

宏图高科(600122)调研报告

领跑 IT 连锁, 腾飞尚需资金

首次评级

信息技术/电脑与外围设备

2009 年 6 月 5 日

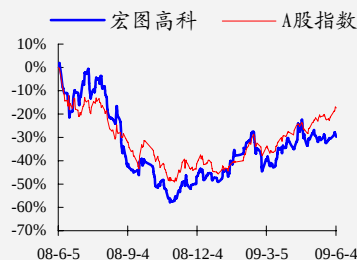
投资要点:

- 公司主营宏图三胞计算机连锁销售, 是目前国内最大的专业化 IT 连锁卖场。2008 年公司连锁业务实现营业收入 90.7 亿元, 门店家数达到 176 家, 分布在江苏、上海、安徽、浙江、福建、江西、北京、山东等六省二市。
- 从国外来看, 专业连锁是 IT 销售的发展方向。从国内来看, 目前传统的电脑城仍然是主流, 专业连锁凭借较为完善的售后服务以及较高的诚信度开始逐步抢占市场份额。但是苏宁、国美等家电卖场、电脑城仍然具有很强的竞争力。
- 公司在 IT 销售领域经营多年, 积累了丰富的行业经验, 优秀而稳定的管理团队是公司难以复制的竞争优势。同时公司专业化的红色快车售后服务为产品销售提供了强大的支撑。
- 面对不确定的市场环境, 2009 年公司将采取在优势区域深挖渠道、完善门店布局; 在新区域增加布点, 扩大市场接触面的较为稳健的开店策略。
- 虽然 IT 专业连锁模式的发展前景诱人, 但是从中短期来看, 我们认为相对于几千亿的市场容量, 公司 90 亿营业收入所占市场份额仍然较小, 持续增长的确定性还有待观察, 给与连锁业务 25 倍 PE 比较合理, 公司 A 股对应合理价格为 12 元, 2009 年公司房地产业务有望增厚每股收益 0.10 元左右, 所以综合我们给予公司目标价位 15 元, 首次给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	824,246	34.25	14,448	159.16	0.32	9.52	26.56	
2009E	1,246,632	51.25	21,528	49.00	0.48	13.1	21.48	
2010E	1,514,428	21.48	25,984	20.70	0.58	13.2	18.8	
2011E	1,881,928	24.27	32,099	23.53	0.72	14.5	14.67	

走势图



市场数据

2009-6-4

收盘价:	12.12 元
52 周最高价:	18.18 元
52 周最低价:	6.96 元
平均持仓成本:	12.09 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	44,420
流通 A 股 (万股):	44,420
每股收益 (元):	0.07
每股净资产 (元):	5.07
每股经营现金流 (元):	0.17
市净率:	2.39

分析师: 罗旷怡

吴雁

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

目 录

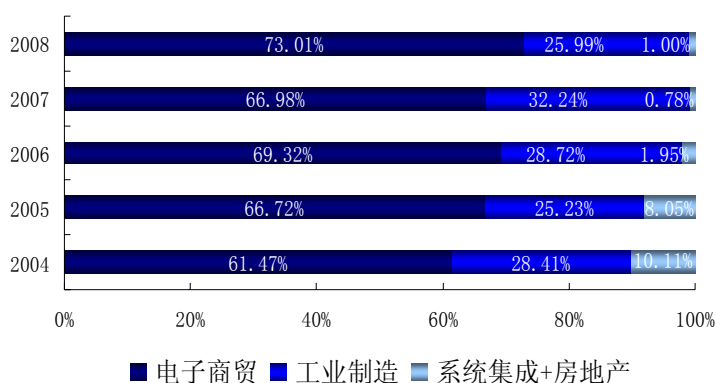
1、公司简介	3
2、IT 销售的市场格局	4
3、公司 IT 连锁业务发展情况	5
3.1 公司连锁门店布局	5
3.2 公司核心竞争优势	6
3.2.1 优秀而稳定的管理团队	6
3.2.2 专业化的红色快车售后服务	6
3.3 多业务联合发展	7
3.3.1 重点扩展 SMB 客户群	7
3.3.2 DIY 兼容机	8
3.3.3 流量机业务	8
3.3.4 宏图自有品牌	8
4、工业及房地产业务将逐步萎缩	8
5、费用控制较好、规模效应逐步体现	9
6、盈利预测与投资评级	10

2009年5月27日我们对宏图高科进行了调研，与公司总裁助理陈军先生进行了深入的交流，对公司业务发展现状以及发展前景有了初步的认识。

1、公司简介

宏图高科（以下简称公司）总部位于南京，1998年上市后主营业务为DVD机、数字机顶盒、光电线缆等电子数码视听产品的生产及销售。2004年原控股股东江苏宏图电子信息集团将所持股份转让给江苏三胞集团及其一致行为人后，公司的主营业务变更为以宏图三胞IT连锁业务为主，兼营光电线缆生产、系统集成以及房地产。

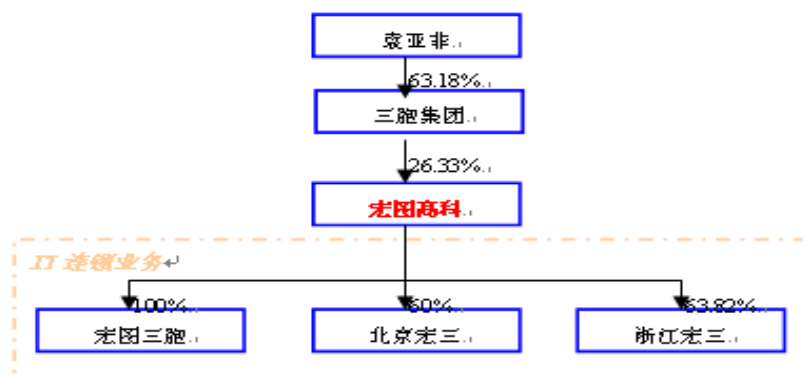
图 1：近 5 年公司主营业务构成



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

目前公司的主营业务载体为宏图三胞连锁门店，主要经营台式电脑、笔记本电脑、OA 附件、通讯、辅件、外设等消费类电子产品。2009年非公开增发完成后，公司现持有宏图三胞 100%的股权、北京宏三 60%的股权以及浙江宏三 63.82%的股权，大股东三胞集团的 IT 连锁业务已全部注入上市公司。

图 2：公司股权结构及 IT 业务组成

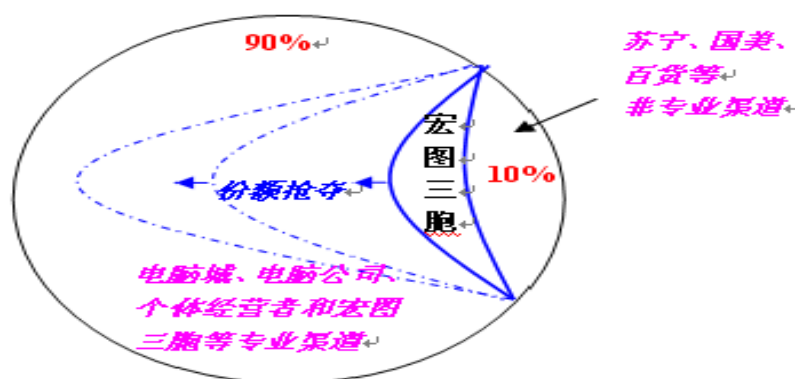


数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2、IT 销售的市场格局

公司主营发展方向是将 IT 实现连锁化销售，以取代目前传统的电脑城以及个体商户的销售模式。2008 年宏图三胞销售收入 60.17 亿元，同比增长 46.36%，同时宏图三胞的门店数达到 84 家，已具备一定的经营规模。虽然从国外发展历程来看，IT 连锁是 3C 产品销售的主流方向。但就国内现状而言，我们认为 IT 连锁销售成为市场主导还需要较长的时间。

图 3：IT 销售市场格局以及未来演变



数据来源：东北证券金融与产业研究所

我们了解到，目前传统电脑城、个体工商户和专业连锁渠道占据了 IT 产品销售 90% 的市场份额，其他 10% 被苏宁、国美、百货商店等非专业渠道所占据。电脑城是伴随着中国 IT 产业逐步成长起来的，拥有比较稳固的消费群体，虽然其店铺专业性不高，但灵活的定价机制以及较为低廉的价格是其竞争的利器。同时我们看到 IT 生产厂商也乐意将电脑城作为重要的销售渠道，其中也不乏联想、方正、华硕、惠普等品牌专卖。由此可见，传统电脑城似乎也在逐步缓慢地向专业化靠拢。同时也不能忽视苏宁、国美等强势零售商可能对 IT 业务的重视和加强，这些巨头虽然主打传统家电销售，但其自身体量以及品牌知名度已经具备了先发优势，如果未来进行 IT 业务专业化细分的话，将成为潜在强劲的对手。

表 1：现有 IT 销售渠道市场份额以及优缺点

	市场份额	优势	劣势
宏图三胞	5%	集中度高，具有专业化，诚信度有保障，售后服务健全	品牌认知度和产品丰富度优势不明显，价格没有优势
电脑城	85%	产品种类繁多，选择范围广，价格比较灵活	缺乏诚信服务，质量难以保证，时常采用欺骗的手段，采取恶性竞争
苏宁、国美、百货店	10%	品牌认知度高，消费便利，信誉度较好	产品种类较少，选择范围较小

数据来源：东北证券金融与产业研究所

与竞争对手相比，公司专业连锁的主要优势是诚信度有保障，售后服务健全。例如公司红色快车服务拥有近 1800 名专业工程师，分布在各个宏图三胞 PC 连锁店，为消费者提供后续的个性化服务。

3、公司 IT 连锁业务发展情况

3.1 公司连锁门店布局

截至 2008 年底，公司共有 176 家宏图三胞 PC 连锁店。2009 年受金融危机的影响国内 IT 消费需求下滑，公司也对此采取了相应的对策。2009 年前 5 个月公司主要以门店调整为主，关闭了一些物业成本高和销售不高的店面。目前公司连锁门店共 161 家，平均单店营业面积 1000-1200 平方米。公司店面分布大致可以分为 2 个纬度；即在地理位置上可以分为 IT 商圈店、传统商圈店、社区商圈店；在销售规模上可以分为旗舰店、一线店、二线店等。

表 2：公司门店分布维度

维度	分类
所处商圈的经济性质	IT 商圈店、传统商圈店、社区商圈店
销售规模/综合程度	旗舰店、一线店、二线店……

数据来源：东北证券金融与产业研究所

从门店的区域分布情况看，公司超过 50%的门店在一线城市，主要在江苏、安徽、上海、北京、浙江等沿海发达地区。金融危机对发达地区的影响较大，而 3、4 线城市尤其是苏北地区，IT 产品保有率较低，新增刚性需求较稳定，受经济危机影响较小。

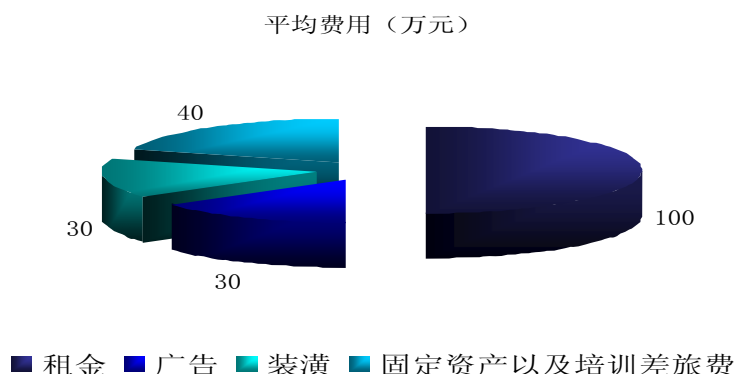
表 3：公司 IT 连锁主要覆盖地区

	覆盖区域
宏图三胞	江苏、安徽、上海
北京宏三	北京、山东、天津、河北
浙江宏三	江西、浙江、福建
力图突破	华南、湖南、湖北

数据来源：东北证券金融与产业研究所

面对纷繁复杂的市场环境，2009 年公司开店更为慎重和稳健，采取了成熟地区补缺、新开区域加强布点的双发展战略，主要侧重于在 3、4 线城市加大门店扩张的力度。目前在成熟区域新开的店面一般 2-3 个月便可实现盈利，而在新进入地区通常需要 6 个月到 1 年的时间。

图 4：公司新开门店费用组成



数据来源：东北证券金融与产业研究所

3.2 公司核心竞争优势

3.2.1 优秀而稳定的管理团队

公司是国内较早进入 IT 专业化连锁销售领域的企业，并致力于推动专业连锁成为 IT 的主流渠道。公司长久以来注重人才培养，以技术为导向，工程师为基础培养管理团队，同时采取联合办学等手段进行人才储备，且公司高管层也比较稳定，管理水平较高，这也是公司核心竞争力的一部分。

IT 连锁销售与黑白家电连锁在物流、仓储、配送都有明显不同，更注重产品的周转速度和对市场的判断能力。公司管理层无疑在这方面更具有专业能力。同时，公司非常注重内部管理流程的规范，制定了 200 多道标准的操作流程，有利于提升内部集约化管理的效率。我们认为整个管理团队是难以复制的竞争优势。

3.2.2 专业化的红色快车售后服务

在 IT 产品销售过程中，售后服务是最重要的核心竞争力之一，而专业化连锁销售区别于其它渠道的重要方面就是品质保证以及完善的售后服务。公司在这一点上拥有明显的“先发优势”。公司“红色快车”专业维修保养团队拥有近 1800 名工程师，分布于 161 家门店，这些工程师将为客户提供个性化的 IT 维修保养服务。而“红色快车”的专业特性，又可以为公司带来额外的增值收入。

OA 附件是公司利润较高的业务，毛利率可达到 30% 左右，主要产品为鼠标、摄像头、杀毒软件、防辐射贴膜等，公司希望将其作为“红色快车”专业服务的附属产品，逐步推向市场。公司从 2008 年 5 月开始运作，到 2008 年底已实现 1800 万左右的净利润，其盈利能力可见一斑。

在衍生服务方面，公司在金华与中国电信展开了业务合作，即中国电信进入宏图三胞的门店，将电信用户所遇到的电脑问题外包给“红色快车”，同时利用公司门店带动上网卡、天翼手机、上网本的销售。目前，公司已服务于金华电信 6 万客户，由电信支付每户每月 5 元服务费，即每月为公司带来 30 万元的收入。公司立

足点是希望通过类似的合作扩大消费群体,同时扩大红色快车的市场接触面和影响力。公司已计划在全国范围内推广该业务模式,并为此成立了运营商管理本部,目前包括南京在内的一些城市已经进入商谈阶段。这种与运营商的密切合作边际成本较低,不需要更多的投入,且宏图三胞拥有实体店和“红色快车”支撑,对于双方来说都是很好的选择。

图 5: 专业化服务为公司销售提供强大支持



数据来源: 东北证券金融与产业研究所

3.3 多业务联合发展

3.3.1 重点扩展 SMB 客户群

公司将大力发展 SMB 客户（中小企业客户）群,据了解目前国内中小企业的电脑普及率仍较低,仅有 10%的企业大范围使用计算机办公,5%的企业使用 ERP 系统,因此挖掘 SMB 客户的消费潜力还有很大的空间。公司 2008 年 SMB 业务收入已占到主营业务收入的近 10%,2009 年公司将全面推进 SMB 业务,计划收入占比提升到 30%。我们认为,SMB 业务的市场空间虽然很大,但开发难度同样较高。SMB 业务是公司未来持续增长的重要引擎和利润增长点。

表 4: SMB 业务发展分析

宏图三胞	面对压力	竞争手段
● 机遇: 中小企业多,电脑普及率低 ● 目标服务范围: 以实体店为中心辐射至三公里半径内的所有企业 ● 考核指标: 客户签约率、二次购买(服务)率	● 现有竞争者: 联想、戴尔等专业品牌也已开始进入 SMB 业务 ● 潜在竞争者: 苏宁、国美等覆盖范围越来越广,且有做好配套服务的实力,对宏图三胞构成潜在威胁 ● 下游企业: SMB 客户对价格敏感度较高,为宏图三胞业务开展和盈利状况造成压力	● 手段: 定期提供免费升级、杀毒、建立局域网等专业服务,进而与企业保持长久联系,赚取企业耗材、配件等二次消费 ● 问题: 公司提供的服务相对行业内其他竞争者来说比较普遍,唯一的优势在于公司依托连锁店,实现更深更广的布局,尤其是在 2、3 线城市,因此,公司需要更多店铺的支持

数据来源: 东北证券金融与产业研究所

3.3.2 DIY 兼容机

宏图三胞以 DIY 兼容机起家，从当前市场消费结构来看，随着品牌机和笔记本电脑的普及，DIY 市场已经逐步被边缘化，但市场仍有部分对高配、特配的刚性需求。目前 DIY 产品销售额占公司营业收入的 6%-7% 左右，占比较小，但毛利可保持在 10% 左右，盈利能力较强，未来将会保留并维持市场规模。

3.3.3 流量机业务

流量机业务实质就是代理批发业务，并不是公司主要业务类型，但 2008 年收入占比达到 20%。我们预计今年该比例不会超过去年，主要是由于这块业务的随机性较高，基于市场环境的变化，2009 年公司会相应减少规模。流量机业务在付款时有一定的账期，可为公司换取一定的现金流，填补现金缺口，但毛利率较低，对公司的利润贡献有限。

3.3.4 宏图自有品牌

公司经营的自有品牌“宏图电脑”涵盖了台式机、笔记本电脑、上网本等多种产品，与其它品牌比，宏图电脑的优势主要为价格低廉。由于自有品牌的产业链比较完整，中间没有利益分流，因此毛利率较高，可维持在 12%-13% 左右，目前此项业务占 90.7 个亿的营业收入的 6%-7%。我们认为，这块业务属于公司独有，如果经营得好，也具有较好的发展前景。

表 5：公司 IT 业务分类情况

	销售占比	毛利率
常规销售	55%	8%-9%
SMB 业务	10%	/
DIY 业务	7%-8%	10%
流量机	20%	1%-2%
宏图自有品牌	6%-7%	12%-13%

数据来源：东北证券金融与产业研究所

4、工业及房地产业务将逐步萎缩

公司制造业 2008 年为公司贡献了不到 4000 万的利润，受到经济危机影响，公司订单大量减少。且公司此项业务主要针对中低端用户，以中低压电缆生产为主，并无高压电缆业务，因此，其发展受到一定局限，也很难受益于国家 4 万亿振兴规划的需求。公司对这块业务的规划是保持稳定的收益。

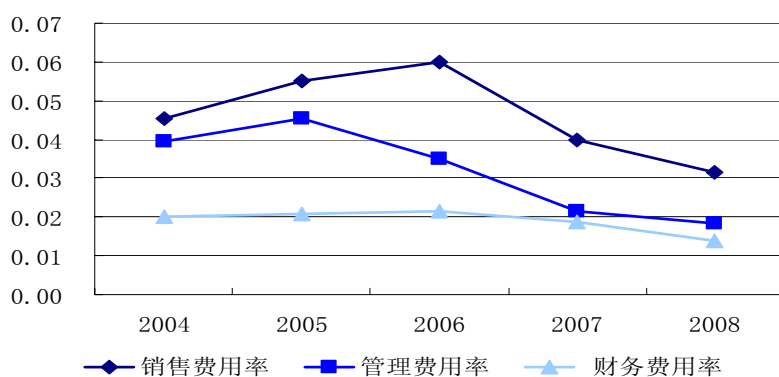
房地产方面，宏图水上园共 400 套住宅，已售出 70%，收入预计在 2009 年能够确认，公司今年有计划开发二期工程，有做别墅的计划。公司土地拥有量约 240 亩，其中可建面积达 180 亩，现一期已开发 50 亩，尚有 130 亩待开发。公司的房

房地产业务今年预计能实现 4000 万净利润，贡献每股收益约 0.10 元。发展房地产业务的主要目的也是为了以房地产利润支持公司连锁产业的发展。但从资金层面考虑，公司房地产业务并不具备长期发展的条件。

5、费用控制较好、规模效应逐步体现

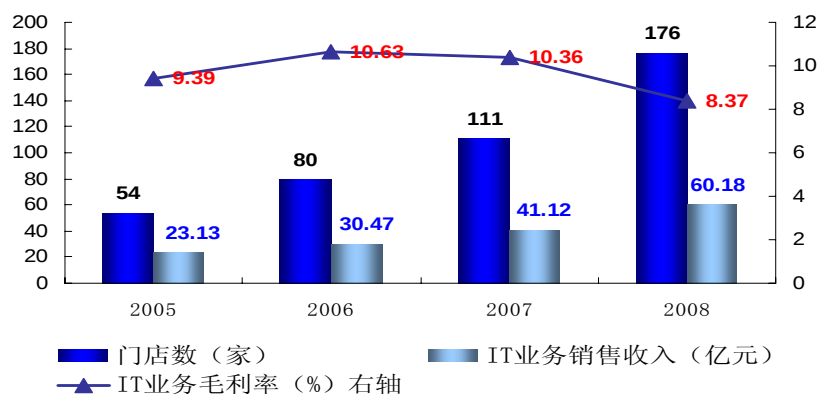
公司期间费用控制较好，销售费用率在行业内处于较低水平，2008 年三项费用率为 6.37%。在广告费用上，公司主要采用与厂商合作，由供应商支付相对的广告费用。考虑到 IT 消费群体的特性，公司的广告多采用网络形式，也降低了费用。

图 6：公司近 5 年三项费用率变化情况



数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

图 7：公司连锁门店家数、销售收入及毛利率变化



数据来源：东北证券金融与产业研究所

随着公司门店数量的逐步扩张、覆盖范围及销售规模扩大，公司对上游供应商的议价能力已经有所提高。尤其是在 3、4 线城市，宏图三胞这种专业连锁的优势已经有所体现。目前公司对品牌的操控能力和操作手法在国内都比较先进，通过一

定的销售手段，对不同品牌采取不同的谈判策略，从而提高毛利率。同时，公司计划逐步提高 2、3 线品牌的销售份额，这类品牌要求合作的愿望迫切，公司可赚取更高的利润。公司 IT 业务毛利率在 8%-9%，在行业内已经属于较高的水平，随着外延扩张以及集约化管理效率的提升，IT 毛利率有上升的空间。

公司持有华泰证券 3.28%（1.48 亿股）股权，相当于每股含 0.33 股华泰证券，2008 年得到 3291.9 万分红。2009 年资本市场明显好于 2008 年，估计公司这部分股权的投资收益也将超过 2008 年的水平。

6、盈利预测与投资评级

考虑到经济环境的不确定性，我们假设 2009 年连锁门店扩张速度有所放缓，全年新增店面 15 家，2010、2011 年分别新增门店数为 50 家。2009 年我们假设公司可比店面增长 3%，2010、2011 年店面增长率提高到 5%和 10%，公司的 IT 毛利率维持稳定。同时工业以及系统集成业务也保持稳定。在不考虑房地产业务的情况下，我们预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.48 元、0.58 元和 0.72 元。

表 6：公司盈利预测表

报告参数	2008A	2009E	2010E	2011E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业收入	824,246	1,246,632	1,514,428	1,881,928
营业成本	756,710	1,144,181	1,389,589	1,726,366
营业税金及附加	1,974	3,117	3,786	4,705
主营业务利润	65,562	99,334	121,053	150,857
销售费用	25,978	37,399	45,433	56,458
管理费用	15,046	21,193	25,745	31,993
财务费用	11,436	9,973	12,115	15,055
资产减值损失	758	0	0	0
公允价值变动损益	-71	0	0	0
投资收益	4,086	3,000	3,000	3,000
营业利润	16,359	33,769	40,760	50,351
营业外收支净额	8,865	0	0	0
利润总额	25,224	33,769	40,760	50,351
所得税	5,831	8,442	10,190	12,588
净利润	19,393	25,327	30,570	37,763
少数股东权益	4,945	3,799	4,586	5,664
归属母公司权益净利润	14,448	21,528	25,984	32,099
每股收益	0.325	0.485	0.585	0.723

数据来源：东北证券金融与产业研究所

虽然 IT 专业连锁模式的发展前景诱人，但是从中短期来看，我们认为相对于

几千亿的市场容量，公司 90 亿营业收入所占市场份额仍然较小，持续增长的确
定性还有待观察，给与连锁业务 25 倍 PE 比较合理，公司 A 股对应合理价格为 12 元，
2009 年公司房地产业务有望增厚每股收益 0.10 元左右，所以综合我们给予公司目
标价位 15 元，首次给予谨慎推荐评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209