

國美電器 (493 HK, HK\$2.12 港元, 未評級) ——重拾快速擴張之路

- ❖ **3C 和差異化產品有助提高毛利率水準。**3C 產品包括電腦、通信和消費類電子產品，亦稱“資訊家電”。差異化產品包括四類：OEM、ODM、自有品牌和專供產品。差異化產品毛利率約為 25%，高於公司於 2011 上半年整體毛利率 18.3%。差異化產品占比已從 2010 年的 16% 提升至 2011 年第三季度的 19.5%。預計 2012 年將繼續提升至 22% 左右。另外，加強差異化產品有助於增強零售產品競爭力，更好的滿足客戶需求。
- ❖ **重拾快速擴張之路。**2009 年，公司開始調整優化門店，關閉低效門店，降低新開速度。門店數量由 2008 年的 859 間下降至 2009 年的 726 間。2010 年開始回升至 826 間。截至 2011 年 9 月底，門店數量達到 1041 間，新增 215 間。我們認為：（1）快速擴張有利於擴大極具潛力的二線城市市場佔有率。今年公司計畫新開 350-400 間門店，其中 75% 位於二線城市。（2）擴張步伐加快，同店增長短期將受影響。2011 年上半年和第三季度同店增長分別為 7.42% 和 7.1%，低於 2010 年的 21.8%。預計 2012 年同店增長為 5% 左右。（3）快速擴張對物流、人力以及單店管理效率帶來很大的考驗。（4）帶來租金壓力，目前公司約 7% 的店鋪為自有物業。租賃比例大，日益增長的租金一定程度將削弱盈利能力。
- ❖ **加快電子商務管道。**電子商務平臺對於實體家電連鎖商來說是一個很大的競爭對手。國美正在加快國美網上商城和庫巴網的發展。由於市場空間巨大（據市場分析預測，網購規模將由 2010 年人民幣 5100 億元增長至 2014 年人民幣 1 萬億元）以及本身的品牌知名度，國美網上管道將會是新的增長點，但是競爭也將會非常激烈，電子商務平臺的盈利能力也是一個挑戰。
- ❖ **政策預期。**2011 年，約 30% 的收入來自“以舊換新”家電補貼銷售。由於政策結束的預期導致消費需求提前釋放，因此今年上半年銷售會受到一定影響。根據政府內需政策導向和中國商務部近期工作會議精神，我們認為新的相關補貼政策出臺可能性比較大，但以何種形式出現仍不明朗。
- ❖ **在我們看來，目前股價已經反映了一定的負面因素。但是在 2012 年，成本控制、單店盈利能力、管理效率都將是一個挑戰。**

國美電器 (493 HK)

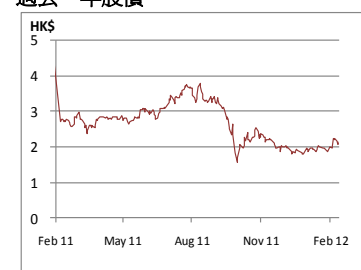
評級	未評級
收市價	2.12 港元
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	35,772
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	206
52 周高/低 (港幣)	3.84/1.53
發行股數 (百萬)	16,873
主要股東	黃光裕 (32.5%)

來源：彭博

股價表現

	絕對值	相對值
1 個月	12.8%	0.3%
3 個月	-3.6%	-15.1%
6 個月	-40.3%	-43.3%

來源：彭博

過去一年股價


來源：彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬人民幣)	42,668	50,910	59,922	68,243	78,517
淨利潤 (百萬人民幣)	1,409	1,962	2,417	2,741	3,281
每股收益 (人民幣)	0.103	0.127	0.147	0.166	0.201
每股收益變動 (%)	39.6	23.3	15.7	12.9	21.1
市盈率 (x)	16.5	13.4	11.6	10.2	8.5
市帳率 (x)	2.2	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	-	2.1	2.6	3.0	3.7
權益收益率 (%)	13.8	14.8	15.9	16.4	17.3
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。