

**買入**

2008年8月14日

**中期業績理想，重申買入評級**

- **國美 08 年中期業績表現出色：**國美宣佈了其 08 年中期業績，收入同比增長 17.6%至 248.7 億元人民幣，經營利潤同比增長 42.3%至 12.7 億元人民幣，如果扣除掉可轉換債券損失以及匯兌損失，公司淨利潤同比增長 46.2%至 12.0 億元人民幣，業績情況表現出色。
- **二季度同店增長率有所下降：**其 08 年二季度的同店銷售下降 2.7%，主要因為地震以及空調銷售不理想。但從整個上半年看，同店增長率依然有 0.5%。
- **綜合毛利率繼續提升 1.4 個百分點至 16.4%：**08 年上半年綜合毛利率持續改善，同比提高 1.4 個百分點至 16.4%，主要得益來自供應商的收入同比增長 24.7%。另外，由於大中的利潤按照管理費形式記入總利潤，也為綜合毛利率提升貢獻了 0.2 個百分點。
- **門店數量達到 828 間，預計今年將淨開店 160 間：**公司 08 年中期的總店面數量達到 828 間，環比增長 102 間，其中二季度開店 82 間。國美品牌門店達到 623 間，永樂品牌門店達到 184 間，陝西蜂興通訊 21 間。二季度新開門店共新進入 16 個城市，全部為二線城市。
- **目標價微降至 4.6 港元，重申買入評級：**我們對公司可持續發展持樂觀態度，並認為其改善的空間巨大，我們強烈看好出現了拐點的國美，但考慮到目前經濟狀況並不理想，因此下調了盈利預測，並降目標價格至 4.6 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 23.7 倍。

★1 港元=0.88 人民幣

**李嶽**

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com,hk

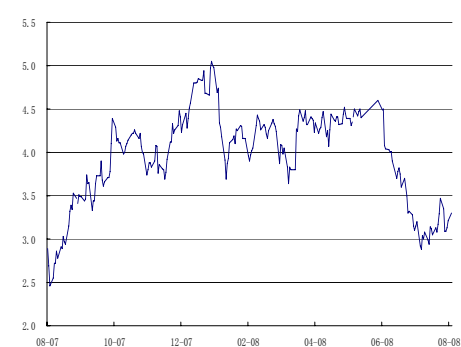
**主要資料**

行業	連鎖零售
股價	3.3 港元
目標價	4.6 港元 (+39.4%)
股票代碼	0493
已發行股本	128.8 億股
市值	425.3 億港元
52 周高/低	2.3—5.4 港元
每股淨現值	0.8 元人民幣
主要股東	黃光裕 35.6%

**盈利摘要**

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (百万人民币)	24729	42478	51673	63935	75594
变动 (%)	38	72	22	24	18
净利润 (百万人民币)	819	1127	2248	2819	3141
基本每股收益 (人民币)	0.10	0.09	0.17	0.22	0.24
变动 (%)	27	(9)	96	29	11
摊薄每股收益 (人民币)	0.09	0.09	0.16	0.21	0.23
变动 (%)	13	3	82	29	11
基于3.3港元的市盈率水平	30.3	33.4	17.0	13.1	11.8
每股派息 (人民币)	0.08	0.03	0.05	0.06	0.07
息率 (%)	2.39	0.80	1.46	1.89	2.11

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

# 08 年中期業績表現出色

## 08 年中期業績表現出色

國美宣佈了其 08 年中期業績，收入同比增長 17.6% 至 248.7 億元人民幣，經營利潤同比增長 42.3% 至 12.7 億元人民幣，如果扣除掉可轉換債券損失以及匯兌損失，公司淨利潤同比增長 46.2% 至 12.0 億元人民幣，業績情況表現出色。

圖表 1：國美 08 年中期業績摘要

百万人民币	2007年 一季度	2008年一 季度	变动	2007年 二季度	2008年 二季度	变动	2007年 中期	2008年 中期	变动
收入	10,088	12,176	20.7%	11,069	12,698	14.7%	21,157	24,874	17.6%
毛利	918	1,145	24.7%	1,024	1,230	20.1%	1,942	2,375	22.3%
毛利率	9.1%	9.4%	0.3%	9.2%	9.7%	0.4%	9.2%	9.5%	0.4%
综合毛利	1,340	1,870	39.6%	1,816	2,191	20.6%	3,156	4,061	28.7%
综合毛利率	13.3%	15.4%	2.1%	16.4%	17.3%	0.8%	14.9%	16.3%	1.4%
经营利润	330	532	61.2%	564	740	31.2%	894	1,272	42.3%
净营利润率	3.3%	4.4%	1.1%	5.1%	5.8%	0.7%	4.2%	5.1%	0.9%
净利润	321	507	58.0%	499	691	38.6%	820	1,198	46.2%
净利润率	3.2%	4.2%	1.0%	4.5%	5.4%	0.9%	3.9%	4.8%	0.9%

資料來源：公司資料

## 上半年共開設門店 102 間，二季度開設 82 間

公司在 08 年二季度突然加大開店的力度，共開設了 82 間門店，主要是在 5 及 6 月開設，使得 08 年中期的總店面數量達到 828 間，其中國美品牌門店達到 623 間，永樂品牌門店達到 184 間，陝西蜂興通訊 21 間。另外，總銷售面積同比增長 17.6% 至 296.0 萬平方米。二季度新開門店共新進入 16 個城市，全部為二線城市。

公司表示今年的開店計畫將會加快，從之前的一年 120 間變為 160 間。

圖表 2：國美門店情況概覽

	集团总数	2007年年底				集团总数	2008年第一季度				集团总数	2008年上半年		
		国美	永乐	蜂星	大中		国美	永乐	蜂星	大中		国美	永乐	蜂星
旗舰店	61	42	19	0	3	63	44	19	0	3	73	53	20	0
标准店	624	473	151	0	58	640	490	150	0	59	710	556	154	0
专业店	41	11	7	23	0	43	15	7	23	0	45	14	10	21
合计	726	526	177	23	61	746	549	176	23	62	828	623	184	21
其中														
一线城市	472	319	137	16	61	484	335	136	16	62	523	366	144	13
二线城市	254	207	40	7	0	262	214	40	7	0	305	257	40	8
净增门店数目	139	131	-15	23	61	36	35	0	23	61	102	97	7	-2
关闭门店数目	43	21	22	0		16	12	1	0	1	37	22	12	3
进入城市数目	182	149	53	6		182	149	53	6	0	198	163	55	7
其中														
一线城市	27	21	10	1	1	27	21	10	1	1	27	21	10	1
二线城市	155	129	43	5	0	155	128	43	5	0	171	142	45	6
新进入城市	22	29	-7	2	0	0	0	0	0	0	16	14	2	0

資料來源：公司資料

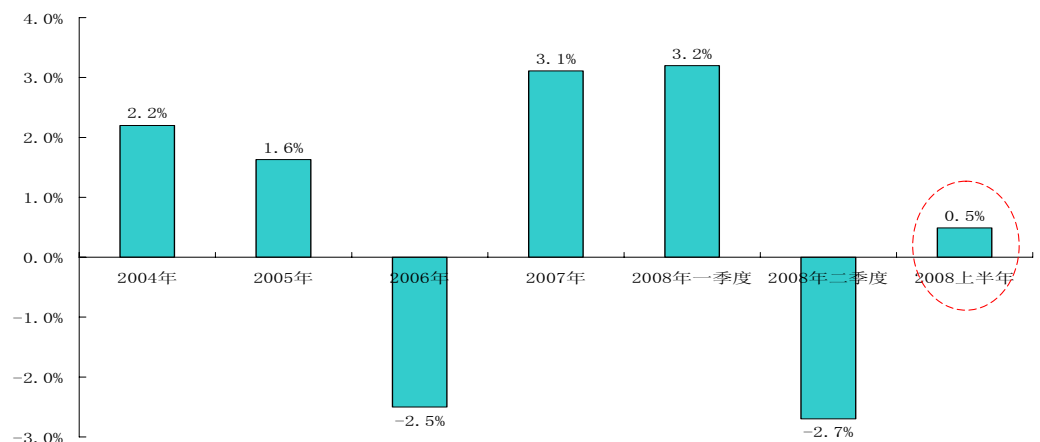
### 同店增長率繼續改善，但二季度有所下降

從 08 年一季度的同店資料來看，改善幅度巨大，同比增長 3.2%，如果還原元旦假期提前的因素影響，第一季度應該為 5%左右。

但是進入二季度後，特別是 5 月和 6 月，同店增長率出現了負增長，主要原因是：5 月中國四川發生了較大規模的地震，全國消費欲望都有所降低；6 月是傳統的空調銷售旺季，但是由於全國氣溫普遍較去年低 4-5 度，因此空調銷售並不理想。但是公司表示 7 月的同店銷售已經開始回升。

總的來說，上半年國美同店增長率為 0.5%。

圖表 3：國美同店增長率概覽

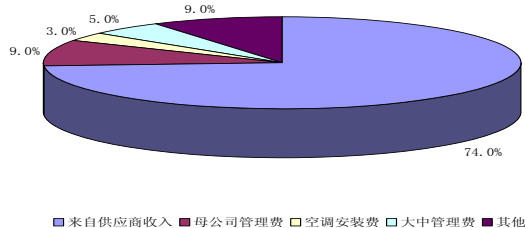


資料來源：公司資料

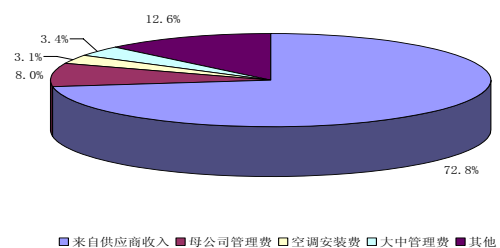
### 毛利率提升 1.4 個百分點至 16.4%

08 年上半年綜合毛利率持續改善，同比提高 1.4 個百分點至 16.4%，主要得益來自供應商的收入同比增長 24.7%。另外，由於大中的利潤按照管理費形式記入總利潤，也為綜合毛利率提升貢獻了 0.2 個百分點。我們相信隨著公司收購整合的不斷進行，其談判能力將會繼續提升，我們預計其綜合毛利率依然有較大上升空間。

圖表 4：國美其他收入分解（一季度）



圖表 5：國美其他收入分解（上半年）



資料來源：公司資料

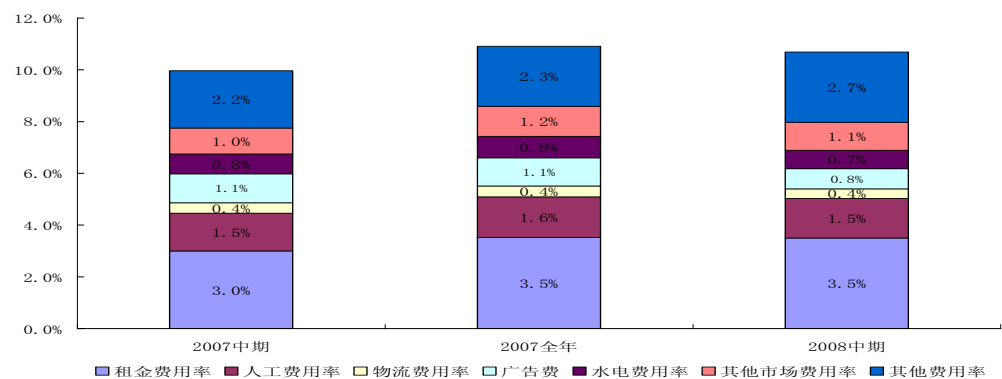
資料來源：公司資料

### 費用率同比提升 0.73 個百分點

租金成本一直是零售公司的一大挑戰，而對於國美來說，其 08 年上半年的租金率也同比提升了 0.5 個百分點至 3.5%，但是相比 07 年全年來說保持了平穩。公司表示這是因為 08 年二季度銷售情況不甚理想，而且很多門店又在 5 6 月份開設，最終導致租金上漲幅度較大所致。

截止至 08 年中期，公司 796 間門店中，95%為租賃，剩餘的平均租約是 6.4 年。

圖表 6：國美費用率概覽



資料來源：公司資料

### 體外門店何時納入還不確定，但應該會選擇整體上市

國美集團旗下還有 351 間門店沒有納入上市公司，公司表示目前還不確定何時能夠納入，但是應該會選擇香港或者回歸 A 股的整體上市方案，不會選擇將此部分門店單獨納入中關村或者三聯商社。

### 微降目標價格至 4.6 港元，維持買入評級

我們認為國美作為中國最大的家電零售企業，其網路能力以及整合能力十分突出，因此我們強烈看好出現了拐點的國美，但考慮到目前經濟狀況並不理想，因此下調了盈利預測，並降目標價格至 4.6 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 23.7 倍。

圖表 7：國美盈利預測變動概覽

百万人民币	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入			
之前预测	54,217	67,463	79,588
目前预测	51,673	63,935	75,594
净利润			
之前预测	2,135	2,710	3,123
目前预测	2,248	2,819	3,141

資料來源：公司資料、第一上海

# 附錄 1：主要財務報表

損益表					
〈人民币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	24,729.0	42,478.0	51,672.6	63,935.5	75,593.7
毛利	2,359.7	4,095.2	4,946.2	6,136.8	7,180.3
其他业务收入	1,251.8	2,546.9	3,457.6	4,267.2	4,852.1
销售及管理费用	(2,697.6)	(4,839.4)	(5,802.8)	(6,974.6)	(7,976.2)
其他收入	5.8	0.0	0.0	0.0	2.0
<b>营运收入</b>	<b>919.7</b>	<b>1,802.7</b>	<b>2,601.0</b>	<b>3,429.3</b>	<b>4,058.2</b>
净财务收入(开支)	154.3	230.2	212.2	279.7	357.4
衍生品公允价值变动	0.0	(505.5)	0.0	0.0	0.0
<b>税前盈利</b>	<b>1,068.2</b>	<b>1,528.1</b>	<b>2,883.2</b>	<b>3,779.1</b>	<b>4,683.6</b>
所得税	(125.6)	(360.2)	(555.7)	(801.8)	(1,175.0)
少数股东应占利润	(123.5)	(40.5)	(79.5)	(87.5)	103.7
<b>净利润</b>	<b>819.2</b>	<b>1,127.3</b>	<b>2,248.1</b>	<b>2,889.8</b>	<b>3,612.3</b>
折旧及摊销	306.4	184.0	239.2	286.4	333.6
<b>EBITDA</b>	<b>1,226.1</b>	<b>1,986.7</b>	<b>2,840.2</b>	<b>3,715.7</b>	<b>4,391.8</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	37.7%	71.8%	21.6%	23.7%	18.2%
EBITDA (%)	20.7%	62.0%	43.0%	30.8%	18.2%
净利润 (%)	64.4%	37.6%	99.4%	28.5%	25.0%

资产负债表					
〈人民币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,451.8	6,270.0	5,650.1	8,499.3	13,033.1
应收账款	75.2	97.7	179.0	212.8	645.4
存货	4,882.7	5,383.0	6,271.1	7,475.2	8,558.1
其他流动资产	9,087.3	10,586.9	10,797.6	11,236.6	11,699.6
<b>总流动资产</b>	<b>15,497.0</b>	<b>22,337.6</b>	<b>22,897.8</b>	<b>27,423.9</b>	<b>33,936.2</b>
固定资产	2,206.6	3,144.0	5,100.0	6,200.0	7,300.0
无形资产	3,370.0	3,343.0	5,114.9	5,114.9	5,114.9
长期投资	103.2	1,013.0	300.8	365.0	447.0
<b>总资产</b>	<b>21,176.2</b>	<b>29,837.5</b>	<b>33,413.6</b>	<b>39,103.9</b>	<b>46,798.2</b>
短期负债	2.0	4.0	6.0	10.0	14.0
应付帐款、应付票据	12,614.0	13,556.5	16,741.6	19,614.2	23,063.5
短期银行贷款	729.3	300.0	450.0	464.0	464.0
其他应付帐款	1,610.0	2,319.6	3,743.2	5,209.7	6,719.4
<b>总短期负债</b>	<b>14,955.3</b>	<b>16,180.1</b>	<b>18,621.2</b>	<b>21,554.7</b>	<b>25,051.1</b>
长期银行贷款(可转债)	726.7	3,184.3	3,184.3	3,184.3	3,184.3
其他负债	253.7	80.4	136.0	192.7	250.9
<b>总负债</b>	<b>16,301.0</b>	<b>19,444.8</b>	<b>22,457.1</b>	<b>25,391.8</b>	<b>28,889.5</b>
少数股东权益	88.8	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>股东权益</b>	<b>5,240.4</b>	<b>10,392.7</b>	<b>10,956.5</b>	<b>13,712.1</b>	<b>17,908.6</b>
账面值	0.4	0.8	0.9	1.1	1.4
营运资金	541.7	6,157.5	4,276.6	5,869.2	8,885.1

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析					
	2006年 预测	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%
EBITDA 利率 (%)	5.0%	4.7%	5.5%	5.8%	5.8%
净利率 (%)	3.3%	2.7%	2.7%	4.5%	4.8%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-10.9%	-11.4%	-11.2%	-10.9%	-10.6%
实际税率 (%)	-11.8%	-23.6%	-19.3%	-21.2%	-25.1%
股息支付率 (%)	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	48.8	45.5	43.4	42.8	44.3
应付账款天数	124.4	118.3	114.8	113.8	115.6
应收账款天数	0.7	1.0	1.1	1.1	1.1
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.77	0.65	0.67	0.65	0.62
收入/总资产	1.17	1.42	1.55	1.64	1.62
总资产/股本	4.04	2.87	3.05	2.85	2.61
盈利对利息倍数	(5.96)	(7.83)	(12.26)	(12.26)	(11.36)

现金流量表					
〈人民币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>EBITDA</b>	<b>1,226.1</b>	<b>1,986.7</b>	<b>2,840.2</b>	<b>3,715.7</b>	<b>4,391.8</b>
融资成本	180.7	(103.8)	(87.8)	(155.3)	(232.9)
营运资金变化	(2,588.7)	1,181.2	1,562.2	2,549.2	3,550.2
所得税	(138.1)	(238.4)	(406.9)	(606.7)	(918.4)
<b>营运现金流</b>	<b>(1,232.4)</b>	<b>2,244.4</b>	<b>3,554.8</b>	<b>4,963.4</b>	<b>6,344.7</b>
资本开支	(1,020.0)	(2,020.0)	(2,100.0)	(1,400.0)	(1,200.0)
其他投资活动	(1,429.3)	(8.6)	(68.6)	111.4	111.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,449.3)</b>	<b>(2,028.6)</b>	<b>(2,168.6)</b>	<b>(1,288.6)</b>	<b>(1,088.6)</b>
负债变化	923.3	(1,800.0)	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	1,458.8	0.0	0.0	0.0
股息	(236.4)	(335.1)	(643.1)	(835.6)	(932.4)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>687.0</b>	<b>(676.3)</b>	<b>(643.1)</b>	<b>(835.6)</b>	<b>(932.4)</b>
<b>现金变化</b>	<b>(2,994.8)</b>	<b>(460.5)</b>	<b>743.1</b>	<b>2,839.2</b>	<b>4,323.8</b>
期初持有现金	2,132.3	(852.4)	4,897.0	5,650.1	8,499.3
期末持有现金	(852.4)	4,897.0	5,650.1	8,499.3	13,033.1

### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。