

**买入**

2014年8月26日

**14年上半年收入增长7.4%，股东应占利润增长115.2%**

- **收入及股东应占利润分别增长7.4%及115.2%：**于14年上半年，国美录得销售收入291.2亿元人民币(同下)，同比增长7.4%。综合毛利率继续保持提升，到18.8%，这是受惠于高毛利率差异化产品销售的提升。目前，高毛利率差异化及冲量产品的销售占比为32%；预计这占比将继续提升。经营开支比率减少0.8个百分点到16.3%(受益于良好的租金及广告费用控制)；股东应占利润率提升到2.4%，股东应占利润增长115.2%到6.9亿元。存货周转天数维持稳定(约64天)。净经营现金流为3.2亿元。总体业绩良好。
- **上半年同店增长为7.3%，是主要的增长动力：**期内，国美录得7.3%的同店增长；是上半年收入增长的主要动力。其中一级城市的同店增长为6.3%，二级城市的同店增长为11.3%。我们预计未来的同店增长将维持在中单位数左右及预计二级城市的同店增长将能录得较快增长并成为公司增长动力之一。
- **线上业务交易额增长54%：**第一季度的线上业务交易额同比增长约40%，第二季度约65%；上半年约54%。UV同比增长43.8%。移动端交易额占比达10%。毛利率继续有所提升，到7.3%。
- **全渠道零售商战略：**国美上半年良好的业绩都是受益于全渠道零售商战略。我们相信线下渠道的扩充、线上渠道用户体验的提升、组织架构及基础设施升级的战略将继续提升公司的长远竞争力。
- **提升目标价到1.7港元，维持买入评级：**我们预测国美2014-2016年归属股东利润为12.2亿、14.2亿及16.2亿元人民币；每股盈利分别为0.07、0.08及0.10元人民币。由于公司经营表现良好及优于同行，及我们看好公司O2M的全渠道发展策略，我们维持买入评级。提升目标价到1.7港元(相等于2014年18.8倍的每股预测盈利)。

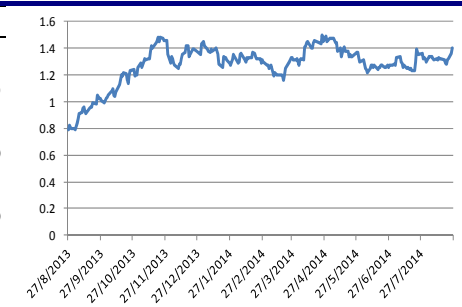
王柏俊

**852 2532 1915**
**Patrick.wong@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	家電零售
股价	1.36 港元
目标价	1.70 港元 (+25%)
股票代码	493
已发行股本	169.5 亿股
市值	230.5 亿港元
52 周高/低	1.52/0.75 港元
每股净现值	1.22 港元
主要股东	GUANGYU HUANG (30.5%) BAIN CAPITAL GLORY LTD (5.4%) BLACKROCK (5.1%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万人民币)	51,097	56,401	61,957	68,027	75,284
增长 (%)	-14.6%	10.4%	9.9%	9.8%	10.7%
利润 (百万人民币)	-728	892	1,216	1,418	1,620
增长 (%)	-139.6%	222.5%	36.2%	16.7%	14.2%
每股盈利 (人民币)	-0.04	0.05	0.07	0.08	0.10
增长 (%)	-140.4%	220.5%	36.3%	16.7%	14.2%
市盈率 (倍)	-	20.69	15.18	13.01	11.40
每股派息 (人民币)	-	0.02	0.03	0.03	0.04
股息率 (%)	-	1.4%	2.6%	3.1%	3.5%

**股价表现**


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

## 14年上半年收入增长7.4%，股东应占利润增长115.2%

### 收入及股东应占利润分别增长7.4%及115.2%

于14年上半年，国美录得销售收入291.2亿元人民币(同下)，同比增长7.4%。综合毛利增长6.75%到44.3亿元。综合毛利率继续保持提升，到18.8%，这是受惠于高毛利率差异化产品销售的提升。目前，高毛利率差异化及冲量产品的销售占比为32%；预计这占比将继续提升。经营开支比率减少0.8个百分点到16.3%(受益于良好的租金及广告费用控制)；股东应占利润率提升到2.4%，股东应占利润增长115.2%到6.9亿元。如扣除1亿元的一次性大股东赔偿收益，股东应占利润为5.9亿元；股东应占利润率为2.1%。中期每股派发股息0.0163元，相等于40%的派息率。存货周转天数维持稳定(约64天)。净经营现金流为3.2亿元。总体业绩良好。

### 上半年同店增长为7.3%，是主要的增长动力

期内，国美录得7.3%的同店增长；是上半年收入增长的主要动力。其中一级城市的同店增长为6.3%，二级城市的同店增长为11.3%。我们预计未来的同店增长将维持在中单位数左右及预计二级城市的同店增长将能录得较快增长并成为公司增长动力之一。另外，公司在一、二级城市分别新开了21及34家门店，同时关闭了20家门店。总门店数约1,605家，平均销售面积约3.6百万平米。公司与超市、百货及地方连锁店等第三方合作的门店数达109家。我们相信公司未来会继续每年新增大概50-80家门店，并在二级城市开店为主。

### 线上业务交易额增长54%

第一季度的线上业务交易额同比增长约40%，第二季度约65%；上半年约54%。UV同比增长43.8%。移动端交易额占比达10%。毛利率继续有所提升，到7.3%。

### 全渠道零售商战略

国美上半年良好的业绩都是受益于全渠道零售商战略。在线下渠道，国美会继续优化一级城市的门店、增加二级城市的门店网络及增加与百货超市及地方连锁商的合作去保持同店增长及扩充市场。在线上渠道，国美将提升用户在各平台的体验及融合线下IT、物流等服务去保持线上高速的交易额增长。另外，国美也会把组织架构智能化、精细化及扁平化，及把基础设施升级(如线上线下共同采购、利用全面的IT系统去支撑供应链系统及增加物流网络去达到“400城市一日三达”的目标。我们相信这些战略将继续提升公司的长远竞争力。

### 提升目标价到1.7港元，维持买入评级

我们预测国美2014-2016年归属股东利润为12.2亿、14.2亿及16.2亿元人民币；每股盈利分别为0.07、0.08及0.10元人民币。由于公司经营表现良好及优于同行，及我们看好公司O2M的全渠道发展策略，我们维持买入评级。提升目标价到1.7港元(相等于2014年18.8倍的每股预测盈利)。

### 重要风险

我们认为以下是一些比较重要的风险：1)行业竞争激烈、2)受店商的冲击、3)线上业务转亏为盈的时间比预期长及4)O2M全渠道发展策略的效果没预期好。

## 附录 1: 主要财务报表

&lt;人民币&gt; &lt;百万&gt;, 财务年度截至&lt;12月31日&gt;

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	51,097.1	56,400.7	61,957.4	68,027.4	75,284.1
毛利	6,820.6	8,502.1	9,417.5	10,408.2	11,593.7
其他业务收入	1,692.1	1,852.0	2,034.4	2,233.7	2,472.0
销售及管理费用	-9,324.6	-9,339.6	-10,321.7	-11,298.9	-12,466.5
营运收入	-811.8	1,014.5	1,130.3	1,343.0	1,599.2
财务开支	18.3	180.2	216.3	342.8	371.9
其他收益	34.0	-	-	-	-
税前盈利	-759.4	1,194.7	1,346.6	1,685.8	1,971.1
所得税	-182.9	-517.2	-324.4	-406.1	-474.9
少数股东应占利润	-213.4	-215.0	-193.5	-174.2	-156.8
净利润	-728.9	892.5	1,215.7	1,453.9	1,653.0
折旧及摊销	470.5	552.7	516.8	640.9	749.3
EBITDA	-258.4	1,445.2	1,732.5	2,094.7	2,402.3
增长					
总收入 (%)	-14.6%	10.4%	9.9%	9.8%	10.7%
营运收入 (%)	-	-	11.4%	18.8%	19.1%
每股收益 (%)	-139.4%	-223.3%	36.3%	19.6%	13.7%

## 资产负债表

&lt;人民币&gt; &lt;百万&gt;, 财务年度截至&lt;12月31日&gt;

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	7,067.3	9,015.8	10,638.2	11,404.0	13,456.2
应收账款	203.1	245.5	247.8	265.3	293.6
存货	7,779.2	8,220.7	7,833.1	8,492.3	8,845.6
其他流动资产	9,274.0	8,863.5	8,863.5	8,863.5	8,863.5
总流动资产	24,323.6	26,345.5	27,582.6	29,025.1	31,458.8
固定资产	4,379.4	4,094.8	5,078.0	5,937.1	6,687.8
无形资产	7,473.6	7,434.4	7,434.4	7,434.4	7,434.4
其他非流动资产	1,536.1	1,449.4	1,449.4	1,449.4	1,449.4
总资产	37,712.7	39,324.0	41,544.4	43,845.9	47,030.4
应付帐款、应付票据	18,016.7	18,077.5	19,829.2	21,319.1	23,565.4
短期银行贷款	2,434.4	2,683.2	2,733.2	2,783.2	2,833.2
其他应付帐款	2,416.5	3,073.6	3,073.6	3,073.6	3,073.6
总短期负债	22,867.6	23,834.2	25,635.9	27,175.9	29,472.2
长期借贷	-	-	-	-	-
其他负债	175.6	172.3	172.3	172.3	172.3
总负债	23,043.1	24,006.5	25,808.2	27,348.2	29,644.5
少数股东权益	-394.8	-609.8	-803.3	-977.5	-1,134.3
股东权益	14,669.6	15,317.5	15,736.1	16,497.8	17,386.0
每股账面值	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
营运资金	1,456.0	2,511.3	1,946.7	1,849.2	1,986.7

数据来源: 公司资料、第一上海预测

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
综合毛利率 (%)	16.7%	18.4%	18.5%	18.6%	18.7%
EBITDA 利率 (%)	-0.5%	2.6%	2.8%	3.1%	3.2%
净利率 (%)	-1.4%	1.6%	2.0%	2.1%	2.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	18.2%	16.6%	16.7%	16.6%	16.6%
股息支付率 (%)	0.0%	30.0%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转	63.00	61.00	55.00	51.00	49.00
应付账款天数	137.00	130.00	128.00	128.00	128.00
应收账款天数	1.40	1.50	1.46	1.42	1.42
财务状况					
净负债/股本	-31.6%	-41.3%	-50.2%	-52.3%	-61.1%
总资产/股本	135.5%	143.4%	149.1%	155.2%	160.1%
总资产/股本	257.1%	256.7%	264.0%	265.8%	270.5%
盈利对利息倍数	-3973.2%	495.4%	562.0%	424.1%	444.5%

## 现金流量表

&lt;人民币&gt; &lt;百万&gt;, 财务年度截至&lt;12月31日&gt;

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
税前盈利	-759.0	1,194.7	1,346.6	1,685.8	1,971.1
营运资金变动	118.7	686.0	2,137.0	814.2	1,866.8
其他调整	5,169.6	375.1	-220.8	-16.7	235.4
财务费用	18.3	147.0	188.3	226.3	-
支付股息	-227.7	-60.6	-54.2	-82.7	-84.2
支付所得税	-182.9	-517.2	-324.4	-406.1	-474.9
经营活动现金流	4,137.0	1,825.0	3,072.4	2,220.7	3,514.2
资本开支	-721.0	-268.0	-1,500.0	-1,500.0	-1,500.0
其他投资	-	1.7	-	-	-
投资活动现金流	-721.0	-266.3	-1,500.0	-1,500.0	-1,500.0
借贷变化	-2,666.0	248.8	50.0	50.0	50.0
股本变化	-	-	-	-	-
其他	345.7	141.0	-	-6.0	-14.0
融资活动现金流	-2,320.3	389.8	50.0	44.0	36.0
现金变化	1,095.7	1,948.5	1,622.4	764.7	2,050.2
期初持有现金	5,971.7	7,067.3	9,015.8	10,638.2	11,404.0
期末持有现金	7,067.3	9,015.8	10,638.2	11,404.0	13,456.2

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任​​何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。