



2008年11月26日

审慎推荐

零售

中金公司研究部

分析员: 郭海燕 guohy@cicc.com.cn

钱炳 qianbing@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

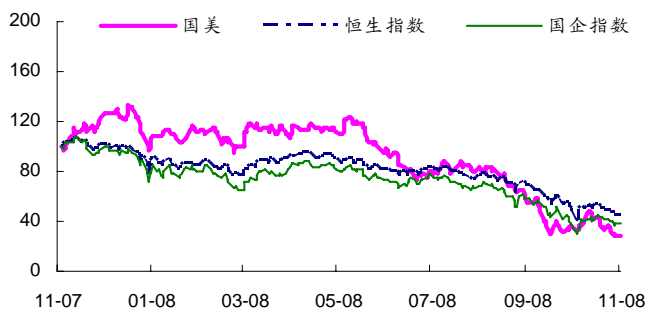
国美电器 (493.HK)

三季度业绩符合预期, 主要风险来自黄光裕危机事件

主要财务指标与股价信息

人民币百万	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	24,729	42,479	49,950	57,075	63,375
(+/-)	37.7%	71.8%	17.6%	14.3%	11.0%
毛利	2,360	4,095	4,965	5,788	6,617
(+/-)	42.9%	73.5%	21.2%	16.6%	14.3%
净利润	819	1,127	2,584	3,124	3,742
(+/-)	64.3%	37.6%	129.3%	20.9%	19.8%
经营性净利润	736	1,883	2,584	3,124	3,742
(+/-)	47.6%	155.8%	37.3%	20.9%	19.8%
摊薄总股本(百万股)	13,703	13,703	13,703	13,703	13,703
EPS(人民币)	0.05	0.14	0.19	0.23	0.27
EPS(港币)	0.05	0.15	0.22	0.26	0.30
PE(x)	20.9	7.7	5.1	4.3	3.7
PB(x)	3.0	1.5	1.3	1.1	0.9
每股经营性现金	(0.01)	0.19	0.16	0.19	0.25
股票代码					493.HK
股价					HK\$1.12
目标价位					HK\$1.32
市值(百万)					14,290
日交易量(百万股)					-
52周最高最低价					HK\$5.375/1.06
总股本(百万)					12759
流通股本(百万)					7295
主要股东(%)					黄光裕(33.93%)

近期股价走势



资料来源: 彭博资讯

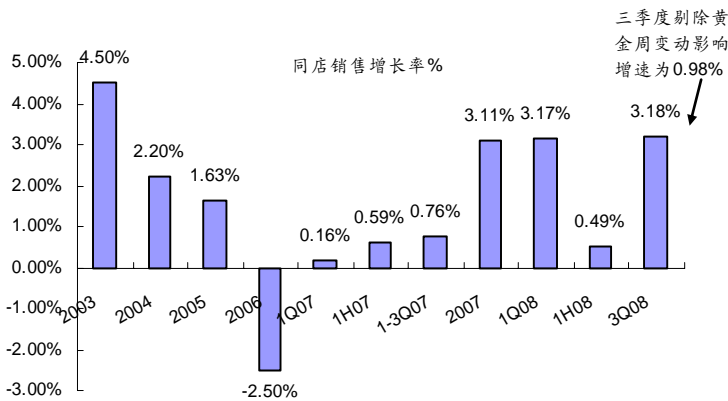
要点:

- ◆ 2008年三季度收入增长25.8%, 经营性净利润增长20.8%, 符合我们的预期。
- ◆ 四季度同店销售额将出现负增长。由于4季度缺少4个假日, 家电零售行业四季度同店销售将出现负增长, 国美也不例外。我们预计, 国美四季度盈利增速只有个位数(例如8%), 全年净利润较我们预期低6%左右。由于只是短期因素影响, 而且2天元旦假期带来的利润贡献将会体现在09年一季度, 因此我们暂不调整盈利预测。
- ◆ 估值较低, 主要风险来自于黄光裕危机事件。国美的市盈率已经降至较低个位数, 一定程度上已反映出市场对经济增速下滑与假日调整对公司的影响。我们认为, 国美未来表现将主要取决于如何处理黄光裕危机事件(新浪网报道, 黄光裕由于涉嫌操纵国内A股市场某股票而被拘查)。
- ◆ 可能的处理方法与供货商反应。我们认为, 国美可能采取和物美类似的模式, 使国美零售业务独立于董事长; CEO陈晓仍然负责公司的经营业务。另外, 根据我们的沟通来看, 主要供应商仍然认为国美是一个重要的营销渠道, 希望与国美继续合作。
- ◆ 负面影响很大, 投资者需要注意相关风险。从历史上来看, 大多数被证实爆出此类事件的公司往往会逐渐被边缘化。我们建议投资者等待公司有关这一事件详细的公告。如果最终结果可以使黄光裕理顺与上市公司的关系, 同时公司业务仍然可以保持稳定, 那么复盘以后一段时间若公司股价出现大幅度下跌, 那么可能带来一定的交易机会。否则, 建议投资者进行减持。
- ◆ 黄光裕危机事件后, 我们认为投资者将会对私营公司的经营治理以及历史上曾进行资本操作(例如借壳上市)的公司更加审慎。相关公司风险值得关注。

2008 年三季度业绩符合预期

国美 2008 年三季度实现收入 115 亿元，同比增长 25.8%。三季度收入增速高于上半年主要是由于今年国庆黄金周有两天落在 9 月份。三季度同店销售额增长 3.18%，剔除黄金周假期调整影响，增速为 0.98%。

图 1：同店销售额同比增速



资料来源：公司数据

综合毛利率（毛利率+其它收入利润率）提升 1.9 个百分点，推动综合毛利增长 41%。

净利润增速较低是由于 31 家门店关闭以及老门店装修导致销售费用支出快速增长。国美三季度新开 50 家门店，由于 31 家门店关闭，净新开门店 19 家，店面总数达到 847 家。

2008 年三季度经营性净利润中：

- （1）国美贡献 4,840 亿元，净利润同比增长 6.1%。但是，在对大中进行托管后，国美承担了大中的部分费用，因此国美实际净利润增速高于 6.1%（大约为 10%）。
- （2）大中贡献 6,700 万元，主要通过管理费（其它收入 2,500 万元）和利息收入（4,200 万元）两部分体现。

预计四季度整个行业同店销售额将出现负增长

展望四季度，2009 年元旦假期不在 12 月份（去年同期有两天）从而将使在家电零售商在 4 季度缺少 4 个假日（黄金周 2 天，元旦 2 天）。

根据我们的测算，缺少一天重大假日将使家电零售商当季度内生增长下降 2%-3% 左右，因此 4 季度同店销售负增长将不可避免。虽然这些均为短期因素影响，但投资者仍需注意相关风险。

由于只是短期因素，而且 2 天元旦的利润将转移到 2009 年一季度，因此我们暂不调整盈利预测。

未来表现将主要取决于如何处理黄光裕危机事件

黄光裕危机事件削弱了投资者对国美未来增长的信心，我们认为，国美可能采取和物美类似的模式，使国美零售业务独立于董事长；CEO 陈晓仍然负责公司的经营业务。

另外，投资者也对国美供应商的反应比较关注，包括供应商是否会：

- 停止向国美供货；
- 缩短给国美的账期；
- 提高产品售价

根据我们和主要供应商的沟通来看，他们仍然认为国美是一个非常重要的经销渠道，希望与国美继续合作。

投资建议

国美市盈率在过去几个月持续下跌，目前已经从两位数降至低个位数，因此我们认为，市场已经反映了宏观经济增速变化带来的负面影响。

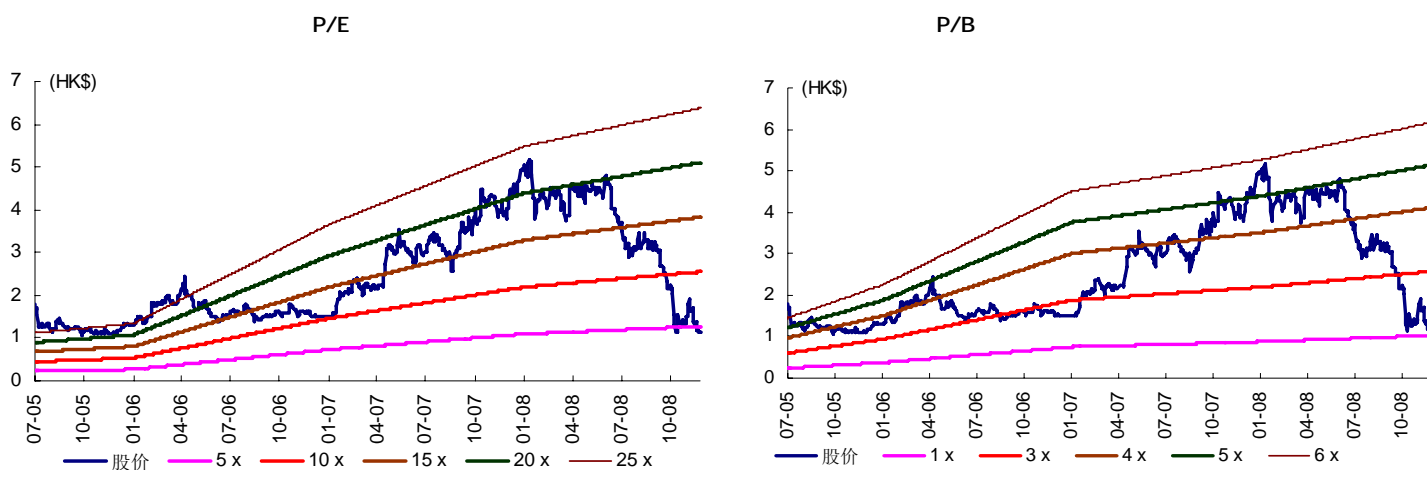
我们建议投资者等待公司有关这一事件详细的公告。如果最终结果可以使黄光裕理顺与上市公司的关系，同时公司业务仍然可以保持稳定，那么复盘以后一段时间若公司股价出现大幅度下跌，那么可能带来一定的交易机会。否则，建议投资者进行减持。

表 1: 类比值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	PEG
					2008E	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
家电及电子消费品																		
综合性家电零售	493.HK	国美电器	1.12	14,290	2584	37.2%	3,124	20.9%	3,742	19.8%	0.22	0.26	0.30	5.1	4.3	3.7	20.3%	0.25
	002024.CH	苏宁电器	14.90	44,566	2469	68.5%	3474	40.7%	4626	33.2%	0.83	1.16	1.55	18.1	12.8	9.6	36.9%	0.49
百货类公司																		
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	6.65	18,511	910	34.6%	1,184	30.1%	1,456	23.0%	0.38	0.48	0.57	17.6	13.8	11.6	26.5%	0.66
	825 .HK	新世界	3.50	5,902	466	94.8%	561	20.4%	702	25.2%	0.28	0.33	0.42	12.7	10.5	8.4	22.8%	0.56
	600694.CH	大商股份	17.56	5,158	281	-7.8%	339	20.7%	408	20.3%	0.96	1.15	1.39	18.4	15.2	12.7	20.5%	0.90
	600859.CH	王府井	18.16	7,136	407	52.9%	523	28.5%	657	25.6%	1.04	1.33	1.67	17.5	13.6	10.9	27.1%	0.65
高档定位	000987.CH	广州友谊	9.52	3,417	250	30.5%	300	20.1%	359	19.5%	0.70	0.84	1.00	13.7	11.4	9.5	19.8%	0.69
区域型	1833.HK	银泰百货	2.00	3,600	465	22.8%	600	29.0%	764	27.3%	0.26	0.33	0.42	7.7	6.0	4.7	28.2%	0.27
	3308.HK	金鹰集团	4.00	7,272	483	25.2%	600	24.2%	743	23.8%	0.32	0.41	0.41	12.6	9.7	9.8	24.0%	0.53
	1212.HK	利福国际	4.82	8,175	940	1.8%	984	4.7%	1110	12.8%	0.55	0.58	0.65	8.7	8.4	7.4	8.7%	1.01
	000417.CH	合肥百货	7.31	2,698	140	60.8%	182	30.3%	233	28.4%	0.38	0.49	0.63	19.3	14.8	11.6	29.4%	0.66
	600631.CH	百联股份	7.42	8,170	425	19.9%	551	29.5%	701	27.2%	0.39	0.50	0.64	19.2	14.8	11.7	28.4%	0.68
	600858.CH	银座股份	13.11	3,082	145	23.9%	190	31.0%	244	28.4%	0.62	0.81	1.04	21.3	16.2	12.6	29.7%	0.72
	600697.CH	欧亚集团	13.27	2,111	114	45.7%	146	28.6%	182	24.7%	0.71	0.92	1.14	18.6	14.5	11.6	26.6%	0.70
	600693.CH	东百集团	8.32	2,196	106	78.4%	145	36.8%	200	37.9%	0.40	0.55	0.76	20.7	15.1	11.0	37.4%	0.70
	600729.CH	重庆百货	13.45	2,744	174	72.5%	196	12.7%	218	11.2%	0.85	0.96	1.07	15.8	14.0	12.6	12.0%	1.32
	002187.CH	广百股份	15.53	2,485	139	26.8%	173	24.3%	220	27.2%	0.87	1.08	1.38	17.9	14.4	11.3	25.7%	0.69
600828.CH	成商集团	9.55	1,940	123	69.8%	187	52.0%	250	33.7%	0.61	0.92	1.23	15.8	10.4	7.8	42.6%	0.37	
600785.CH	新华百货	10.17	1,758	100	30.6%	127	27.0%	152	19.7%	0.58	0.73	0.88	17.6	13.8	11.6	23.3%	0.75	
化妆品零售	178.HK	莎莎	1.11	1,533	263	-5.0%	271	2.8%	279	3.0%	0.19	0.20	0.20	5.8	5.7	5.5	2.9%	2.01
购物中心开发经营	000882.CH	华联股份	3.58	892	30	17.3%	53	77.7%	83	55.2%	0.12	0.21	0.33	29.7	16.7	10.8	66.1%	0.45
超市类公司																		
大型综合超市	600361.CH	华联综超	5.83	2,826	163	-19.2%	197	20.5%	235	19.4%	0.34	0.41	0.48	17.3	14.4	12.0	20.0%	0.87
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	7.77	4,355	181	43.9%	241	33.1%	303	25.7%	0.32	0.43	0.54	24.1	18.1	14.4	29.4%	0.82
	002251.CH	步步高	31.78	4,296	183	48.0%	251	37.2%	334	33.1%	1.35	1.86	2.47	23.5	17.1	12.9	35.1%	0.67
	002264.CH	新华都	13.45	1,438	66	44.2%	91	38.5%	118	29.7%	0.61	0.85	1.10	21.9	15.8	12.2	34.0%	0.64
	814.HK	京客隆	2.34	965	163	45.5%	206	26.2%	257	24.8%	0.46	0.57	0.68	5.1	4.1	3.4	25.5%	0.20
	980.HK	联华超市	8.20	5,100	342	27.5%	416	21.6%	476	14.4%	0.55	0.67	0.77	14.9	12.3	10.7	18.0%	0.83
	8277.HK	物美集团	5.99	7,310	454	47.9%	555	22.2%	655	18.0%	0.31	0.41	0.54	19.3	14.6	11.2	20.1%	0.96

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部,

图 2: 历史市盈率与市净率区间



资料来源: 公司报告, 中金公司研究部,

表 2: 财务数据

损益表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	17,959	24,729	42,479	49,950	57,075	63,375
营业成本	-16,307	-22,369	-38,383	-44,985	-51,287	-56,759
其他收入	741	1,252	2,547	3,594	4,335	5,004
销售费用	-1,228	-2,123	-3,548	-4,171	-4,766	-5,228
管理费用	-269	-418	-687	-753	-860	-891
财务费用	-97	-156	-605	-671	-767	-852
税前利润	869	1,068	1,528	3,372	4,070	4,989
所得税	-92	-126	-360	-742	-936	-1,247
少数股东权益	-279	-123	-41	-46	-10	0
净利润	499	819	1,127	2,584	3,124	3,742
现金流量表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	523	-117	2,561	2,158	2,634	3,454
投资活动现金流	-1,092	-1,004	-3,142	-2,676	-2,365	-2,225
融资活动现金流	0	1,497	5,490	-1,295	-1,457	-1,643
货币资金增加额	-570	376	4,909	-1,813	-1,188	-414
货币资金期初余额	1,659	1,079	1,452	6,270	4,366	3,088
货币资金期末余额	1,079	1,452	6,270	4,366	3,088	2,583
资产负债表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产						
货币资金	1,079	1,452	6,270	4,366	3,088	2,583
银行存款	3,133	7,449	6,615	7,415	8,215	9,015
应收账款	0	75	98	125	142	158
存货	2,725	4,883	5,383	5,998	7,693	8,987
应收关联方款项	840	189	79	79	79	79
待摊费用	629	1,449	3,893	3,893	3,893	3,893
	8,407	15,497	22,338	21,876	23,110	24,714
非流动资产						
固定资产净值	910	2,207	3,144	4,075	4,616	5,086
无形资产及其它	46	3,466	4,024	4,363	4,588	4,705
	961	5,679	7,500	8,770	9,536	10,123
总资产	9,368	21,176	29,837	30,646	32,646	34,837
流动负债						
短期借款	0	729	300	280	260	240
应付账款	6,805	12,615	13,557	13,121	13,534	13,717
其他应付	606	1,286	1,940	1,940	1,940	1,940
应付税金	86	204	384	384	384	384
其他	0	121	0	0	0	0
	7,497	14,955	16,180	15,724	16,118	16,280
非流动负债						
长期借款	0	933	3,184	2,684	2,184	1,684
	0	980	3,265	2,765	2,265	1,765
总负债	7,497	15,936	19,445	18,489	18,382	18,045
股东权益	1,871	5,240	10,393	12,157	14,263	16,792

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部,

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。