



受益家电以旧换新超出预期

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)	郭 洋	商贸行业高级分析师
目标价	22 元		8621 - 63325888 x 6073
报告日期	2009 年 12 月 17 日 星期四	王 佳	商贸行业高级分析师

事件：近日我们调研了宏图三胞在江苏苏州和常熟的数个门店，交流显示从 9 月份开始的家电以旧换新活动对公司销售和毛利率的提升超出预期。苏州 2 店下半年同店增长在 20% 以上，全年 12% 以上，常熟旗舰店到目前为止，销售同比增长 32.23%。

我们的观点：

- **电脑将是本次以旧换新政策下最受益的品类之一：**逻辑有 3，a. 家电的普及始自十余年前，存量巨大，未来数年间将处于持续的以旧换新周期，而 PC 的普及始于数年前，存量小于常规家电的存量； b. PC 的技术更新换代较快，推动 PC 的更新频率快于常规家电产品； c. 旧家电换新家电时，部分新家电存在限价，而不是可以全额抵扣上限的 400 元，电脑产品可以。
- **宏图的受益超出预期体现在量和毛利率两个方面：**从调研的情况看，苏州市区两个店通过以旧换新优惠购买的 PC 占 PC 销售占比的 30%-40%，高峰时可以达到 50%；常熟旗舰店的占比可以达到 60% 左右；过去几个月中这项政策有个逐渐被消费者知晓的过程，我们预计在二三线城市，明年随着以旧换新的全面铺开，这个比率会进一步提升；从销售总量看，门店反映 9 月份以来以旧换新带动的增量在 10% 以上，因为原来宏图三胞部分 PC 的价格和周边电脑城的价差也就在 4% 的税点左右，现在平均单机价格 4000 元的 PC 补贴 400 元之后，等于 9 折优惠，而电脑城是没有以旧换新资质的。另一方面，400 元的优惠由国家补贴，宏图三胞的毛利率由于价格竞争的减少反而有所提升。
- **手机以旧换新力度偏小，主要限于企业行为，效果有待观察：**目前部分省市在行业协会的主导下已经在苏宁、国美、大中等家电连锁展开手机以旧换新，整体而言，活动力度偏小（限额在数十元至三百元不等，且抵扣时有部分限制条款）；主导方为各地家用电器行业协会，还不是完全官方的政策行为，从拆借企业的角度来看，废旧手机回收受益不如回收大型家电。对于零售企业，我们相信会带来手机出货量的显著增长，但是其对于毛利率的影响有待观察。
- **明年以旧换新全面铺开，宏图高科受益会更明显：**目前家电以旧换新仅在 9 个省市开展了 3 个多月，拉动销售 100 多亿，我们预计明年全面铺开之后，对 PC 零售龙头企业宏图高科的销售拉动会更加明显，甚至有可能因其价格优势的趋于明显而成为其与同区域电脑城的经营分水岭。
- **维持全年盈利预测和买入评级：**我们预测 2009 年宏图三胞业务摊薄后 EPS 为 0.35 元，2010 年 EPS 0.5 元，制造业摊薄后 EPS 为 0.06 元，房地产项目结算 0.11 元，目前公司 16.67 的价格扣除 华泰证券股权 带来的约 7 元安全边际之后，仅对应于连锁业务 2010 年业绩的估值是 20 倍左右，显著低于零售行业目前 28 倍左右的估值。我们维持买入的评级，目标价 22 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。

分析师承诺

郭洋：商贸高级分析师

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：商贸行业高级分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn