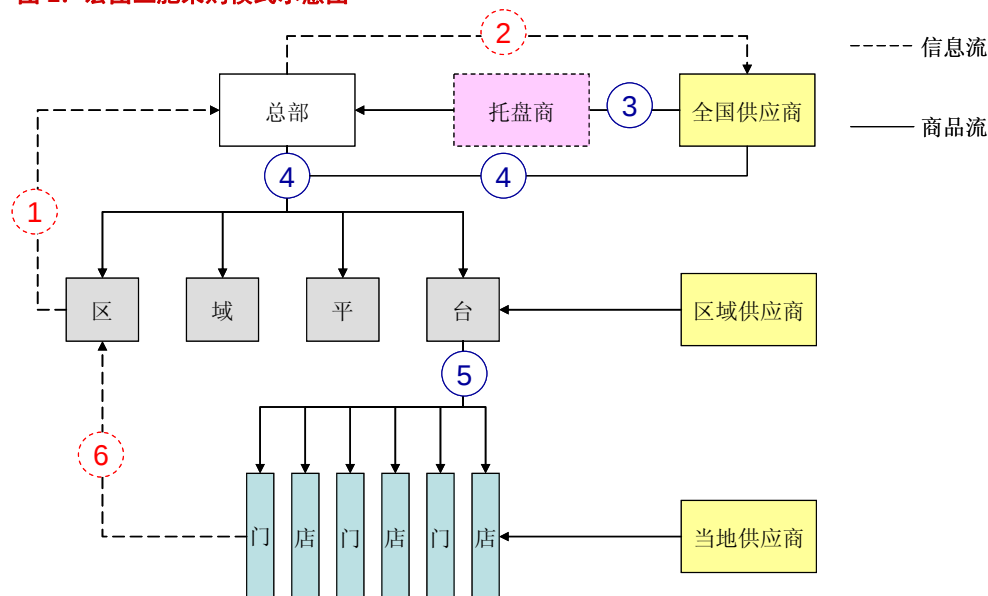
当然,电脑城的散户模式在目前的市场条件下,其存在也具备一定的合理性,主要表现在:

- a. 价格具备竞争力。不可否认的是,目前和专业连锁相比,电脑城的业主由于固定成本、费用较低,并且存在通过不规范经营手段来规避税费,因此体现在价格上,具备一定的优势,比较适合目前占据多数的价格敏感度高的客户;
- b. 由于不能复制,没有规模,因此电脑城散户的存活之道就在于积极推动高毛利商品的销售。从销售人员的配比来看,终端柜台投入的销售资源高于宏图三胞、更高于家电连锁,基本能够做到一对一的销售,销售人员积极推动消费者“转型”,因而高毛利的品类销售占比最高。对于制造企业而言,在用低毛利的流量机拼市场份额的同时,自然也需要有些高毛利的机型来提升整体的毛利率。所以从

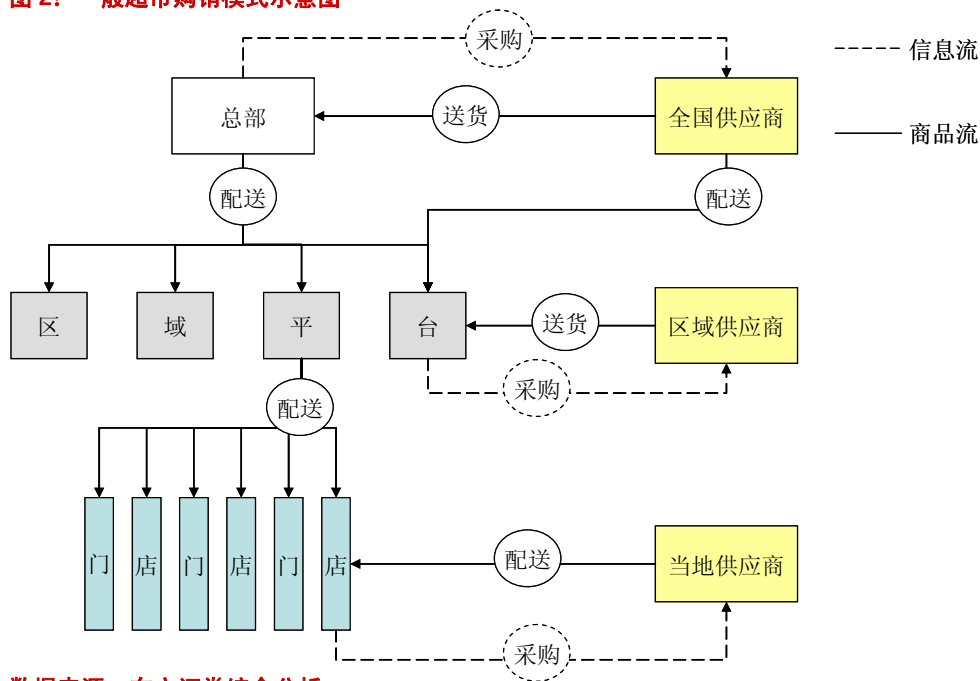
综合以上分析,我们认为宏图三胞目前所进行的IT连锁业务,符合行业专业化、扁平化的两大规律,未来具备广阔的发展前景。

公司层面:最简单的模式是最好的模式

其实是个超市:在去年8月份的报告《其实是个超市,价值已经低估》中,我们对于宏图三胞的模式进行过比较详细的解析,如下图1所示,我们认为宏图三胞最核心之处就在于它的统购分销的模式,本质就是一个超市的模式,与日常生活中所去的超市的差别仅在于产品,以及由于产品的技术特点对后台体系的较高要求。

图 1：宏图三胞采购模式示意图


数据来源：东方证券综合分析

图 2：一般超市购销模式示意图


数据来源：东方证券综合分析

通常来看，宏图三胞购销的流程如上图 1 所示，首先区域平台根据市调和区域门店销售数据的分析向总部采购部提出商品需求，包括品牌、型号、价格、促销方案、竞争对手的价格、促销信息等，总部商品部门综合分析后向全国性的供应商提出采购。供应商向总部发货，由总部向各区域配送至门店销售。其中另一种情况是，总部和供应商谈妥一个一揽子采购/包销方案，从而获得相对低的采购价格、专有的型号、更多的促销支持和更高的返利。中间也有可能涉及到托盘商如神州数码、联强国际等的参与，也即宏图三胞和供应商谈妥采购细节，由托盘商按照协议供货，宏图三胞付出

1-1.5%的资金成本，获得 30-60 天不等的帐期，2008 年宏图三胞采购中借助托盘商的比例为 30% 左右，也就是说，尽管市场普遍的共识是 IT 连锁上游的厂家非常强势，多数要求款到发货，但是在达到一定规模之前，宏图三胞可以通过托盘商来转嫁这部分资金压力。

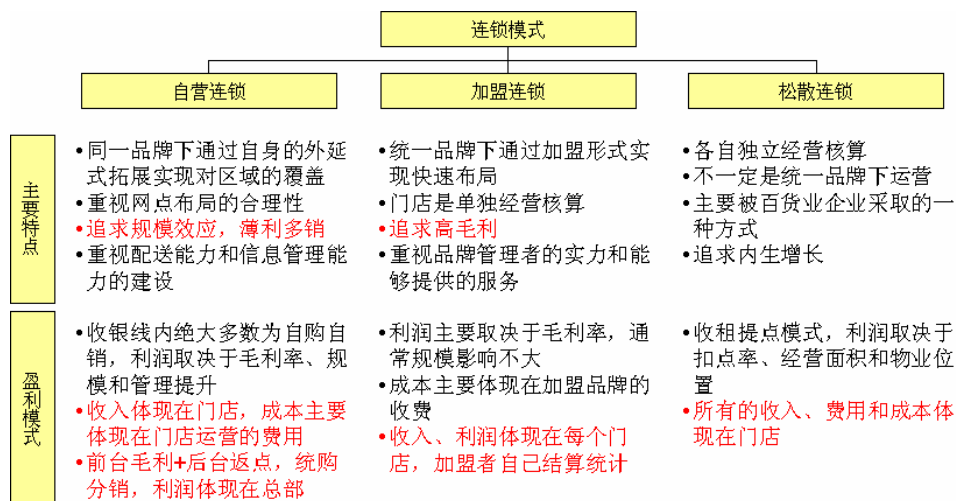
当然，除了总部采购的商品之外，区域平台也存在根据区域需求特点向区域供应商采购一部分商品的权限。而相对于全国供应商而言，这部分供应商相对弱势，也希望借助宏图三胞的全国网络向外拓展，因而宏图三胞可以获得更好的销售支持和采购条件。

另外，除自营（自购自销）之外，在部分门店中还存在着一小部分引入的当地供应商专柜（通常门店内一般有 3-5 节柜台）。这部分主要集中在一些竞争激烈、利润较薄、单品繁复的品类上，如 MP4 等小数码和摄像头等小配件。引入这部分供应商的主要考虑是减少商品管理的精力、错开与场外灵活小经销商的竞争，同时满足消费者对这类品类多样性的需求。目前主要出于控制售后服务风险的考虑，宏图三胞对这部分当地供应商的选取和管理比较严格。

从购销流程的角度来看，宏图三胞非常简单，与图 2 所示的一般超市并无二致，都是采购、配送两条主要的商品流动线条，其主要差别在于区域采购的权限和区域品牌的比重，国内的区域超市可能超过 80% 销售占比的商品都来自于区域采购的区域品牌。而在宏图三胞，其对应的上游基本都是全国性的制造品牌，因而采购主要集中在总部，更能体现出规模采购的效应。同时这样的模式相较于苏宁、国美目前运营家电产品的帐期模式，由于自己承担库存风险，对产品的把握通过自己采购深入到每一个单品，因此企业对于渠道的控制力更强。

统购分销与门店盈利并不矛盾：我们一直遇到的另一个疑问就是，算不清楚单个门店的盈利状况，因而对于整体的业绩难以把握。这是对于连锁行业一直以来的一个主要的质疑。我们认为，这也正是自营连锁这一模式的魅力所在。

图 3：连锁模式对比



数据来源：东方证券综合分析

通过对比我们发现，算不清楚每个门店的盈利状况与自营连锁这一模式的核心竞争力有关系。自营连锁模式最强调的是规模效应，是能够以多大的采购规模获得多大的采购优惠和多高的返点率。因此统一采购是必然的选择。相对应的，作为毛利的一部分，返点体现为总部的收入；而各门店作为销售活动的发生地，对自己的收入、费用有了解和控制力，因而前台利润理论上是可以核算的，但是由于后台返点较难逐个门店配比，因此造成市场的以上疑惑。

整体而言，我们认为宏图的 WDM 模式对应了 IT 产品的标准化、高技术含量、周转快等特点，是目前国内最适合 PC、3C 产品的零售模式。

市场篇：极度分散的市场造就快速扩张机会

2008 年我们经历了席卷全球的金融危机，A 股的震荡也造成了财富的缩水，加上对于未来经济形势不甚明朗的预期，使得国内消费者进一步捂紧了口袋，直接体现在社会消费品零售总额增速和消费者信心指数的下滑上。

另一方面，专业连锁的龙头企业苏宁电器由于受到房地产销售大幅放缓的影响，业绩也出现了较为明显的下滑，2008 年四季度开始甚至出现了同比负增长的现象，使得投资者担忧，规模较小的宏图三胞的业绩会不会受到这场危机的冲击，毕竟笔记本电脑的需求弹性比鸡蛋大米大了很多。

所以我们遇到的一个主要疑问就是，2009 年会怎么样，市场的放缓对于宏图三胞会有怎样的冲击？

PC 需求趋于刚性：首先，从需求属性角度来看，我们认为 IT 产品的需求和食品、服装等日常消费品的驱动并不相同，也没有像苏宁、国美所运营的家电产品那样与房地产销售存在极高的相关度。

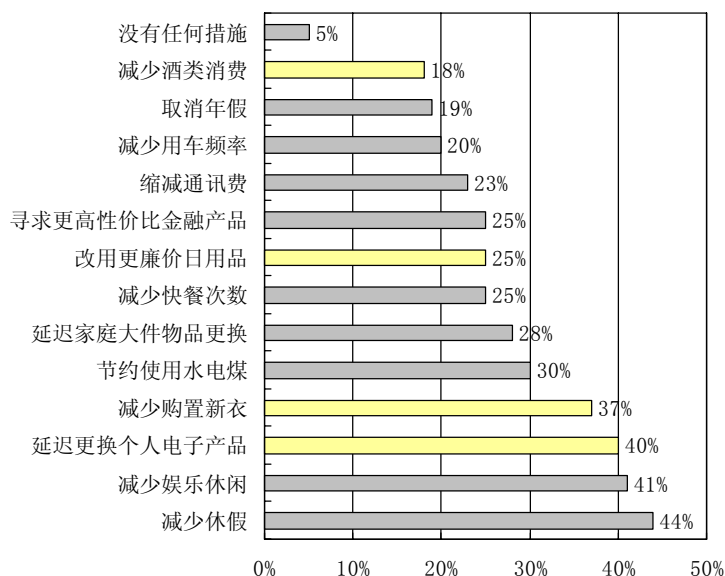
图 4：IT 产品市场需求特点和其它产品并不相同

	食品	品牌服装	家电	IT 产品
需求主因	生存需要 纯粹自己消费和感受	身份体现、提升形象、自我认知 自己消费，为别人所感受	丰富视听享受、简化家务劳动、提升生活品质 纯粹自己消费感受	办公、丰富娱乐生活、加强信息沟通、提升个人专业技能 自己消费，共同感受
需求频率和驱动因素	每天，但是需求量和人口以及收入水平相关，基本波动不大 个人需求	不定，需求量和购买力相关，受时尚潮流等因素影响，波动较大 个人需求	5-10 年，和家庭数目、房地产销售等相关，也受到技术更新的驱动 家庭需求	受到技术更新、技术/服务标准变更、家庭数目、企业需求的共同驱动 个人需求+家庭需求+办公需求
市场容量	2006 年全国城镇食品支出为 17958.11 亿，同比 2005 年上升 9.63%，预计这一增速将维持	2006 年全国城镇服装支出 5205.08 亿，同比 2005 年增长 15.67%，品牌服装可能占比 1/3 左右	按照中怡康的统计数据，2006 年为 3031 亿，2007 年为 3484 亿元，预计 2008 年同比增长 11.08% 到 3870 亿元左右	按照中怡康德统计数据，2006 年为 3470 亿，2007 年为 3945 亿元，预计 2008 年增长 10.52% 到 4360 亿元左右

数据来源：国家统计局、中怡康数据，东方证券综合分析

PC 产品的特性已经逐渐向“类生产资料”、“类生活必需品”转变。目前 PC 的需求主要来自几个方面 a. 中小企业、网吧等场所用于工作生产产生的需求 b. 学生上学、升级前的购置 c. 用于游戏、设计等专业用途 d. 家庭购置需求；也就是上表中所说的“个人需求+家庭需求+办公需求”。其中从我们实际观察到的情况来看，a、b 类的需求较为刚性，仍然是目前需求的主流；而 c、d 类的需求虽然有其弹性，但是它们的弹性主要体现在时间的可延续性上，也就是说，可以推迟消费，但并非绝对不需要。尼尔森最近对国内消费者所做的调研结果也显示了个人电子产品需求的这种弹性属性。

图 5：经济危机下消费者的举措显示超市和专业连锁商品需求属性的差异



数据来源：AC Nielson，东方证券综合分析

市场仍在快速增长：其次，即便 2008 年我们经历了金融危机、自然灾害的冲击，PC 及 3C 产品的价格也在快速下滑，但是整个市场仍然维持了两位数的增长；从 CCID 的预测来看，未来数年整个市场仍将维持在两位数的增速。

图 6：PC 需求增长略有放缓但仍维持在 2 位数

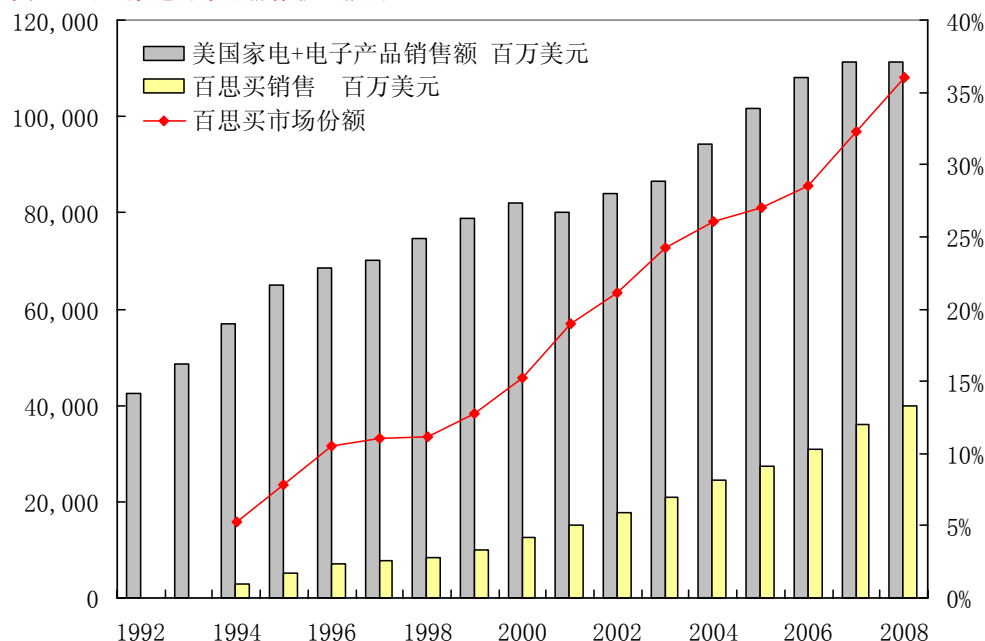
	整机台数 (千台)	增长率 (%)	DIY (千台)	增长率 (%)	整机销售金额 (亿元)	增长率 (%)	DIY销售金额 (亿元)	增长率 (%)
2006A	29359	-	6860		1409.2	-	308.62	
2007A	37281	20.30%	7899	15.14%	1731.6	18.80%	355.45	15.20%
2008A	42836	14.90%	9050	14.58%	1965.7	13.52%	399.06	12.27%
2009E	48747	13.80%	9897	9.35%	2205.5	12.20%	441.76	10.7%
2010E	54840	12.50%	10748	8.60%	2445.9	10.90%	482.62	9.25%
2011E	60102	9.60%	11420	6.25%	2691.2	10.05%	519.44	7.63%

数据来源：CCID，东方证券综合分析

市场极度分散提供整合机会：再次，从市场份额的角度来看，PC 及其周边附设、以及数码产品的市场非常大，宏图三胞目前在市场中的份额仍然很低，严格意义上也只是一个主要分布在沿海富裕省市的区域连锁企业。按照上图中 CCID 提供的数据，宏图整个 IT 连锁体系 90 个亿的销售额中，PC 销售约在 75 亿元左右，在全国整个 PC 市场 2400 亿元的规模中，占比只有 3.13%。所以说，除非宏观经济明显放缓、实际购买力显著下降，否则现阶段宏图三胞作为一个市场份额仍很低的渠道企业，不会受到明显的冲击。

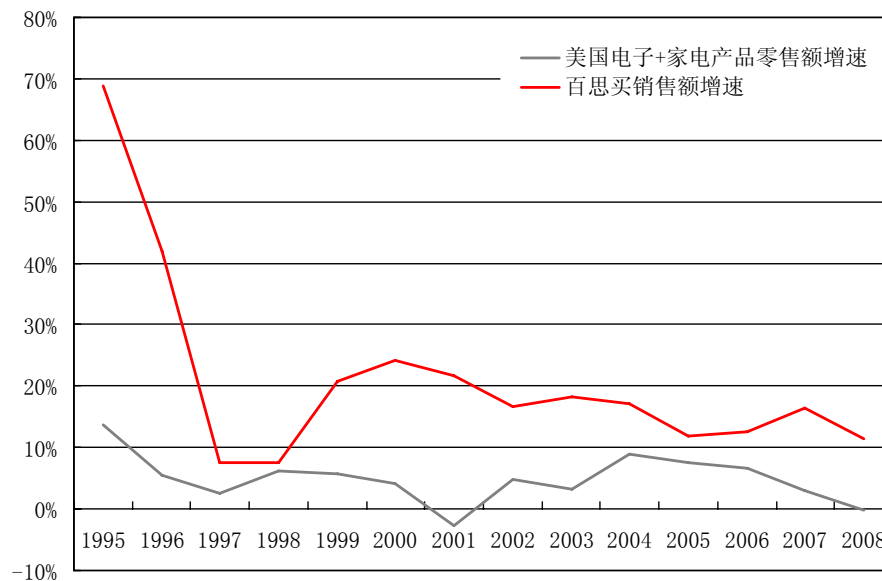
市场放缓是连锁企业的机遇：从美国的行业发展经验来看，2000-2002 年整个 PC+家电市场的销售负增长反而也正是百思买这样的专业连锁渠道快速成长、市场份额快速提升的阶段。我们认为其中的原因就在于中小零售渠道受到经济危机的冲击较百思买这样的大型连锁企业更为明显；当市场出现萎缩的时候，首当其冲的是原本分布在各州各县的小型区域连锁企业，它们要么是倒闭，要么是成为收购的对象。

图 7：专业渠道的市场份额快速提升



数据来源：WIND，公司公告，东方证券综合分析

图 8：美国市场低迷时反而是百思买成长最快的阶段



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

传统渠道加速衰退：从竞争的角度看，事实上，国内的传统零售通路在这次危机中受到的冲击也许比我们想象的更为严重。搜狐财经、中关村在线等媒体就此曾有过大量的报道，在此不再赘述。

- <http://it.sohu.com/20081103/n260399393.shtml>, 《诚信缺失 中关村传统电脑卖场面临“崩盘”？》
- <http://tech.sina.com.cn/it/2008-12-09/01202635100.shtml>, 《风暴眼中的中关村：客流量少了三分之一》
- <http://tech.sina.com.cn/it/2008-12-09/01252635115.shtml>, 《华强北出现转租潮：销量平均下滑 30%》
- <http://tech.sina.com.cn/it/2008-12-22/02122676296.shtml>, 《中关村海龙首次降租并改变租金年付制》
- <http://digi.it.sohu.com/20090116/n261791600.shtml>, 《变局中关村，电脑城持续多年“繁荣”神话终结》
- <http://digi.it.sohu.com/20090116/n261795982.shtml>, 《中关村商家调查：仅三成表示“生意好做”》
- <http://tech.sina.com.cn/it/2009-02-18/10012834499.shtml>, 《广州 IT 商圈部分商铺空置：销售额同比减少 30%》

在我们身边的八佰伴太平洋、百脑汇、海龙电子城，从近期调研的情况来看，均已出现较为明显的空租现象。我们认为，未来的情况可能会更糟，原因在于，当制造企业普遍出现盈利下降甚至亏损的时候，企业一方面希望压缩销售、管理费用，这其中首先受到冲击的会是原先投入大量营销资源，但投入产出比较低的传统通路。如果我们持续观察可以发现，从去年下半年开始，在太平洋、百脑汇门外举行的路秀次数已经大为减少，反倒是拉客抢客现象日益严重。其次，如果利润不能保证增长，那么制造企业希望能够保证自己的市场份额和排名。能够以较低的管理成本实现快速出货的只有苏宁、国美、宏图这样的大型连锁企业，这其中必然带来产品、政策、资源向连锁渠道的倾斜。

与家电连锁有差异、有竞争，更多是合作：从与苏宁、国美的竞争关系来看，我们认为基于对产品特点的理解力的运营体系仍是宏图三胞与家电连锁的主要差别，也是短期内家电连锁难以跨越的一个技术门槛。

作为消费者，我们走进苏宁、国美与宏图三胞的门店的感受并无太大差别，同样都是数十台的 P C 出样，开架销售，有售后服务，有配送服务。但是我们所看不到的后台体系恰恰是两者之间的主要差别所在。

IT 产业和产品的专业化特性，决定了相关企业必须在对行业深入理解的基础上建立与之相匹配的业务运营能力，包括后台的组织流程、人力资源、绩效考核、商品管理、采购管理、物流配送等体系，集中体现在采购模式、结算模式、基于对产品特性与趋势的理解力而形成的谈判能力和选型能力、商品流转管理方法、售后服务能力、上游制造企业对两种渠道因其资质不同而不同的定位与产品政策等诸方面。

苏宁国美的核心竞争力在于供应链管理，关键在于大规模采购形成的高议价能力和占用供应商帐款。但是这两种家电零售渠道的核心能力与 IT 零售市场的现状和 IT 产品的特点并不匹配。以上差别作为一个系统工程，是家电连锁难以通过简单的资金投入快速解决的行业门槛。

从上游制造企业的角度来看，苏宁、国美的最大优点在于各自具备 1000 家左右的门店网络，能够快速针对主流消费者销售主流机型；问题在于柜台配备的销售人员较为薄弱，难以推动高毛利机型的销售。

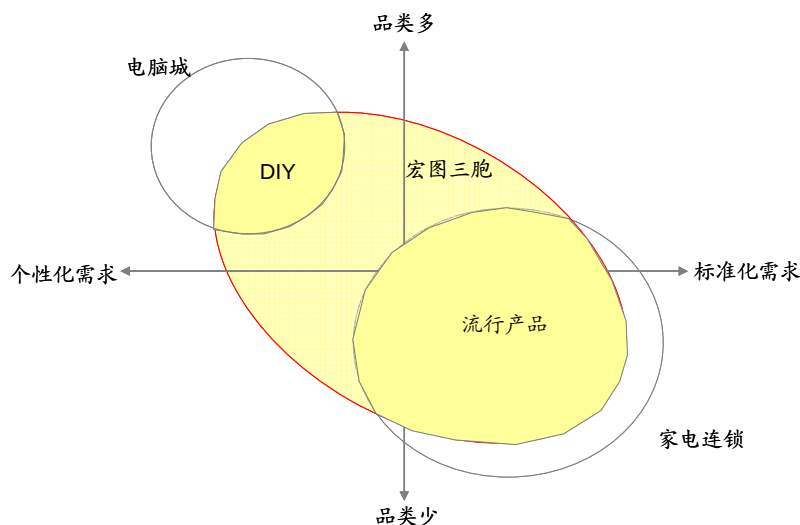
图 9：家电连锁与宏图三胞的主要差异

	家电产品特点	IT产品特点	企业绩效
大规模采购	- 产品标准化程度高 - 价格变化频率较低	- 差异化、专业化需求比例较高 - 价格变化频繁，渠道对价格管理能力不强	大规模采购、定制包销模式难以适应价格的快速变动，库存风险极大
利用帐期	- 连锁企业已基本垄断渠道，对制造商议价能力强，票据支付可以延至半年 - 直采为主，不存在强势分销商这一层级	- 市场集中程度较低，制造商、分销商均很强势 - 周结、月结为主，很少采用票据支付的方式	挤压供应商利润的模式在制造商、分销商强势的市场下难以推进
高效配送	家电产品体积大，要求零售企业具备很强的物流配送能力	IT产品普遍具有体积小、重量轻的特点，以消费者自提为主，对送货的要求不高	物流配送优势难以获得加分
售后服务	售后服务相对单一，以安装、调试、保养为主，不能形成新的利润来源	- 售后服务专业性强，可能成为重要利润来源 - 需要专业技能很强的服务团队	难以提供专业化的售后服务

数据来源：东方证券综合分析

我们相信，苏宁电器这样的优秀零售企业在未来会凭借其巨大的门店网络，占据比宏图三胞这样的专业连锁更大的市场份额，成为消费者最主流的购机渠道。但是在这之前，还需要投入巨大的资源和时间成本来提升对 PC 和 3C 产品的理解和把握力，同时建设相匹配的后台体系，因此中短期内，苏宁、国美和宏图三胞在门店层面的竞争客观存在，但是企业层面更主要地体现为产品、定位和运营区域的差异化，并非最直接的价格竞争。

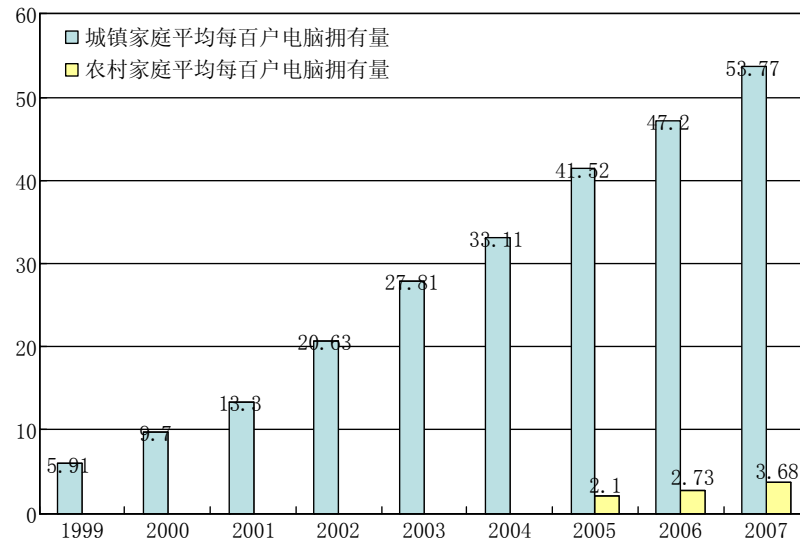
图 10：未来市场份额预测



数据来源：东方证券综合分析

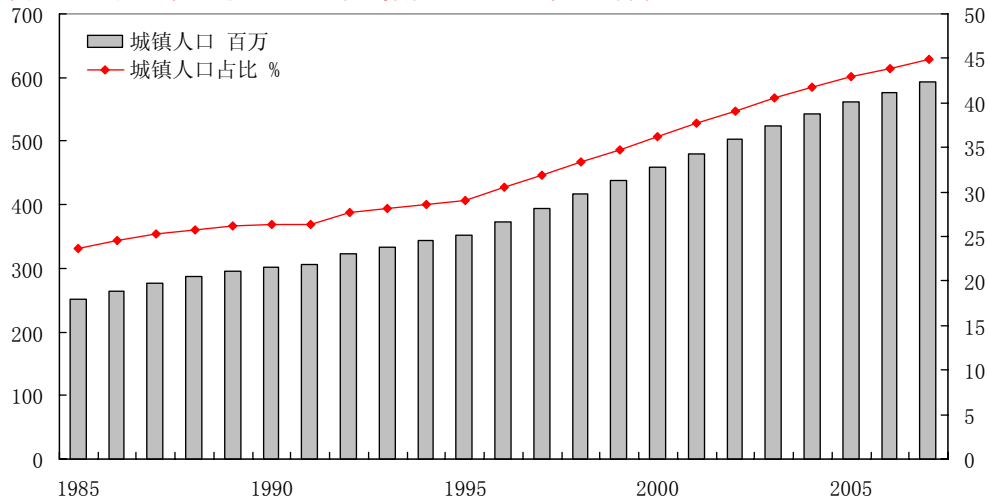
普及率提升、城市化进程提供长远发展空间：从长远来看，我们目前的电脑产品的普及率，无论是在城乡，仍处于较低水平，随着收入水平的提升，城市化进程的不断深化，以及 PC 越来越向生活必需品、生产资料的特性转变，我们预计未来仍具备较大的提升空间

图 11: PC 普及率仍处于低位 台 / 百户



数据来源: WIND, 东方证券综合分析

图 12: 我国城市化进程的不断深化将推动 PC+3C 市场的需求



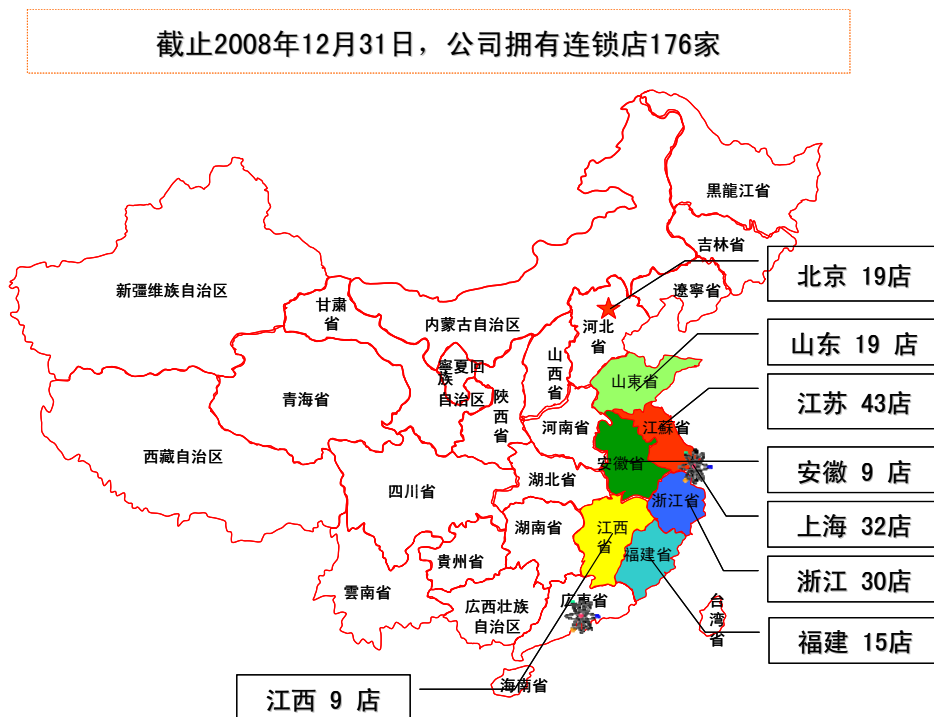
数据来源: WIND, 东方证券综合分析

整体而言，在市场足够大、且保持较快增长的前提下，我们认为制约宏图三胞业绩的最主要原因还是在于宏图三胞自身，目前阶段这一因素主要是宏图三胞的规模，怎么样能够和苏宁、国美这样的连锁企业一起从目前仍占据市场 90% 左右份额的传统渠道那里抢夺到市场份额，多快能够越过 300 家的规模临界点，从而获取更高的谈判能力和毛利率。2010 年之后则才可能是通过内部管理提升净利润水平的阶段。

业绩预测：2009 年重点关注适当的外延式扩张以及费用率的控制

到目前而言，176 家门店的宏图三胞仍然是一个规模偏小的区域连锁企业。我们认为从区域纬度上来看，华南、四川、重庆、东北、华中等省市的富裕的二三线城市为公司未来扩张提供了巨大的空间。

图 13：公司门店主要集中在沿海富裕地区，外延式扩展空间巨大



数据来源：公司数据，东方证券综合分析

从我们目前交流到的情况来看，2009 年公司预计将开设 39 家新门店，主要集中在已有门店的成熟区域，其中，北京区域（含山东省）新增 11 家门店、原体内（江苏、安徽、上海）新增 15 家新门店、浙江区域（含福建、江西、广东）新增 13 家门店。

从数字上来看，39 家新门店的拓展速度较 2008 年新增 67 家门店拓展速度明显放慢，其中主要的原因在于 2008 年底完成的增发募集资金仅在 3 亿左右，原规划用于后台建设、电子商务、产能扩张等用途的资金未能募齐。考虑到当下宏观经济中存在较大不确定性，我们认为 2009 年公司放慢扩张速度，停下来对前两年的新门店进行一些调整，提高门店经营质量是一种更为稳妥、安全的做法。

从收入增长的角度，39 家新门店相对于现有 176 家门店仍然是 22% 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 29% 左右，预计将达到 118.57 亿元左右。

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 贡献 在 0.46 元左右。

（我们同样对 2009 年的业绩作了最坏情况下的测算，将模型中新增门店的预测设置为 25 家，全部集中在下半年开业，同时假设公司关闭 10 家旧门店，全年可比门店增长设置在 3%，则全年实现收入为 107.47 亿元，同比增长约为 19%；同时假设费用率、毛利率与 2008 年基本持平，如此情况下，连锁业务贡献的 EPS 为 0.38 元左右。我们相信全年净增门店仅为 15 家、同时费用率、毛利率没有任何改观的情况在 2009 年应属极小概率事件，我们相信 0.46 元的业绩应该属于已经偏于保守的预测。）

制造业务方面，我们延续了之前较为谨慎的预测，预计全年制造业务实现收入 256369 万元左右，同比增长 15%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 11.32 元的股价相对于主营业务 0.53 元（0.46+0.07）的估值为 21 倍，在专业连锁中处于较低的估值水平，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。

王佳：百货行业高级分析师

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。

邓宏光：研究主管

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