

**買入**

2008年10月30日

**破產極率極低，重申買入評級**

- **預計三季度業績情況將基本符合預期：**公司表示整個三季度的同店銷售將會持平，其中 8 月份呈現下滑，總的來說三季度的業績情況可能會和市場預期基本一致。
- **房地產行業不景氣對家電零售行業有較大衝擊，但並非完全的決定因素：**公司表示房地產交易量的持續低迷對於家電銷售確實有著不小的負面衝擊，影響相對較大的是白色家電如空調、冰箱洗衣機，其中空調影響最大。但是家電行業的另一個增長動力來自於更新換代，例如 CRT 電視向平板電視的轉換，目前電視機的總存量有 4.5 億台，如果有 80%能夠轉換成平板電視，那將帶來巨大的商機。除此之外，3C、數碼以及手機產品也將成為重要的增長動力。
- **公司明年的業績增長可能明顯放緩，但還不至於出現危機：**市場所擔心的一方面是其價值 47 億元的 2010 年到期的可轉換債券能否到期償還，另一方面是信貸收緊將可能使銀行要求其承兌匯票的低壓存款比例提升，最終導致其資金鏈更加緊張。我們認為一方面公司 9 月底的帳面現金有近 40 億，同時明年的資本開支大幅削減一半至 10 億元，這將使其按期償還的可能性較大，另一方面其可以通過在二級市場回購的方式買回這些債券，目前這些債券的交易價格約為 55 元（票面值 100 元），因此如果能夠按現價贖回，其只須支付 29 億元。而對於承兌匯票的抵押存款，由於其是零售企業中的龍頭，受到國家的支援力度很大，因此抵押比例從年初的 70%下降到 60%左右，年底還會到 55%，而明年和許多銀行簽訂的協定的都是 40%，因此出現收緊的可能性不大。
- **目標價降至 2.4 港元，重申買入評級：**我們對公司未來發展速度的預測進行了下調，並將目標價格下調至 2.4 港元，此價格相當於 08 年 12.4 倍每股收益。

★1 港元=0.88 人民幣

**李嶽**

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com,hk

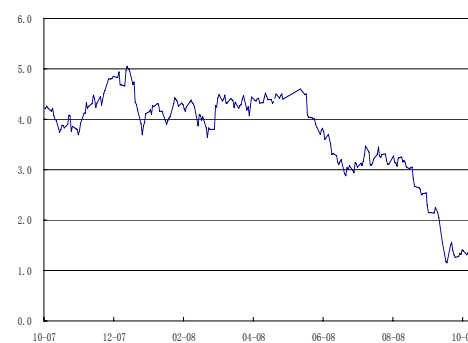
**主要資料**

行業	連鎖零售
股價	1.4 港元
目標價	2.4 港元 (+71.4%)
股票代碼	0493
已發行股本	128.8 億股
市值	178.6 億港元
52 周高/低	1.1—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	59440	68094
变动 (%)	38	72	22	15	15
净利润 (百万人民币)	819	1127	2248	2534	2784
基本每股收益 (人民币)	0.10	0.09	0.17	0.20	0.22
变动 (%)	27	(9)	96	16	10
摊薄每股收益 (人民币)	0.09	0.09	0.16	0.19	0.20
变动 (%)	13	3	82	16	10
基于1.4港元的市盈率水平	13.0	14.3	7.3	6.3	13.3
每股派息 (人民币)	0.08	0.03	0.05	0.06	0.06
息率 (%)	5.57	1.88	3.41	3.97	1.87

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

# 附錄 1：主要財務報表

损益表					
<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	59,440.0	68,094.1
毛利	2,359.7	4,095.2	4,946.2	5,705.6	6,468.6
其他业务收入	1,251.8	2,546.9	3,457.6	4,012.1	4,436.8
销售及管理费用	(2,697.6)	(4,839.4)	(5,802.8)	(6,644.4)	(7,318.2)
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>3,073.3</b>	<b>3,589.3</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>3,423.0</b>	<b>4,214.6</b>
所得税	(125.6)	(360.2)	(555.7)	(730.6)	(1,063.0)
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>2,604.9</b>	<b>3,255.3</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>3,359.7</b>	<b>3,922.9</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	37.7%	71.8%	21.6%	15.0%	14.6%
EBITDA (%)	20.7%	62.0%	43.0%	18.3%	16.8%
净利润 (%)	64.4%	37.6%	99.4%	15.9%	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	7,490.7	11,204.8
应收账款	75.2	97.7	179.0	201.4	626.7
存货	4,882.7	5,383.0	6,271.1	7,067.2	7,887.6
其他流动资产	9,087.3	10,586.9	10,797.6	11,132.0	11,537.5
<b>总流动资产</b>	<b>15,497.0</b>	<b>22,337.6</b>	<b>22,897.8</b>	<b>25,891.3</b>	<b>31,256.5</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	354.8	430.2
<b>总资产</b>	<b>21,176.2</b>	<b>29,837.5</b>	<b>33,413.6</b>	<b>37,561.0</b>	<b>44,101.7</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	18,303.4	20,880.4
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	5,195.3	6,682.4
<b>总短期负债</b>	<b>14,955.3</b>	<b>16,180.1</b>	<b>18,621.2</b>	<b>20,229.5</b>	<b>22,845.5</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>24,066.6</b>	<b>26,684.0</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>13,494.4</b>	<b>17,417.7</b>
账面值	0.4	0.8	0.9	1.0	1.4
营运资金	541.7	6,157.5	4,276.6	5,661.8	8,411.0

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%	5.7%	5.8%
净利率 (%)	3.3%	2.7%	2.7%	4.4%	4.8%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-10.9%	-11.4%	-11.2%	-11.2%	-10.7%
实际税率 (%)	-11.8%	-23.6%	-19.3%	-21.3%	-25.2%
股息支付率 (%)	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	48.8	45.5	45.3	44.3	44.3
应付账款天数	124.4	118.3	119.0	116.0	115.6
应收账款天数	0.7	1.0	1.2	1.1	1.1
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.77	0.65	0.67	0.64	0.61
收入/总资产	1.17	1.42	1.55	1.58	1.54
总资产/股本	4.04	2.87	3.05	2.78	2.53
盈利对利息倍数	(5.96)	(7.83)	(12.26)	(10.99)	(10.04)

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>3,359.7</b>	<b>3,922.9</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	1,679.0	2,885.2
所得税	(138.1)	(238.4)	(406.9)	(545.7)	(823.3)
<b>营运现金流</b>	<b>(1,232.4)</b>	<b>2,244.4</b>	<b>3,554.8</b>	<b>3,869.4</b>	<b>5,417.9</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)	(750.2)	(825.3)
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>(750.2)</b>	<b>(825.3)</b>
<b>现金变化</b>	<b>(2,994.8)</b>	<b>(460.5)</b>	<b>743.1</b>	<b>1,830.6</b>	<b>3,504.1</b>
期初持有现金	2,132.3	(852.4)	4,897.0	5,650.1	7,490.7
期末持有现金	(852.4)	4,897.0	5,650.1	7,490.7	11,204.8

資料來源：公司資料、第一上海預測

### 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的投資者的投資取向，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。