

国美电器 (493 HK, HK\$2.12 港元, 未评级) ——重拾快速扩张之路

- ❖ **3C 和差异化产品有助提高毛利率水平。**3C 产品包括计算机、通信和消费类电子产品, 亦称“信息家电”。差异化产品包括四类: OEM、ODM、自有品牌和专供产品。差异化产品毛利率约为 25%, 高于公司于 2011 年上半年整体毛利率 18.3%。差异化产品占比已从 2010 年的 16% 提升至 2011 年第三季度的 19.5%。预计 2012 年将继续提升至 22% 左右。另外, 加强差异化产品有助于增强零售产品竞争力, 更好的满足客户需求。
- ❖ **重拾快速扩张之路。**2009 年, 公司开始调整优化门店, 关闭低效门店, 降低新开速度。门店数量由 2008 年的 859 间下降至 2009 年的 726 间。2010 年开始回升至 826 间。截至 2011 年 9 月底, 门店数量达到 1041 间, 新增 215 间。我们认为: (1) 快速扩张有利于扩大极具潜力的二线城市市场占有率。今年公司计划新开 350-400 间门店, 其中 75% 位于二线城市。(2) 扩张步伐加快, 同店增长短期将受影响。2011 年上半年和第三季度同店增长分别为 7.42% 和 7.1%, 低于 2010 年的 21.8%。预计 2012 年同店增长为 5% 左右。(3) 快速扩张对物流、人力以及单店管理效率带来很大的考验。(4) 带来租金压力, 目前公司约 7% 的店铺为自有物业。租赁比例大, 日益增长的租金一定程度将削弱盈利能力。
- ❖ **加快电子商务渠道。**电子商务平台对于实体家电连锁商来说是一个很大的竞争对手。国美正在加快国美网上商城和库巴网的发展。由于市场空间巨大(据市场分析预测, 网购规模将由 2010 年人民币 5100 亿元增长至 2014 年人民币 1 万亿元)以及本身的品牌知名度, 国美网上渠道将会是新的增长点, 但是竞争也将会非常激烈, 电子商务平台的盈利能力也是一个挑战。
- ❖ **政策预期。**2011 年, 约 30% 的收入来自“以旧换新”家电补贴销售。由于政策结束的预期导致消费需求提前释放, 因此今年上半年销售会受到一定影响。根据政府内需政策导向和中国商务部近期工作会议精神, 我们认为新的相关补贴政策出台可能性比较大, 但以何种形式出现仍不明朗。
- ❖ **在我们看来, 目前股价已经反映了一定的负面因素。但是在 2012 年, 成本控制、单店盈利能力、管理效率都将是一个挑战。**

国美电器 (493 HK)

评级	未评级
收市价	2.12 港元
目标价	不适用
市值 (港币百万)	35,772
过去 3 月平均交易 (港币百万)	206
52 周高/低 (港币)	3.84/1.53
发行股数 (百万)	16,873
主要股东	黄光裕 (32.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对值	相对值
1 个月	12.8%	0.3%
3 个月	-3.6%	-15.1%
6 个月	-40.3%	-43.3%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	42,668	50,910	59,922	68,243	78,517
净利润 (百万人民币)	1,409	1,962	2,417	2,741	3,281
每股收益 (人民币)	0.103	0.127	0.147	0.166	0.201
每股收益变动 (%)	39.6	23.3	15.7	12.9	21.1
市盈率 (x)	16.5	13.4	11.6	10.2	8.5
市帐率 (x)	2.2	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	-	2.1	2.6	3.0	3.7
权益收益率 (%)	13.8	14.8	15.9	16.4	17.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。