

宏图高科(600122)

研究员: 耿焜 执业证书编号: S0570510120045

☎ 025-83290907 ✉ gengkun4055@126.com

🌐 http://t.zhangle.com/4035

公司转型仍在继续, 待看未来业绩释放

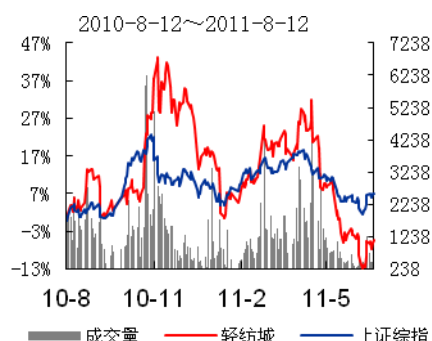
投资评级: 推荐(维持)

零售 II

当前价格(元): 5.81

目标价格(元): 7.15

股价走势图



相关研究

1《宏图高科(600122): 依托电子商务业务 打造优质 IT 连锁商》2011.3

投资要点:

◆ 公司 2011 年前三季度营业收入同比增速为 18.62%, 销售费用率比去年同期增加 1.26 个百分点, 公司业绩表现低于预期, 主要是受到公司对主业结构进行优化、新开及调整门店较多的影响。我们认为当前是公司转型中的业绩阵痛期, 随着系统集成与工业制造两项业务逐渐剥离出主业, 未来的业绩空间主要看电子商贸业务的发展, 包括其外延扩张的速度以及门店经营模式的成败。

◆ 前三季度公司门店拓展速度较快, 新开门店约 60 家左右, 预计全年新开门店 70-80 家, 重点发展中西部区域; 门店拓展模式也在不断创新, 未来门店拓展将采取“独立拓展、异业结盟、品类店多元化”的策略, 我们认为公司的门店拓展模式是顺应当前的形式做出的决策, 决策成功与否仍有待市场检验。

◆ 公司各品类的自营比例在不断提升, 目前已达 90% 以上, 带来公司电子商贸业务毛利率的提升, 2011 年中期公司电子商贸业务毛利率水平为 6.87%, 比去年年底的 6.73% 提升了 0.14 个百分点。

◆ 鉴于公司新开门店较多且仍处于培育期, 再加上行业竞争加剧尤其是电子商务渠道带来的压力日益显著, 我们调低 2011 年盈利预测至 0.26 元 (较上次预测调低 0.04 元), 其中电子商贸业务贡献 0.21 元, 房地产预计贡献 0.03 元。我们给予 2012 年电子商贸主业 22 倍动态 PE 估值, 保守估计公司主业每股价值为 5.78 元, 华泰证券 11 月 7 日收盘价 10.54 元, 贡献每股价值 1.37 元, 基于以上估算, 我们调低 2012 年公司目标价至 7.15 元, 维持“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	113278.96
流通 A 股(万)	97198.57
52 周内股价区间(元)	4.8-18.06
总市值(亿)	65.82
总资产(亿)	111.42
每股净资产(元)	3.70

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	113.11	143.72	186.46	235.10
+/-%	5.19	27.1	29.7	26.1
净利润(百万)	246.84	291.12	444.23	558.22
+/-%	27.66	17.94	52.59	25.66
EPS(元)	0.49	0.26	0.39	0.49
P/E	11.89	22.61	14.82	11.79

近期我们调研了宏图高科，与公司高管针对公司近期的运营情况进行了交流，主要内容如下：

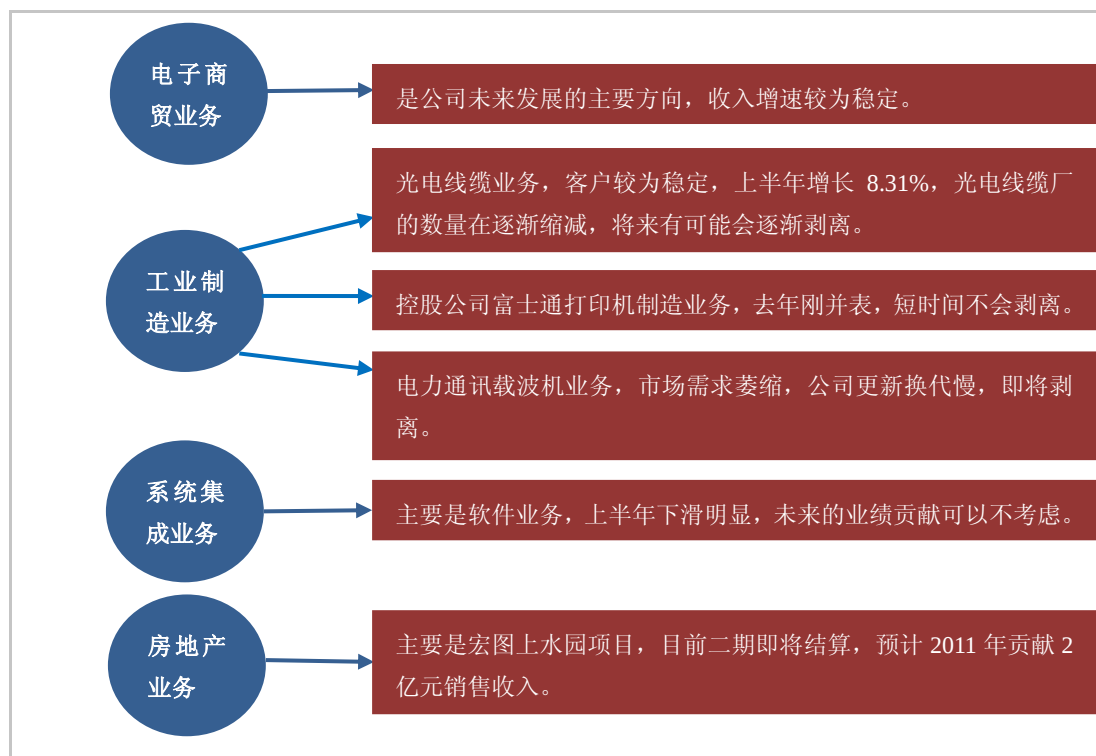
1. 公司系统集成和工业制造业务正逐渐剥离出主业，其中系统集成业务已经基本不贡献利润，工业制造业务剥离过程仍在继续。
2. 前三季度新开门店已达 60 家左右，全年预计新开 70-80 家门店，公司在不断创新门店拓展模式，未来门店拓展将采取“独立拓展、异业结盟、品类店多元化”的策略，重点发展中西部区域。
3. 公司自营产品比例已达 90% 以上，目前除部分手机和数码产品尚未完全实现自营外，其他品类基本已全部实现自营。

从公司前三季度业绩情况来看，受公司对主业结构调整、门店拓展速度的加快以及对部分门店优化升级的影响，前三季度营业收入仅比去年同期增长 18.62%，销售费用率比去年同期增加 1.26 个百分点，我们认为当前是公司转型中的业绩阵痛期，未来的业绩空间仍要看电子商贸业务的发展，包括其外延扩张的速度以及门店经营模式的成败。

一、其他主业剥离进程仍在继续，电子商贸肩负重任

公司未来的发展方向仍为电子商贸业务，目标是做中国最具价值的 IT 连锁商，上半年电子商贸业务收入增速达 24.66%，基本保持了较为稳定的增速水平。我们认为随着工业制造业务与系统集成业务逐渐剥离出主业，公司未来的增长空间将主要来自于电子商贸业务，管理层的压力将有助于电子商贸业务快速成长。

图表 1：公司各主营业务现状

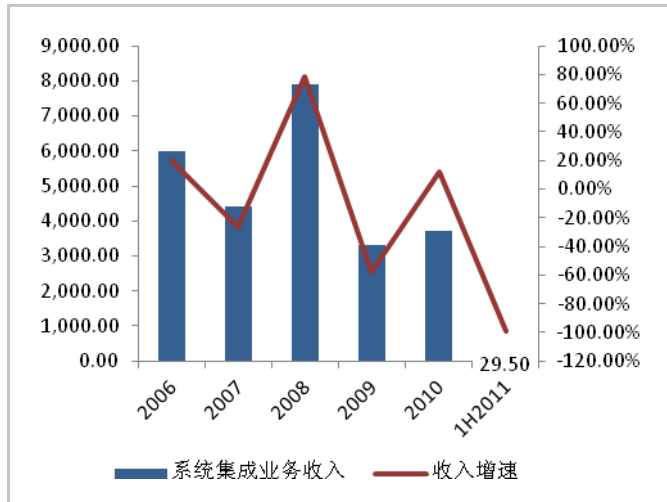


资料来源：华泰证券

从上半年公司主营收入情况来看，房地产无销售收入确认，仅收到上水园二期的预收房款 1.66 亿元；系统集成业务仅实现 29.5 万元的收入，对公司业绩贡献基本可以忽略不计；工业制造业务中部分业务经营

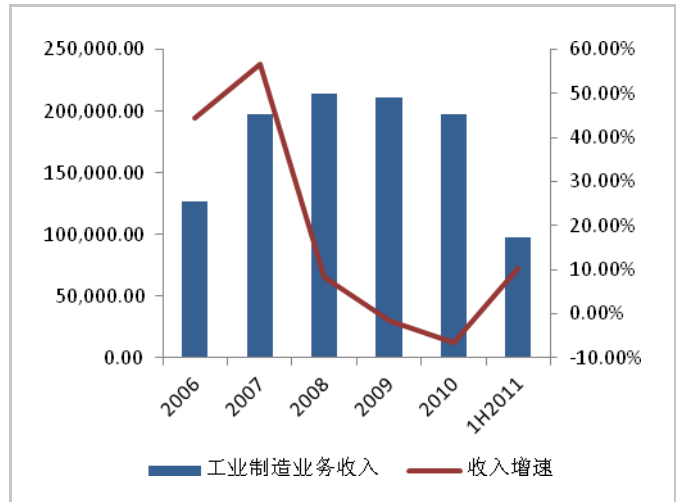
效率低下，正逐渐被清理出局，目前收入贡献较多的两块主要是光电线缆业务收入以及富士通实现的并表收入，公司近期在缩减光电线缆厂的数量，将来光电线缆业务也有可能剥离出主业。

图表 2: 2006-1H2011 系统集成业务收入（单位：万元）及增速



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 3: 2006-1H2011 工业制造业务收入（单位：万元）及增速



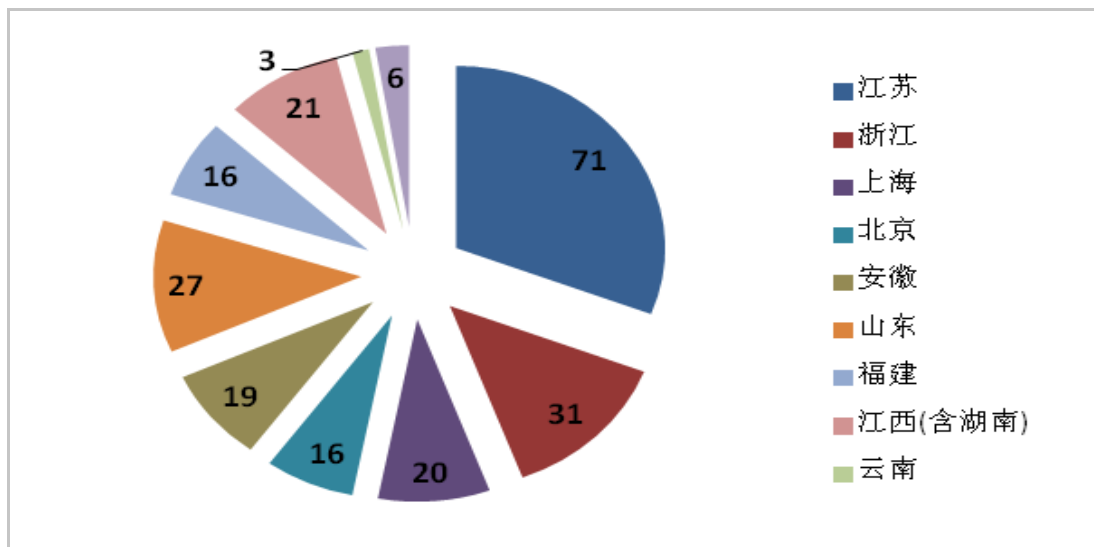
资料来源: Wind, 华泰证券

二、外延扩张提速，创新的门店扩张模式有待市场检验

前三季度门店拓展速度较快，新开门店约 60 家左右，预计全年新开门店 70-80 家；门店扩张模式在不断创新，成功与否有待市场检验。

从门店拓展情况来看，2011 前三季度公司新开门店约 60 家，外延扩张力度不断加大。从各区域市场来看，公司大力拓展湖南、江西、山东等地区，未来即将进军河北地区，深耕安徽、苏北地区，总体来看走的是一条渠道下沉的路线，主要是由于一线城市房地产销售情况不理想，家电连锁商竞争较为激烈，给公司 IT 连锁门店带来很大压力，上半年在北京、上海地区调整了 5 家门店，未来重点拓展区域仍是中西部地区。

图表 4: 截止 2011 年 9 月末区域门店分布



资料来源: 华泰证券

受物业租金水平的不断提升以及行业竞争不断加剧的影响, 公司门店扩张模式也在不断调整创新, 未来公司规划的是“独立拓展、异业结盟、品类店多元化”的扩张模式。我们认为公司的门店扩张模式是顺应当前的形式作出的决策, 决策成功与否仍有待市场检验。

图表 5: 创新的门店扩张模式内涵图

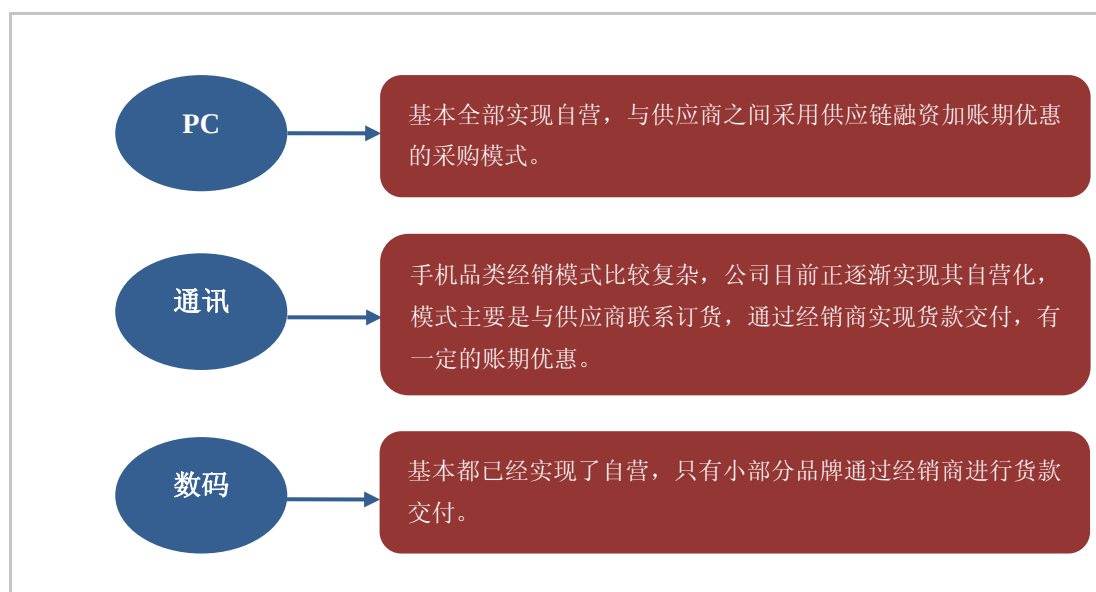


资料来源: 华泰证券

三、自营模式助力毛利提升

公司各品类的自营比例在不断提升，目前已达 90%以上，除部分手机及数码品牌外基本都已经实现自营，表现为毛利率水平的提高，2011 年中期公司电子商贸业务毛利率水平为 6.87%，比去年年底的 6.73% 提升了 0.14 个百分点，我们认为随着自营比例的不断提高，公司门店拓展速度的加快，规模优势将使得“集采”+“直供”模式发挥效用，公司毛利率水平提升的通道已经打开，我们预计 2011/2013/2013 年电子商贸业务毛利率水平分别为 6.9%/7.0%/7.1%。

图表 6：各主要品类自营模式图



资料来源：华泰证券

四、盈利预测与估值

我们根据公司 2011 年前三季度的业绩表现以及此次的调研情况，下调之前的盈利预测，主要基于以下几个因素：

首先，我们之前对公司的电子商贸业务增速预计较为乐观，纵观公司 2011 年前三季度的业绩表现，我们认为虽然未来电子商贸为中心的主题不会发生改变，但公司的转型并非一蹴而就。公司新开门店较多且仍处于培育期、行业竞争加剧尤其是电子商务渠道带来的压力日益显著等因素对于公司电子商贸业务的增速有较多压制，我们预计 2011/2012/2013 年电子商贸业务增速分别为 32.11%/31.32%/30.34%。

其次，我们之前预计公司“上水园”二期项目 2011 年结算两万平米，但从前三季度来看该部分收入尚未确认，公司中报披露其已预收该项目房款约 1.66 亿元，我们降低之前的销售预期，预计 2011 年全年房地产结算约一万平米，实现销售收入 2.1 亿元，贡献 EPS 约 0.03 元。

再次，从中报公司披露的各主营业务销售数据来看，系统集成业务收入下滑较快，其基本对公司无业绩贡献，根据我们跟上市公司交流的情况，我们预计未来工业制造业务也将逐步剥离，预测其 2011/2012/2013 年增速水平分别为 -1.42%/-8%/-10%。

最后，从费用率水平来看，2011 年前三季度公司管理费用率水平为 2.37%，比去年年底提升了 0.85 个百分点，主要是由于上半年人工费用支出及租金支出较多所致，我们据此上调 2011 年公司管理费用率水平。

图表 7：分业务 EPS 预测表

净利润单位：万元	2011E	2012E	2013E
工业制造及系统集成贡献净利润	1000.00	1000.00	1000.00
——贡献 EPS	0.01	0.01	0.01
房地产业务贡献净利润	3360.00	13440.00	16800.00
——贡献 EPS	0.03	0.12	0.15
电子商贸贡献净利润	24012.40	29242.90	37282.20
——贡献 EPS	0.21	0.26	0.33
投资收益及其它贡献净利润	740.00	740.00	740.00
——贡献 EPS	0.01	0.01	0.01
净利润合计	29343.59	44654.95	55823.94
——EPS 合计	0.26	0.39	0.49

资料来源：华泰证券

我们主要采用分部估值法对公司进行估值，电子商贸业务拥有强劲的外延扩张能力以及贡献较高毛利的自营模式，我们认为其可享受一定的估值溢价。我们分别给予 2012 年电子商贸业务 22 倍 PE，工业制造业务及系统集成业务 5 倍 PE，投资收益及其它 1 倍 PE 估值，得出 2012 年公司主业每股价值为 5.78 元；公司持有华泰证券 2.64% 的股权，对应其 11 月 4 日收盘价 10.54 元，为公司每股价值贡献 1.37 元。基于以上估算，我们调低公司 2012 年目标价至 7.15 元，维持“推荐”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8786	9947	11642	13532
现金	3926	4299	4567	4881
应收账款	366	469	591	723
其它应收款	337	463	583	724
预付账款	1383	1725	2051	2351
存货	2763	2962	3821	4822
其他	12	29	29	31
非流动资产	653	657	658	657
长期投资	131	131	131	131
固定资产	420	436	446	452
无形资产	47	55	62	71
其他	55	35	19	4
资产总计	9439	10604	12299	14189
流动负债	5126	6001	7226	8526
短期借款	1829	2100	2100	2200
应付账款	689	841	1093	1390
其他	2608	3060	4033	4936
非流动负债	7	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他	7	8	8	8
负债合计	5133	6008	7234	8534
少数股东权益	253	269	294	326
股本	566	1133	1133	1133
资本公积	2500	2047	2047	2047
留存收益	986	1147	1591	2149
归属母公司股东权益	4053	4327	4771	5329
负债和股东权益	9439	10604	12299	14189

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	565	291	441	392
净利润	265	308	469	590
折旧摊销	57	35	38	40
财务费用	124	127	135	137
投资损失	-138	-10	-10	-10
营运资金变动	252	-186	-210	-384
其它	5	17	18	20
投资活动现金流	206	-40	-40	-42
资本支出	146	29	29	29
长期投资	123	-0	0	0
其他	475	-11	-11	-13
筹资活动现金流	1334	123	-133	-36
短期借款	-49	271	0	100
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	122	566	0	0
资本公积增加	1259	-453	0	0
其他	3	-261	-133	-136
现金净增加额	2106	374	267	314

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11311	14372	18646	23510
营业成本	10286	12938	16692	21065
营业税金及附加	28	36	47	59
营业费用	482	575	764	987
管理费用	172	309	401	494
财务费用	124	127	135	137
资产减值损失	5	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	138	10	10	10
营业利润	353	395	616	776
营业外收入	8	22	15	15
营业外支出	5	7	5	5
利润总额	355	410	626	786
所得税	90	103	156	197
净利润	265	308	469	590
少数股东损益	19	16	25	31
归属母公司净利润	247	291	444	558
EBITDA	533	558	788	953
EPS (元)	0.44	0.26	0.39	0.49

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	5.2%	27.1%	29.7%	26.1%
营业利润	33.4%	12.0%	55.8%	26.1%
归属于母公司净利润	24.5%	17.9%	52.6%	25.7%
获利能力				
毛利率	9.1%	10.0%	10.5%	10.4%
净利率	2.2%	2.0%	2.4%	2.4%
ROE	6.1%	6.7%	9.3%	10.5%
ROIC	22.8%	23.1%	30.6%	32.4%
偿债能力				
资产负债率	54.4%	56.7%	58.8%	60.1%
净负债比率	35.63%	34.95%	29.03%	25.78%
流动比率	1.71	1.66	1.61	1.59
速动比率	1.17	1.16	1.08	1.02
营运能力				
总资产周转率	1.42	1.43	1.63	1.78
应收账款周转率	34	32	33	33
应付账款周转率	18.75	16.91	17.26	16.96
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.26	0.39	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.26	0.39	0.35
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.82	4.21	4.70
估值比率				
P/E	13.33	22.61	14.82	11.79
P/B	0.81	1.52	1.38	1.23
EV/EBITDA	9	8	6	5

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。