

# Gome Electrical (493 HK)

Starting a new journey

**As one of the leading home appliance retail chain leaders in China, Gome's earnings growth is soaring again after a strategy change in 2012. The company is keen to build its supply chain system, aiming to lower its costs and expand its margin amid price competition. Gome aims to improve its profitability in e-commerce, so there will not be big investment in it before 2015. We forecast that the company's earnings can grow at a CAGR of 24% with its net margin improved from 1.5% in 2012 to 1.9% in 2015. Our TP HK\$1.9 is based on the average of 21x 2014P/E (2SD above mid-cycle) and 1.86x 2014 P/B(1SD above mid-cycle). Initiate with BUY rating.**

**Earnings bottomed out:** Gome's earnings has bottomed out in 2Q2012 and displayed an improving momentum since then. Benefiting from its new strategy, we forecast that its net margin will improve from 1.5% in 2013 to 1.9% in 2015, equivalent to a 24% CAGR of earnings from 2013 to 2015.

**A multi-channel operator with supply chain as the key:** Gome is building its supply chain to achieve scale advantage. Its online and offline business will share the supply chain and purchasing ability, which enables its margin to improve by 3ppt.

**Gome expands its channel to second- and third-tier cities:** Starting from 2012, home appliance in second- and third-tier cities grew much faster than in first-tier cities. Gome will open 100 small and medium size stores in second- and third-tier cities in 2014 to catch the trend. We believe the company will gain growth momentum again.

**Valuation:** Gome is not a cheap play compared with its peers in developed markets. However, we believe the company should be trading at a premium backed by its turnaround story. We assign 21x 2014P/E and 1.86x 2014P/B to the company. Our target price of HK\$1.9 implies 24.2x 2014E P/E and 1.56x 2014E P/B. Initiate with a BUY rating.

## Financials

| RMB mn     | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue    | 59,821 | 47,867 | 53,924 | 59,418 | 63,014 |
| Growth(%)  | 18%    | -20%   | 13%    | 10%    | 6%     |
| Net income | 1801   | -597   | 796    | 1038   | 1224   |
| Growth(%)  | -8%    | n.a    | n.a    | 30%    | 18%    |
| EPS(RMB)   | 0.11   | -0.04  | 0.05   | 0.06   | 0.07   |
| DPS(RMB)   | 0.02   | 0.00   | 0.01   | 0.02   | 0.02   |
| P/E(X)     | 10.5   | -32.8  | 24.5   | 18.8   | 16.0   |
| P/B(X)     | 1.3    | 1.4    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |
| ROE(%)     | 11.3%  | -5.5%  | 3.9%   | 5.7%   | 7.2%   |

Source: Company data, CMS (HK) estimate

**Buy**

(Initiation)

**Target Price: HK\$ 1.9**

Current price: HK\$1.47

China Merchants Securities (HK)  
 Deng Liangsheng Gloria Wang  
 +86-755-25317307  
 wangxd6@cmschina.com.cn

25 Nov 2013

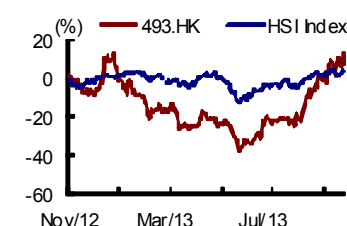
## Key data

|                     |          |
|---------------------|----------|
| HSI Index           | 23249.79 |
| HSCEI Index         | 10678.69 |
| S/O(mn)             | 16875    |
| S/O (HK)(mn)        | 16875    |
| Mkt cap (HK\$) (mn) | 21263    |
| BVPS(HKD)           | 0.91     |

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| Major shareholder | Holding (%) |
| Huang Guangyu     | 33%         |
| Free float        | 67%         |
| Industry          | Retail      |

## Share performance

| %        | 1m | 6m | 12m |
|----------|----|----|-----|
| Absolute | 14 | 33 | 11  |
| Relative | 12 | 30 | 6   |



Source: Bloomberg

## Related research

- Intime: 1-3Q data in line, maintain Buy rating  
2013/10/12
- Department stores: not out of the woods yet 2013/11/12

## 国美电器(493.HK)

盈利反转，重新起航

国美电器作为中国最大的电器零售商之一，2012年经历了战略调整的阵痛，2013年重新步入增长轨道。公司现在以实体门店经营为核心，发展供应链，打造低成本和高效率的运营模式，同时电子商务业务以盈利为主要目标。预计2015年前电子商务不会有太大的投入。公司盈利能力从2012年2季度已经见底，目前季度性恢复良好。我们预计公司2013-2015年的净利润率将从1.5%改进到1.9%。净利润将保持24%的年度复合增长率。我们首次给予公司买入评级，目标价1.9港元，基于21XP/E (2倍标准差的历史估值) 和1.86xP/B 2014 (1倍标准差的历史估值) 的估值的平均值。

**核心打造供应链的多渠道运营商** 公司从2012年致力打造核心供应链，公司1,000亿元的采购平台能够保证公司线上线下门店共享资源，公司的采购毛利率将提高3个百分点。电商方面公司策略区别于苏宁，有利于公司保持稳定的盈利水平。

**拓展二三线市场，寻找增长空间** 公司一线市场的市占率基本上处于领先地位，二三线市场从2012年以来受益于房地产复苏，增长趋势好于一线市场。依赖于公司的区域物流平台，公司未来将核心开拓二三线市场的家电零售网络，2014年计划开100家中小型门店。

### 估值和投资建议

公司目前估值水平高于发达市场家电连锁行业平均值不过低于A股同行估值。我们认为公司处于盈利反转，应该享有较高的估值。目标价1.9港元相当于24.2x 2014P/E以及1.56x2014P/B，首次给予买入评级。

### 盈利预测及估值

| 人民币 百万元  | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额      | 59,821 | 47,867 | 53,924 | 59,418 | 63,014 |
| 同比增长 (%) | 18%    | -20%   | 13%    | 10%    | 6%     |
| 净利润      | 1801   | -597   | 796    | 1038   | 1224   |
| 同比增长 (%) | -8%    | n.a    | n.a    | 30%    | 18%    |
| 每股盈利 (元) | 0.11   | -0.04  | 0.05   | 0.06   | 0.07   |
| 每股股息 (元) | 0.02   | 0.00   | 0.01   | 0.02   | 0.02   |
| 市盈率 (X)  | 10.5   | -32.8  | 24.5   | 18.8   | 16.0   |
| 市净率 (X)  | 1.3    | 1.4    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |
| ROE (%)  | 11.3%  | -5.5%  | 3.9%   | 5.7%   | 7.2%   |

资料来源：公司资料,招商证券（香港）预测

买入

(首次覆盖)

目标价：HK\$ 1.9

现价：HK\$1.47

招商证券(香港)研究部  
邓良生 王晓滢  
+86-755-25317307  
wangxd6@cmschina.com.cn

2013年11月25日

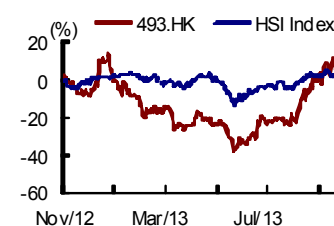
### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 恒生指数       | 23249.79 |
| H股指数       | 10678.69 |
| 总股数(万股)    | 1687506  |
| 港股股数(万股)   | 1687506  |
| 港股市值(港元百万) | 21263    |
| 每股净资产(港元)  | 0.91     |

|       |       |
|-------|-------|
| 主要股东  | 持股(%) |
| 黄光裕   | 33%   |
| 自由流通股 | 67%   |
| 行业    | 零售    |

### 股价表现

| %      | 1m | 6m | 12m |
|--------|----|----|-----|
| 绝对表现   | 14 | 33 | 11  |
| 相对恒指表现 | 12 | 30 | 6   |



资料来源：彭博

### 相关报告

1. 银泰商业:1-3 季度数据符合预期，维持买入评级 2013/10/12
2. 双十一销售凸显百货行业压力 2013/11/12

## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 核心打造供应链，定位多渠道零售商 .....           | 7  |
| 电子商务重在盈利为核心 .....                | 8  |
| 二三线市场的扩张促收入增长 .....              | 11 |
| 管理团队目前稳定 .....                   | 14 |
| 财务预测 .....                       | 14 |
| 风险因素 .....                       | 18 |
| 附录 .....                         | 18 |
| 图表目录                             |    |
| 图 1：公司收入以及同比增长 .....             | 5  |
| 图 2：公司净利润以及净利润率 .....            | 5  |
| 图 3：公司季度性收入和盈利 .....             | 6  |
| 图 4：中国家电以及通讯器材零售额同比增长 (%) .....  | 6  |
| 图 5：国美苏宁市场份额比较 .....             | 9  |
| 图 6：国美和苏宁的线上业务销售额比较 .....        | 9  |
| 图 7：收入以及增速比较 .....               | 11 |
| 图 8：苏宁零售业务收入分成 .....             | 11 |
| 图 9：公司运营利润率比较 .....              | 11 |
| 图 10：苏宁的收入地区分布 .....             | 11 |
| 图 11：一级市场传统家店渠道市场份额 .....        | 12 |
| 图 12：一级市场生活家电渠道市场份额 .....        | 12 |
| 图 13：一级市场 3C 渠道市场份额 .....        | 12 |
| 图 14：二级市场传统家电渠道市场份额 .....        | 12 |
| 图 15：二级市场生活家电渠道市场份额 .....        | 12 |
| 图 16：二级市场 3C 渠道市场份额 .....        | 12 |
| 图 17：国美和苏宁现金周转天数 .....           | 15 |
| 图 18：国美动态 PE .....               | 17 |
| 图 19：国美动态 PB .....               | 17 |
| 图 20：B2C 渠道 .....                | 19 |
| 图 21：电子商务销售品类占比 .....            | 19 |
| 图 22：中国网上零售商市场份额 .....           | 19 |
| 图 23：网上家电零售商苏宁、国美以及京东的市场份额 ..... | 19 |
| 图 24：美国电器零售商市场份额 .....           | 20 |
| 表 1：公司产品分类 .....                 | 7  |
| 表 2：国美物流体系 .....                 | 7  |
| 表 3：电子商务的费用率水平比较 .....           | 8  |
| 表 4：公司门店截止 2012 年底 .....         | 13 |
| 表 5：公司全国门店网络情况 .....             | 13 |
| 表 6：公司季度性店面面积以及同店增长 .....        | 14 |

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 表 7: 銷售假設以及預測 .....     | 15 |
| 表 8: 公司季度盈利數據 .....     | 16 |
| 表 9: 公司盈利預測 .....       | 17 |
| 表 10: 同行估值比較 .....      | 17 |
| 表 11: 公司費用比例 .....      | 18 |
| 表 12: 國美重要歷史進程 .....    | 20 |
| 表 13: 國美主要高管以及管理層 ..... | 21 |

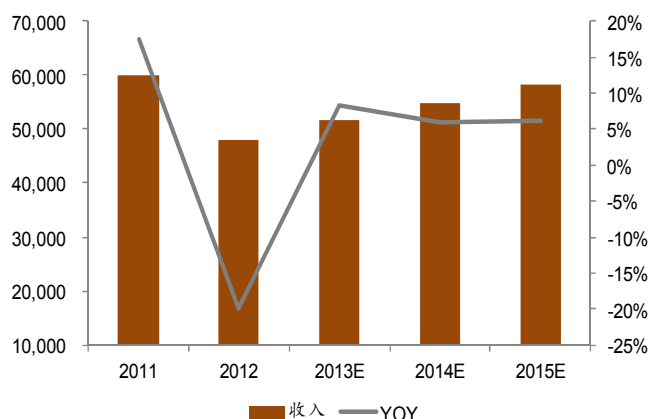
## 盈利能力恢复促增长

### 收入和利润将步入恢复轨道

国美电器 1987 年成立于北京，公司通过自有门店建设，以及在 2008 年之前发动大规模的收购兼并，迅速壮大在中国家电市场的市场份额，与苏宁电器形成中国家电连锁市场上的双龙头的格局。公司 2008 年之前规模比苏宁大，不过在 2008 年以后规模逐步被苏宁超越。公司 2012 年重新制定 2013-2015 的发展战略。公司重新返回增长轨道。

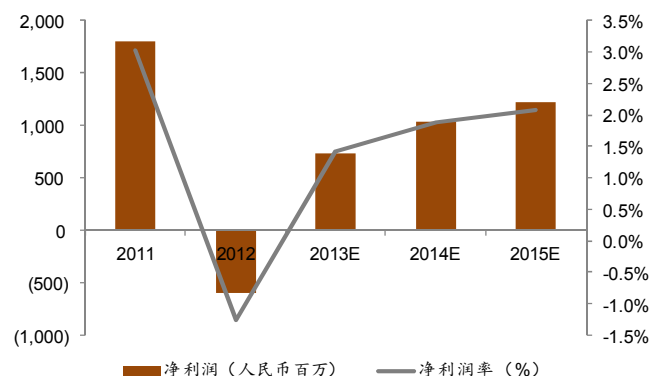
因为公司 2011 年对家电市场过于乐观，开店数目达到 200 家，但 2012 年宏观环境转差，70% 的门店亏损。公司 2012 年收入下滑 20%，净利润亏损近 6 亿元人民币，净利润率下滑到 -1.2%；公司在 2012 年 2 季度开始关闭亏损门店，削减人工，减少租金以及转租空置面积节省租金，减少电子商务盲目投入，达到盈利能力提升的目的。2012 年第三季度以来，公司盈利能力出现季度性恢复趋势。我们预计公司 2013-2015 年收入和净利润将保持 8.1% 和 24% 的年复合增长。同时公司的净利润率由 2012 年的 -1.2% 改进到 2015 年的 1.9%。

图 1：公司收入以及同比增长



资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

图 2：公司净利润以及净利润率



资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

### 战略调整初见成效

2011 年底家用电器以旧换新的政策的退出，以及宏观面对需求的转弱，但是整个家电零售企业还依然保持之前较高的开店速度，导致很多店面并不盈利，从而 2012 年整个家电行业负增长。公司在 2012 年第三季度进行了战略调整，关闭了不盈利的门店、缩减面积、对空置面积进行出租。因为租金节约有成效等一系列的调整措施带来公司 2012 年第四季度开始盈利。同时，公司提出了 2013-2015 年的战略布局：

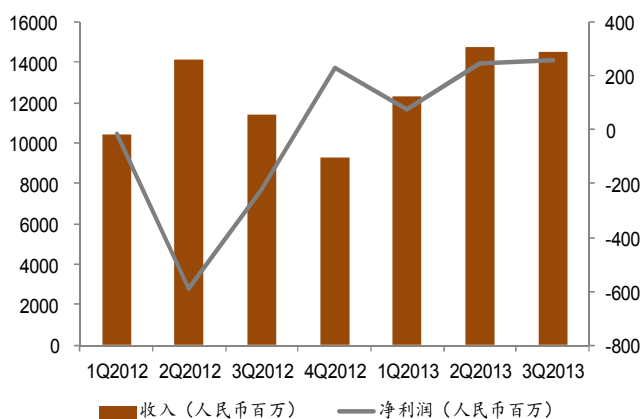
- 1) **线下业务仍然为重点：**一级市场线下门店以客户需求为导向，增强连锁门店的现场体验。比如优化门店、创新提升大店购物体验、提

升单店质量；二级市场加快布局。

- 2) 线上电子商务发展以盈利模式为导向：整合共享、提升毛利率、控制成本、增强体验和打造全品类购物网站。
- 3) 供应链和物流体系的建设：轻资产、低成本和高效率。

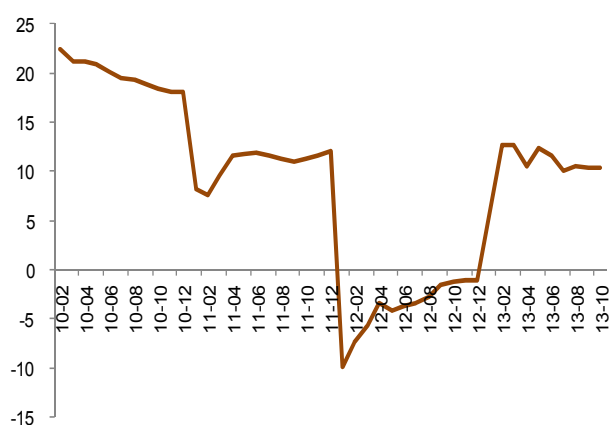
我们认为公司的战略调整从现阶段看是成功的，历史上公司正常的净利润水平在3%以上，未来1-2年公司依赖于新的战略，盈利水平回归到1.9%。从行业宏观面来看，2013年1-10月，家电以及通讯产品的零售额累计增长在10.4%，明显好于去年同期的-1.2%的累计增长。行业经过了2012年的调整，2013年重新步入恢复增长轨道。未来家电增长主要来自 1) 二三线市场新的需求 和 2) 以旧换新的需求

图 3：公司季度性收入和盈利



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图 4：中国家电以及通讯器材零售额同比增长 (%)



资料来源：国家统计局，招商证券（香港）

### 差异化产品以及自营产品提高毛利率

面对家电连锁企业近年来兴起的价格大战以及电商的冲击，公司也开始开发差异化产品抵御同质化产品的价格竞争。市场对于高端家用电器的需求较强，现在实体门店都是以销售中高端产品为主。我们参观了国美在深圳最大的港澳城门店，其中高端产品销售价格在8000元以上的占比10%，销售单价在3000-7000元的占比70%-80%。为了差异化，国美开始跟一些品牌合作做OEM/ODM产品，该业务毛利率23%-25%，高于常规产品毛利率3个百分点；2012年差异化产品的销售占比达到22%，公司希望未来3年能提高到30%-40%的销售比例；同期苏宁差异化产品占比仅为6%。常规产品毛利率17%-18%，占公司整体销售额70%；低端产品毛利率10%占比8%；公司的策略是高端产品在门店展示，而低端产品在网站展示。另外公司还在申请作虚拟运营商，同中国联通、中国移动一样销售自己的套餐产品，新业务有待工信部批准。



表 1：公司产品分类

| 产品分类  | 销售占比 | 毛利率     |
|-------|------|---------|
| 低价产品  | 8%   | 10%     |
| 常规商品  | 70%  | 16%-18% |
| 高毛利产品 | 22%  | 23%-25% |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

## 核心打造供应链，定位多渠道零售商

### 供应链体系领先行业

电器零售连锁之前盈利模式是“二房东”性质，通过拉长供应商的账期来达到获取流动资金的目的。公司作为家电连锁企业龙头之一，认为供应链最为重要；未来将核心打造供应链；目前公司依靠供应链建设，采购物流建设，优化体系，提高消费者粘性，从之前的从供应商身上赚钱模式转移到消费者。国内的电器零售商苏宁和国美的供应链最为健全。

表 2：国美物流体系



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

### 线上线下供应链共享，有利于盈利水平提高

从 2013 年第三季度开始，公司的电子商务与实体门店共享公司供应链。公司共有 1000 亿元的采购平台，依赖公司的采购平台，公司线上业务的毛利率改进 3 个百分点。公司线上线下业务共同分享目前在 400 个城市的物流仓库以及未来三年将建立的 40 个区域物流中心。利用其区域物流的优势，公司未来三年能运输费用率能下降 1.5 个百分点。

通过物流的改进，电子商务毛利率由年初 2.7% 上升到第三季度 5.6%。我们认同公司打造供应链的策略。目前家用电器销售的纯电商京东商城也在打造物流系统和库存系统，不过因为采购品类较多，不如电器零售商国美和苏宁具有规模优势；京东主席刘强东表示公司有 70%-80% 的成

本投入到物流系统和研发系统。纯电商京东的毛利率不到 5%，而实体的国美苏宁的毛利率在 6% 左右。国美的电子商务业务整体费用率在 11%-13%，未来三年毛利率有望升到 8%-10%，而费用率有望下降到 10%，公司电子商务有望在 2015 年实现盈亏平衡。

而对于纯电商而言，因为物流体系还在建设初期，因此产品的售后服务相对于实体店有差距。利用 EPR 系统，国美把线上线下进行后台技术和售后服务整合；此外，为了让公司的线上业务得到推广，国美将线下会员线上会员积分打通；在用户体验上，北京地区实体门店已经实行线上下单，线下自提。未来将推广到全国门店。

**表 3：电子商务的费用率水平比较**

|       | 电器零售商电商业务 | 纯电商 |
|-------|-----------|-----|
| 毛利率   | 6%        | 5%  |
| 广告费用  | 2%        | 5%  |
| 人工费用  | 3%        | 3%  |
| 物流费用  | 3%-5%     | 5%  |
| 其他费用  | 3%        | 3%  |
| 总体费用率 | 11%-13%   | 16% |

资料来源：招商证券（香港）

## 电子商务重在盈利为核心

### 电子商务短期策略谨慎

2011 年公司推出了电子商务平台**国美在线**以及**库巴网 (coo8)**，公司拥有两家网站 60% 的股权。国美在线主要是销售电器，自营业务为主，而库巴网是非电器为主，为开放式平台。为吸引供应商，公司网店免除年费以及平台技术使用费。公司管理层表示 2013-2014 年电子商务不会跟同行一样盲目投入做大规模，不会在没有消费群体时候，没有顾客粘性时候加大资本开支。公司电商 2012 年销售额达到 44 亿，同比增加 119%，亏损近 7-8 亿。2013 年截止 9 月底，公司电子商务销售额跟去年持平，亏损 4 亿元，预计 2013 年全年的电子商务业务亏损仍在 5 亿元左右，上市公司计入 3 亿元左右亏损。2014 年电子商务预计亏损 3 亿元，计入上市公司的亏损为 1.8 亿元，公司电子商务业务预计到 2015 年将达到盈亏平衡。

### 我们担心以短期盈利为核心，可能会造成公司市场份额停滞

目前国内各大电子商务运营商都是采用低价战略以及促销活动作为营销战略，比如 2012 年 8 月 15 日大促销；2013 年的双十一。公司 2013 年线下门店支持全网比价；线下线上产品同价，增加了购物体验，开放了比价系统。公司 3C 产品同价；大家电、3C 配件采用差异化产品。2013

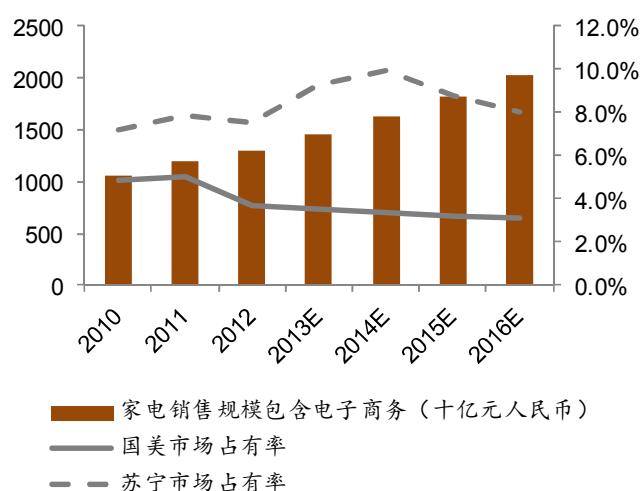


年的双十一电商购物节，11.9-11.12日，线下销售增加92%，线上销售增加300%。

借鉴发达市场的发展，未来家电网上销售是实体门店的一个必要补充。2013年上半年，我国B2C家电网购市场规模（含手机、平板电脑）已达到530亿元，占整体B2C网购市场交易额的17.7%。京东、天猫、苏宁易购三大平台型电商的家电销售额占整体家电网购交易量的90%以上，其中，京东以近50%的份额成为家电和3C数码领域最大的专业在线商城。2012年，中国网购家电市场占整体家电市场10%的市场份额，预计到2015年，中国网购家电市场的规模占整体家电规模的比例将达到15%。

国美电器电商发展策略是在短期内以盈利能力为主要目标。我们认为公司在电子商务业务上短期的谨慎有可能对公司的市场份额有影响。按照麦肯锡的数据，中国家电市场包含电子商务市场规模在2012年底达到13060亿元，而国美占4%。预计2013-2015年，如果中国家电市场（包含电子商务）能保持11%的年度复合增长率，根据我们预测国美的8%的年度复合收入增长，我们认为国美在家电市场占有率会略低于4%。

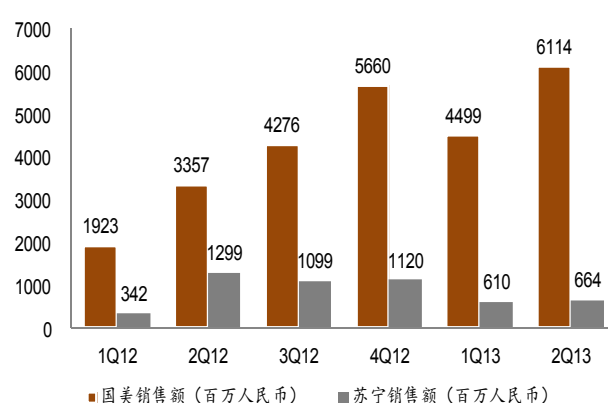
**图 5：国美苏宁市场份额比较**



资料来源：麦肯锡、招商证券（香港）

注：国美只包括上市门店，集团整体规模约等于苏宁

**图 6：国美和苏宁的线上业务销售额比较**



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

## 苏宁线上业务规模优势明显

**苏宁全平台模式的打造：**同为家电连锁零售商，公司的电子商务的规模与苏宁相比，还有相当大的差距。苏宁目前的战略是网络化，和国美的“线上盈利为主，线下扩张规模”有较大的不同。2009年苏宁启动营销变革，2010年苏宁易购正式上线，经过三年的创新转型探索，2013年3月22日，公司正式启用“苏宁云商”这一新名称，即是采取**店商+电商+零售服务商**，致力于打造线下连锁店平台 and 线上电子商务两个平台，通过云商系统以云技术为支撑、以开放平台为架构，形成多渠道

融合、全品类经营、开放平台服务的业务形态。公司也花费成本 6600 万美金在 2012 年收购了网络母婴平台红孩子。

目前苏宁易购日均独立访客在 600 万人左右，开放平台已有 2,000 家商户开展销售，SKU 数达到 25 万个。苏宁计划 2013 年在全国范围内首批引入 5000 商户，免费提供店面规划，商户咨询，交易支持，诚信担保等一系列平台服务。针对 9 月、10 月报名入驻的商户，苏宁在免费入驻和免基础服务费的基础上，还会根据入驻后 3 个月的销售情况，给予 1 万-10 万的广告费奖励。公司在年底前就会实现 1 万家商户入驻，到 2015 年入驻商户将会突破 10 万家。

**线上线下同价：**苏宁 6 月推行的线上线下同价，标志着公司 O2O 模式的全面运行。通过大事业部制，整合面向线上线下统一采购、统一运营、统一服务的大商品经营平台；实现线上线下商品库存的统一共享，实现产品型号线上与线下完全打通，按照商品品类进行库存管理布局；以线上为切入点，线下同步发展，加快母婴、日用品、百货的拓展速度；同时通过自主品牌、定制包销、产品主推等差异化采购扩充自主产品品类与全产品线的自主产品构建。

**公司物流建设在行业领先：**截至 6 月底，公司已在 15 个城市建成物流基地并投入使用，14 个物流基地在建，另外 13 个城市物流基地完成土地签约，其他项目已基本落实选址。此外，公司加快推进全国 12 个小件商品自动分拣仓库的建设，物流配送方面，进一步提升大件商品配送能力，基本可实现县级城市次日达能力，并延伸至乡镇市场；提高最后一公里配送效率，大陆已完成 1300 家店面快递点建设。

我们认为苏宁和国美之间策略差异在逐步加大，苏宁以云商为核心的战略，短期不盈利，苏宁 2013 年第三季度录得亏损；而国美主要是改进盈利能力，以实体店投入为主要核心，电商短期投入谨慎，国美业绩从 2012 年 3 季度依赖循序改进。

图 7: 收入以及增速比较

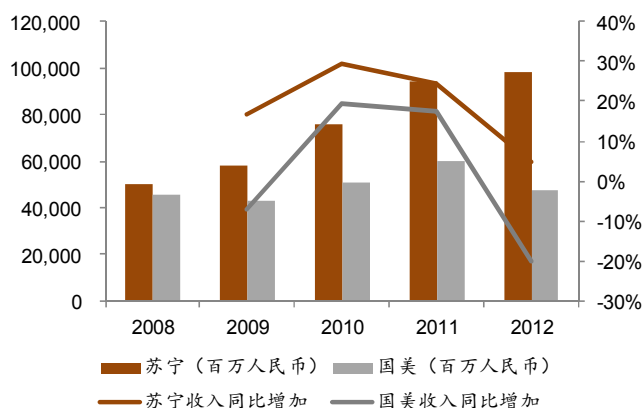


图 8: 苏宁零售业务收入分成

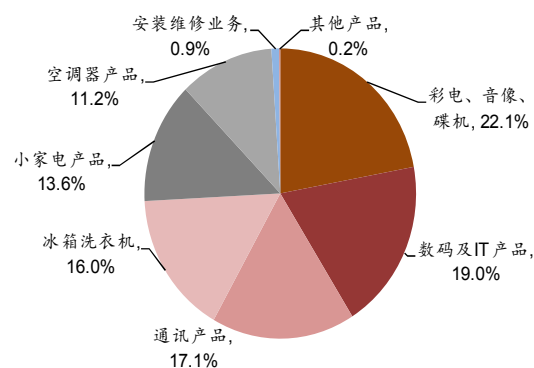


图 9: 公司运营利润率比较

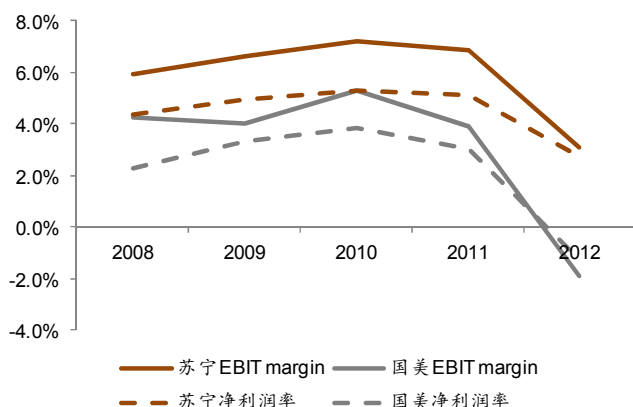
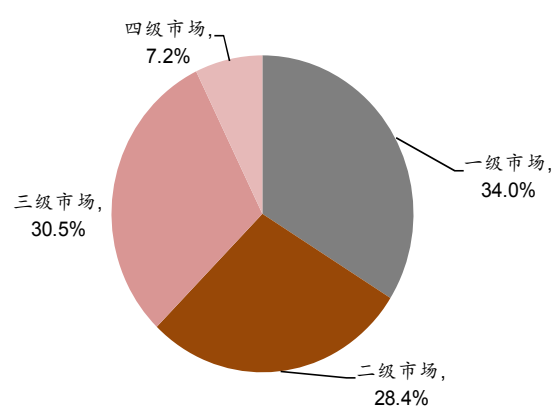


图 10: 苏宁的收入地区分布



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

## 二三线市场的扩张促收入增长

我们了解到, 从2012年开始, 因受益二三线城市房地产市场的发展, 家电销售增速好于一线城市。公司2013-2015年的新战略也是拓展二三线市场, 比如2014年新开中小型门店100家也主要是在二三线市场。在一级市场, 在传统家电渠道、生活家电渠道以及3C家电渠道方面, 国美在2012年占到的市场份额分别为26%、24%和13%。预计到2016年, 公司在这三个渠道的市场份额将分别达到29%、30%和22%。公司在传统以及生活电器的市场占有率高, 但是在3C渠道的市场占有较少, 虽然有供应链的优势, 但是面临着电子商务的竞争; 电子商务在二级市场的渗透率较高, 二级市场方面, 公司的市场占有率不足, 尤其是在生活家电以及3C生活电子产品方面。公司二级市场的传统家电、生活家电以及3C市场占有率分别为11%, 6%和4%。未来提升空间巨大。

图 11：一级市场传统家店渠道市场份额

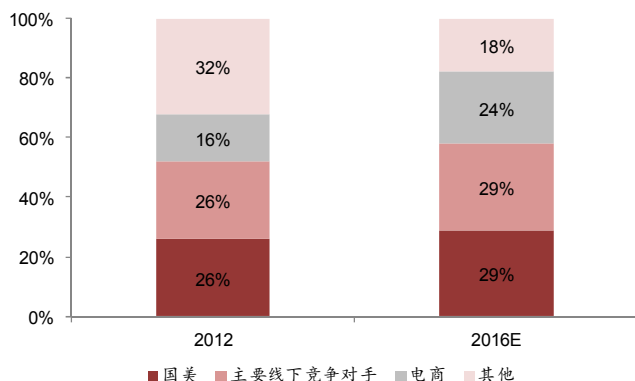


图 12：一级市场生活家电渠道市场份额

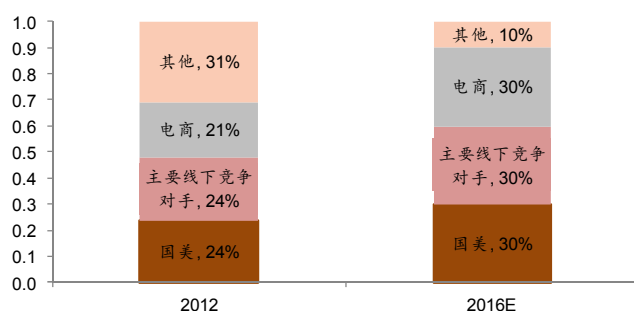


图 13：一级市场 3C 渠道市场份额

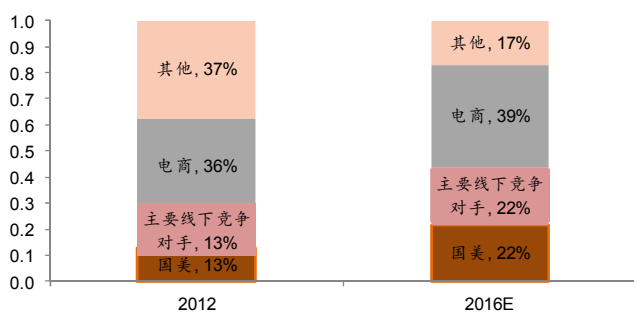


图 14：二级市场传统家电渠道市场份额

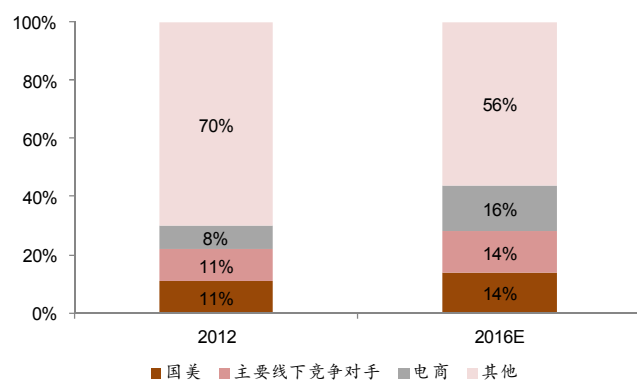


图 15：二级市场生活家电渠道市场份额

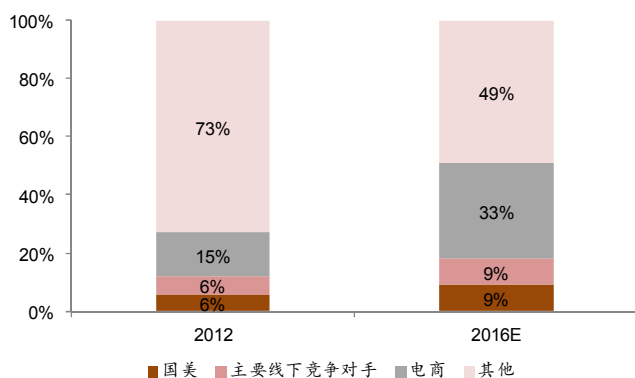
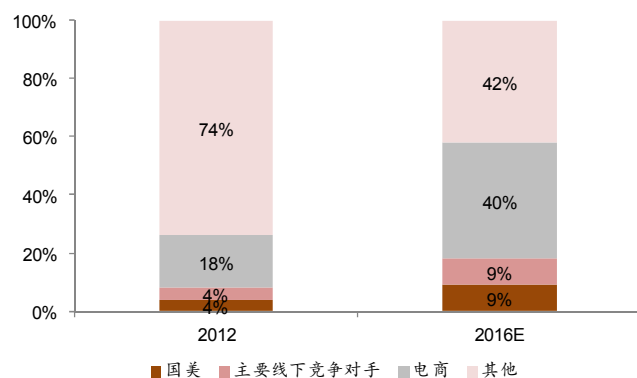


图 16：二级市场 3C 渠道市场份额



资料来源：麦肯锡、招商证券（香港）

资料来源：麦肯锡、招商证券（香港）

**表 4：公司门店截止 2012 年底**

| 区域        | 旗舰店        | 标准店        | 畅品店        | 合計           |
|-----------|------------|------------|------------|--------------|
| 北京        | 21         | 25         | 8          | 54           |
| 上海        | 38         | 20         | 18         | 76           |
| 天津        | 13         | 18         | 10         | 41           |
| 成都        | 12         | 29         | 18         | 59           |
| 重庆        | 8          | 22         | 16         | 46           |
| 西安        | 18         | 16         | 56         | 90           |
| 沈阳        | 9          | 13         | 15         | 37           |
| 青島        | 8          | 15         | 15         | 38           |
| 济南        | 6          | 7          | 18         | 31           |
| 深圳        | 20         | 42         | 28         | 90           |
| 广州        | 19         | 45         | 65         | 129          |
| 武汉        | 7          | 19         | 18         | 44           |
| 昆明        | 4          | 12         | 13         | 29           |
| 福州        | 7          | 15         | 19         | 41           |
| 厦门        | 4          | 15         | 20         | 39           |
| 河南        | 4          | 20         | 17         | 41           |
| 南京        | 2          | 17         | 20         | 39           |
| 无锡        | 1          | 5          | 8          | 14           |
| 常州        | 3          | 8          | 5          | 16           |
| 苏州        | 4          | 6          | 12         | 22           |
| 合肥        | 2          | 11         | 6          | 19           |
| 徐州        | 1          | 3          | 12         | 16           |
| 唐山        | 2          | -          | 7          | 9            |
| 兰州        | 3          | 6          | 8          | 17           |
| 温州        | 2          | 2          | 8          | 12           |
| <b>总计</b> | <b>218</b> | <b>391</b> | <b>440</b> | <b>1,049</b> |

资料来源：公司资料 招商证券（香港）

**表 5：公司全国门店网络情况**

| 截至 2013 年 9 月 30 日 | 集团          | 国美         | 永乐         | 大中        | 陕西蜂星      |
|--------------------|-------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 旗舰店                | 212         | 149        | 36         | 27        | 0         |
| 标准店                | 329         | 273        | 39         | 17        | 0         |
| 畅品店                | 522         | 387        | 80         | 13        | 42        |
| <b>合计：</b>         | <b>1063</b> | <b>809</b> | <b>155</b> | <b>57</b> | <b>42</b> |
| 一级市场               | 679         | 476        | 112        | 53        | 38        |
| 二级市场               | 384         | 333        | 43         | 4         | 4         |
| 报告期内净增/（减）门店数：     | -45         | -33        | -6         | -2        | -4        |
| 新开门店数：             | 65          | 54         | 10         | 1         | 0         |
| 一级市场               | 31          | 27         | 3          | 1         | 0         |
| 二级市场               | 34          | 27         | 7          | 0         | 0         |
| 已进城市数：             | 256         | 218        | 58         | 1         | 6         |
| 一级市场               | 26          | 20         | 9          | 1         | 1         |
| 二级市场               | 230         | 198        | 49         | 0         | 5         |
| 新进城市数              | 9           | 9          | 0          | 0         | 0         |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

## 管理团队目前稳定

经历了2008年-2009年的公司内部股权之争，以及管理团队的动荡，国美由一个家族企业转变成依靠职业经理人团队管理的公司。公司的大股东黄光裕目前占有公司33%的股权。而财务投资者贝恩持有公司约10%的股份，目前国美董事会会有两个贝恩的成员作为非执行董事。贝恩并不参与公司直接的经营管理，仅在公司战略方面有推动作用。贝恩2009年投资公司，投资期限为5年-7年。从贝恩的投资成本价约1元港币每股来看，我们认为贝恩短时间不太可能会退出公司。

## 财务预测

### 公司 2014 年净开店 50 家

截止2013年9月底，公司门店数目有1063家门店，公司在2014年计划净开店30家，其中三四线城市开店100家，以中小型门店为主，但同时一二线城市会关掉一些大型门店，因此公司整体的运营面积在2014年并不一定增加。公司计划2014年资本开支10-12亿元，其中四分之一作为IT系统建设，四分之一作为新店投资，四分之一作为老门店改造，另外四分之一作为物流投入。公司对一二线城市的门店也将进行改造，提高单店的营运能力。比如公司2013年7月改造北京大中店，提高客户体验，大中店业绩得到明显提升，同店增长达到25%，可见购物体验的改进对销售的促进作用较为明显。公司今年实施了10家门店改造，明年将有100家门店进行改造。

**表 6：公司季度性店面面积以及同店增长**

|                   | 11Q1  | 11Q2  | 11Q3  | 11Q4  | 12Q1   | 12Q2   | 12Q3   | 12Q4   | 13Q1  | 13Q2  | 13Q3  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 期末总店面面积 (1000平方米) | 3,112 | 3,323 | 3,636 | 3,772 | 3,817  | 3,760  | 3,708  | 3,613  | 3,758 | 3,684 | 3,614 |
| 平局单店销售 (人民币万元)    | 1,638 | 1,877 | 1,598 | 1,710 | 895    | 1,248  | 1,122  | 1,035  | 1,070 | 1,290 | 1,230 |
| 每平方米销售 (人民币元)     | 4,469 | 5,184 | 4,446 | 4,796 | 2,574  | 3,625  | 3,221  | 3,011  | 3,086 | 3,749 | 3,721 |
| 同店销售增长            | 7.6%  | 6.6%  | 4.1%  | -5.9% | -34.4% | -18.7% | -16.3% | -25.0% | 16.9% | 13.3% | 12.4% |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

我们预计公司2013-2015年的同店增长率分别为10%、7%和8%，公司的门店数目将分别达到1079家，1129家以及1150家。公司的销售额预计将能保持8.1%的年度复合增长率。



表 7：销售假设以及预测

|                | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 门店数            | 859    | 726    | 826    | 1,079  | 1,049  | 1,079  | 1,129  | 1,150  |
| 销售面积 (1000平方米) | 3,120  | 2,675  | 3,076  | 3,772  | 3,613  | 49,634 | 52,499 | 55,200 |
| 加权平均销售面积       | 2,960  | 2,810  | 2,734  | 3,302  | 3,701  | 26,624 | 51,066 | 53,849 |
| 单店销售额 (人民币百万)  | 53.4   | 58.8   | 61.6   | 55.4   | 45.6   | 46.0   | 46.5   | 48.0   |
| 同店增长 (%)       | -9.0%  | 2.8%   | 21.8%  | 3.1%   | -24.5% | 10.0%  | 7.0%   | 8.0%   |
| 电子商务业务 (人民币百万) |        |        |        |        |        | 2,400  | 3,600  | 5,400  |
| 销售额 (人民币百万)    | 45,889 | 42,668 | 50,910 | 59,821 | 47,867 | 53,924 | 59,418 | 63,014 |

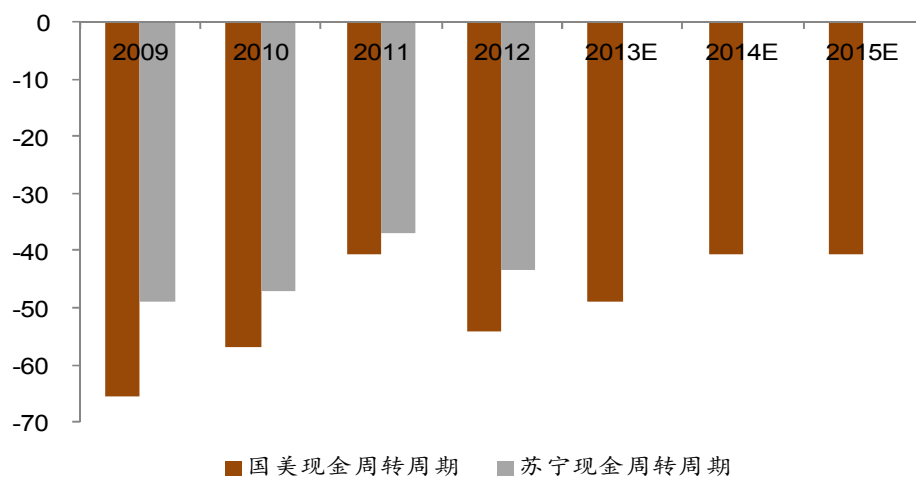
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

### 公司账期周转提高

和大多数家电零售同行一样，公司历史上采取拉长供应商账期，然后获得流动资金的形式。零售商和供应商之间的矛盾较为恶化，不过公司去年下半年做了新的战略：加快供应链打造，带来库存周转天数下降，库存周期从90天下降到70天，公司管理层认为未来库存周期未来还可以下降8天到10天；并对供应商结构进行转型，供应商毛利率也得到提高。公司应付账款周转天数49天；而应付票据周转天数为90天，而且以前付现款的现在付票据，灵活运用了增加应付票据天数。

公司历史上账期周转时间比苏宁较长。我们预测依赖于公司的库存周期下降，应付账款周期的加快，未来现金周转加快，与供应商的关系将更为稳定。

图 17：国美和苏宁现金周转天数



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

### 三季度点评：恢复趋势明显

公司刚在 2013 年 11 月 18 日公布了第三季度的财报。三季度收入增加 8%，同店增加 12.4%，综合毛利率达到 17.4%，比 2 季度略微下滑。不过净利润同去年同期的亏损 2.2 亿元到目前盈利的 2.6 亿元。公司认为

人员成本稳定，租金以及广告费用有进一步下降的空间。未来还是依靠控制成本、提高供应链的效率以及单店增长作为增长动力。公司前9个月同店增长为双位数，公司指引全年维持中高单位数的同店增长。2012年四季度同店增长-25%，因为2011年基数高。四季度是传统的家电销售旺季，预计2013年第四季度增长可期。

**表 8：公司季度盈利数据**

| 人民币百万            | 1Q2012  | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入               | 10,439  | 14,173 | 11,445 | 9,302  | 12,338 | 14,777 | 14,545 |
| 同比增长             | -23.7%  | -12.1% | -19.3% | -41.3% | 18.2%  | 4.3%   | 27.1%  |
| 销售成本             | 8,960   | 12,475 | 12,264 | 7,966  | 10,507 | 12,458 | 12,393 |
| 毛利               | 1,479   | 1,698  | 1,690  | 1,336  | 1,831  | 2,318  | 2,153  |
| 毛利率              | 14.2%   | 12.0%  | 14.8%  | 14.4%  | 14.8%  | 15.7%  | 14.8%  |
| 其他收入             | 606     | 366    | 421    | 149    | 337    | 486    | 375    |
| 综合毛利率            | 20.0%   | 14.6%  | 18.4%  | 16.0%  | 17.6%  | 19.0%  | 17.4%  |
| 营销费用             | 1,677   | 2,083  | 1,875  | 1,169  | 1,654  | 1,941  | 1,790  |
| 营销费用/销售收入        | 16.1%   | 14.7%  | 16.4%  | 12.6%  | 13.4%  | 13.1%  | 12.3%  |
| 管理费用             | 328     | 390    | 382    | 323    | 381    | 381    | 367    |
| 管理费用/销售收入        | 3.1%    | 2.8%   | 3.3%   | 3.5%   | 3.1%   | 2.6%   | 2.5%   |
| 其他支出             | 60      | 143    | 80     | 135    | 72     | 196    | 147    |
| 其他支出/销售收入        | 0.6%    | 1.0%   | 0.7%   | 1.5%   | 0.6%   | 1.3%   | 1.0%   |
| 整体费用率            | 19.8%   | 18.5%  | 20.4%  | 17.5%  | 17.1%  | 17.0%  | 15.8%  |
| 购股权开支            | -       | -0     | 0      | -0     | -      | -      | -      |
| 经营利润             | 19      | -553   | 1,293  | -1,661 | 62     | 287    | 224    |
| 经营利润率            | 0.2%    | -3.9%  | 11.3%  | -17.9% | 0.5%   | 1.9%   | 1.5%   |
| 财务成本             | -61     | 17     | -143   | -40    | -23    | -      | -26    |
| 财务收益             | 56      | 0      | 104    | 281    | 58     | -      | 126    |
| 可换股债券利得          | -       | -      | 30     | -684   | -      | -      | -      |
| 可换股债券公允价值利得/(损失) | -       | -      | 0      | -4     | -      | -      | -      |
| 税前利润             | 14      | -536   | -235   | 102    | 97     | 335    | 276    |
| 所得税              | -43     | -49    | -14    | -50    | -69    | -143   | -76    |
| 所得税率             | -304.8% | 9.2%   | 5.9%   | -48.7% | -71.7% | -42.6% | -27.6% |
| 本年持续经营利润         | -29     | -      | -      | -      | 27     | -      | 392    |
| 少数股东权益           | -16     | -      | -      | -      | -49    | -      | 49     |
| 母公司权益持有人         | -13     | -594   | -222   | 232    | 76     | 246    | 260    |
| 净利润率             | -0.1%   | -4.2%  | -1.9%  | 2.5%   | 0.6%   | 1.7%   | 1.8%   |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

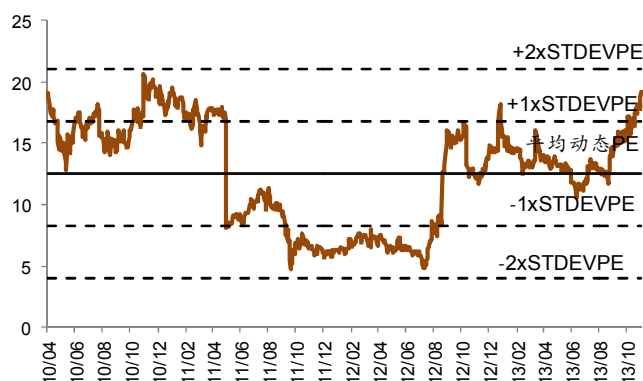
## 盈利预测以及估值

我们预计公司的净利润在2013-2015年将保持24%的年度复合增长，公司的毛利率约18%，而依赖费用率的提升，公司的净利润率将从2013年1.5%提升到2015年的1.9%。公司的EPS在未来三年将达到4.7分，6.1分和7.2分。

我们用P/E估值方法对公司进行估值，我们认为公司处于转型期，应该给予较高的估值，我们发现公司2010年至今公司的平均动态P/E估值为12.5，平均动态P/B是1.31。我们认为公司应该给21X2014P/E，相当于公司2倍标准差的历史估值，那么2014年的目标价在1.6元。

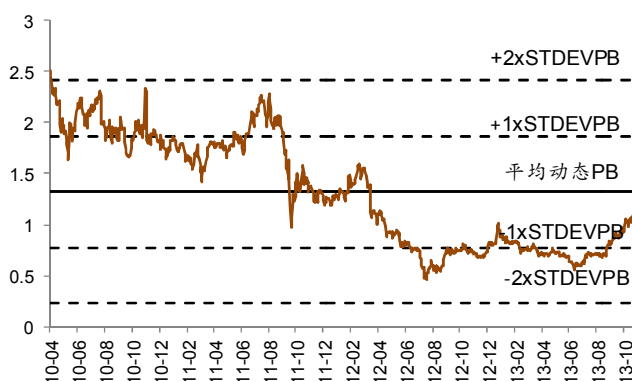
对于公司我们也采用P/B估值作为验证。公司历史的动态P/B估值在1.31，我们给予公司一倍标准差P/B估值水平，相当于1.86X2014P/B，我们给予公司的目标价2.25港元。基于两种估值方法的平均，我们给予公司目标价1.9港元，相当于24.2x2014P/E以及1.56x2014P/B，我们首次给予公司买入评级。

图 18: 国美动态 PE



资料来源: 招商证券 (香港)

图 19: 国美动态 PB



资料来源: 招商证券 (香港)

表 9: 公司盈利预测

| 人民币百万            | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入               | 59,821 | 47,867 | 53,924 | 59,418 | 63,014 |
| 同比增长             | 17.5%  | -20.0% | 12.7%  | 10.2%  | 6.1%   |
| 销售成本             | 52,264 | 41,664 | 45,836 | 50,446 | 53,499 |
| 毛利               | 7,557  | 6,203  | 8,089  | 8,972  | 9,515  |
| 毛利率              | 12.6%  | 13.0%  | 15.0%  | 15.1%  | 15.1%  |
| 其他收入             | 3,302  | 1,541  | 1,600  | 1,650  | 1,750  |
| 综合毛利率            | 18.2%  | 16.2%  | 18.0%  | 17.9%  | 17.9%  |
| 营销费用             | 6,904  | 6,804  | 7,010  | 7,546  | 7,877  |
| 营销费用/销售收入        | 11.5%  | 14.2%  | 13.0%  | 12.7%  | 12.5%  |
| 管理费用             | 1,219  | 1,423  | 1,348  | 1,426  | 1,386  |
| 管理费用/销售收入        | 2.0%   | 3.0%   | 2.5%   | 2.4%   | 2.2%   |
| 其他支出             | 413    | 419    | 539    | 535    | 504    |
| 其他支出/销售收入        | 0.7%   | 0.9%   | 1.0%   | 0.9%   | 0.8%   |
| 经营利润             | 2,323  | -902   | 791    | 1,115  | 1,498  |
| 经营利润率            | 3.9%   | -1.9%  | 1.5%   | 1.9%   | 2.4%   |
| 财务成本             | 242    | 228    | 200    | 158    | 135    |
| 财务收益             | 400    | 441    | 237    | 234    | 247    |
| 可换股债券利得          | (7.3)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 可换股债券公允价值利得/(损失) | 0.0    | 34.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 税前利润             | 2,475  | -654   | 828    | 1,192  | 1,610  |
| 所得税              | 673    | 156    | 232    | 274    | 386    |
| 所得税率             | 27.2%  | -23.9% | 28.0%  | 23.0%  | 24.0%  |
| 本年持续经营利润         | 1,801  | -810   | 596    | 918    | 1,224  |
| 少数股东权益           | -39    | -213   | -200   | -120   | -      |
| 母公司权益持有人         | 1,801  | -597   | 796    | 1,038  | 1,224  |
| 净利润率             | 3.0%   | -1.2%  | 1.5%   | 1.7%   | 1.9%   |

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

表 10: 同行估值比较

| 公司      | 股票代码             | 市值       | 股价    |        | P/E (x) |      | P/B (x) |      | EV/EBITDA (x) |      | ROE  | ROA | 股息率 | P/S |
|---------|------------------|----------|-------|--------|---------|------|---------|------|---------------|------|------|-----|-----|-----|
|         |                  | (US\$ m) |       |        | 12      | 13E  | 14E     | 13E  | 14E           | 13E  | 13E  | 13E | 13E | 14E |
|         |                  |          |       |        | (x)     | (x)  | (x)     | (x)  | (x)           | (x)  | (%)  | (%) | (%) | (X) |
| 港股      |                  |          |       |        |         |      |         |      |               |      |      |     |     |     |
| 国美电器    | 493 HK Equity    | 3,222    | 1.5   | n.a    | 25.3    | 19.4 | 1.3     | 1.3  | 19.9          | 3.7  | 2.2  | 1.2 | 0.3 |     |
| 海尔电器    | 1169 HK Equity   | 6,237    | 18.9  | 20.3   | 18.6    | 15.5 | 6.5     | 5.1  | 11.8          | 31.4 | 10.6 | 0.7 | 0.6 |     |
| A股      |                  |          |       |        |         |      |         |      |               |      |      |     |     |     |
| 苏宁云商    | 002024 CH Equity | 13,900   | 11.5  | 86.1   | 81.3    | 46.8 | 2.9     | 2.8  | 35.6          | n.a  | n.a  | 0.3 | 0.7 |     |
| 美股      |                  |          |       |        |         |      |         |      |               |      |      |     |     |     |
| Target  | TGT US Equity    | 40,512   | 64.2  | 19.3   | 13.7    | 13.2 | 2.5     | 2.5  | 25.0          | 15.2 | 5.6  | 2.4 | 0.5 |     |
| Bestbuy | BBY US Equity    | 13,343   | 39.1  | 16.8   | 15.9    | 13.7 | 3.2     | 2.9  | 11.7          | 1.9  | 5.3  | 1.7 | 0.3 |     |
| 亚马逊     | AMZN US Equity   | 168,867  | 368.9 | 1317.6 | 150.5   | 79.5 | 18.2    | 14.6 | 94.4          | 17.2 | 4.2  | 0.0 | 2.0 |     |
| 沃尔玛     | WMT US Equity    | 255,827  | 78.9  | 15.2   | 15.2    | 14.0 | 3.2     | 2.9  | 29.3          | 21.7 | 8.6  | 2.4 | 0.5 |     |

资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

## 风险因素

- 1) 2014年竞争对手电子商务发展超出预期，可能对公司的市场份额有一定的挤压。
- 2) 公司2013年由100家门店租赁合同到期，门店费用可能一次性上涨50%带来运营利润率低于预期。

**表 11：公司费用比例**

| 费用/占收入比例 | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 9M2012 | 9M2013 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 租金       | 4.4%  | 4.7%  | 3.9%  | 4.4%  | 6.2%  | 6.2%   | 5.2%   |
| 薪酬       | 2.4%  | 2.4%  | 2.3%  | 2.9%  | 3.2%  | 3.4%   | 3.0%   |
| 水电费      | 0.9%  | 0.9%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.9%  | 0.8%   | 0.7%   |
| 广告费      | 0.6%  | 0.7%  | 1.2%  | 1.5%  | 1.8%  | 1.8%   | 2.1%   |
| 送货费      | 0.5%  | 0.4%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%   | 0.7%   |
| 其他营销费用   | 1.0%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.4%  | 1.5%  | 1.7%   | 1.2%   |
| 管理费用     | 1.8%  | 2.0%  | 2.3%  | 2.0%  | 3.0%  | 2.9%   | 2.7%   |
| 其他费用     | 1.1%  | 1.1%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.9%  | 0.7%   | 1.0%   |
| 合计       | 12.7% | 13.3% | 13.1% | 14.3% | 18.1% | 18.2%  | 16.6%  |

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

- 4) 二三线市场拓展不成功，带来公司收入增速低于预期。
- 5) 房地产行业低迷，带来对家电需求的减少。

## 附录

### 中国家电行业

#### 家电连锁企业线上线下同步发展

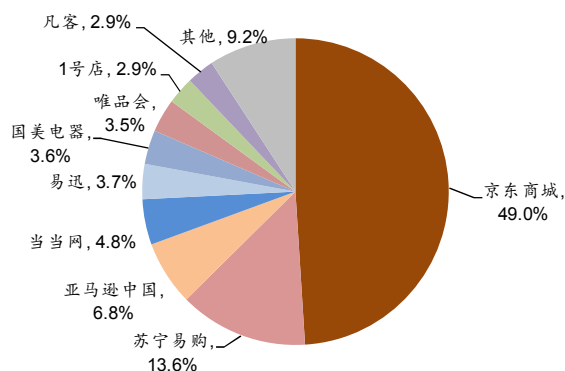
中国家电主要是连锁经营为主；其优势是规模化，低价化以及优质服务；在一二线城市，家电销售渠道是家电连锁为主，超市家电渠道为辅；三四线城市是零散家电商场为主。中国家电连锁占据了超过半数的家电销售规模。

家电属于耐用消费品，销售具有明显的周期性。2008年因为受到金融危机影响，国家为了刺激内需，发动了“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”三大政策，帮助中国经济保持平稳发展。家电产业自2009年起连续三年实现高速增长。2011年底，以旧换新政策相继退出；家电下乡政策和节能补贴政策在2012年底以及2013年年初退出。

中国家电连锁行业经历了快速扩张，整合，以及推出线上业务的几个阶段。欧美日发达市场，前两大家电连锁巨头一般占据 35%-40%市场份额，

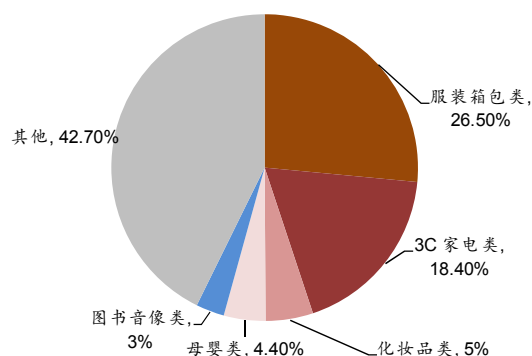
而中国前两大连锁企业占据市场份额 15%。从市场集中度来讲, 未来中国家电连锁企业规模化需要进一步加强。2010 年以来, 家电连锁企业面临着电子商务平台销售比如京东的冲击, 家电连锁企业也纷纷进行转型, 推出网上销售平台。预计未来三年家电 B2C 的销售速度依然在 50%以上, 远远高于整个家电市场的增长速度。根据艾瑞咨询, 电商 B2C 渠道方面, 自有产品为主的, 国美占有 3.6%市场份额, 苏宁易购占有 13.6%市场份额。而电子商务的销售分类别来看, 3C 家电类占比达到 18.4%, 仅次于服装箱包类的销售额。

图 20: B2C 渠道



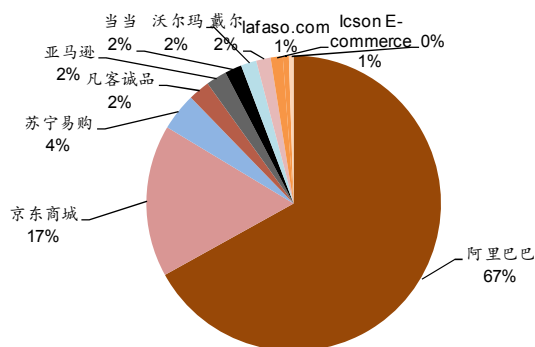
资料来源: 欧睿国际、招商证券 (香港)

图 21: 电子商务销售品类占比



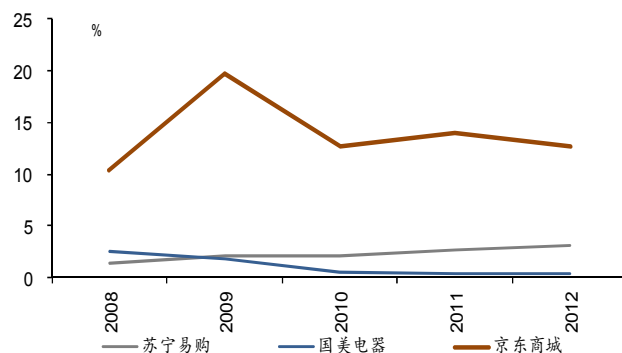
资料来源: 欧睿国际、招商证券 (香港)

图 22: 中国网上零售商市场份额



资料来源: 欧睿国际、招商证券 (香港)

图 23: 网上家电零售商苏宁、国美以及京东的市场份额



资料来源: 欧睿国际、招商证券 (香港)

### 外资家电连锁在中国发展不具有优势

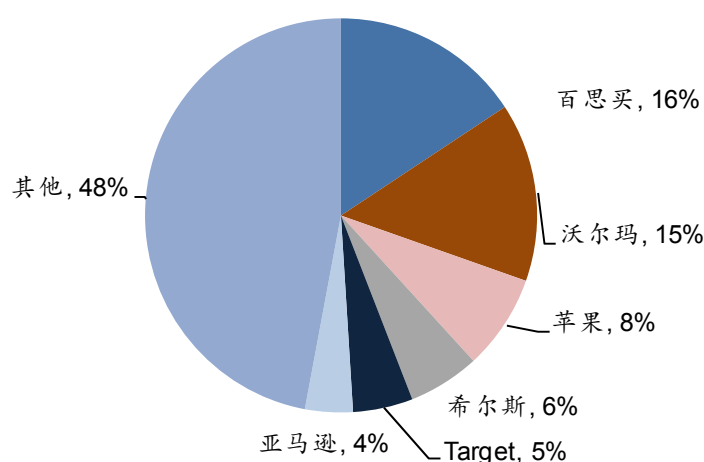
世界领先的零售企业, 通过价格优势, 并降低成本, 让公司的净利润水平下降到1%-3%的水平, 保持一个稳定的盈利空间, 同时能够防止新的市场进入者。比如沃尔玛就是以低价策略取胜的。美国的家电零售行业也经历了价格竞争、电子商务侵占实体零售市场份额的阶段。

Bestbuy 在美国为电器销售连锁龙头之一。公司在美国的电子产品的市场份额在 16%，不过在电子商务方面公司起步较晚，落后于亚马逊，亚马逊在网上的市场份额达到了 21%，而公司市场份额为 7%。在产品价格方面，沃尔玛，亚马逊，target 的价格低于公司的价格。公司近年来也面临了运营利润率下滑的压力。经营 60 年，另一电器龙头 Circuit City 曾经风光一时，可惜无视网上商务挑战，以及 BestBuy 等零售业的竞争和奋起直追，最终破产。Circuit City 就是受到网络零售商的竞争，后供应商停止供货带来了资金链断裂。

Bestbuy 2003 年进入中国，不过其在 2011 年关闭了在中国的自有门店。目前，Bestbuy 在中国主要通过五星连锁经营。Bestbuy 在美国受到欢迎的良好的购物环境在中国并不受欢迎，因为中国消费者更喜欢低价模式。家电连锁企业通过快速扩张门店，达到规模效应，对供应商有相当的议价能力，并通过收取各种进场费用，抵消租金成本人力成本的上升。

从国内国外的经验来看，规模扩张和线上业务发展都不可落下，以适应消费者需求。

**图 24：美国电器零售商市场份额**



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

**表 12：国美重要历史进程**

| 时间            | 公司战略                                                                                                          |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2008 年之前      | 黄光裕时代激进的收购兼并历史，国美好于苏宁。国美并购的企业达到 11 家左右：永乐、大中、灿坤、思文、易好家、黑天鹅、通利、金太阳、东泽、成百、中商，展望未来，大中、三联已经被国美纳入麾下。而苏宁相对来说是靠自建发展。 |
| 2008 年-2009 年 | 陈晓任董事长，内部股权之争，苏宁收入和利润开始超越国美                                                                                   |
| 2010 年        | 大中电器总裁陈总担任公司主席，制定公司未来 5 年计划是加大开店力度，深耕二级市场，增加开店数量，--即为单店扩张以及提高单店效率；                                            |
| 2012 年        | 战略转型，打造供应链，同时发展线上业务                                                                                           |



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

表 13：国美主要高管以及管理层

| 高管以及管理层 | 历史                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 张大中     | <p>现年 64 岁，自 2011 年 3 月 10 日担任公司的主席兼非执行董事，为北京大中电器有限公司创办人。张先生在 2007 年底出售其于北京大中电器有限公司之全部权益；并创办北京大中投资有限公司，现任该公司的董事长。张先生历任中国人民政治协商会议北京市第八届委员会委员以及第九届、第十届委员会常委，并任北京市第十三届人民代表大会常委。现任北京市商会副会长。</p>                                                                                                                                                                   |
| 伍建华     | <p>现年 53 岁，自 2009 年 9 月其一直为本公司的执行董事。伍先生也担任本公司多间附属公司的董事。伍先生在证券投资方面有超过 20 年的经验并熟悉企业融资。伍先生是香港董事学会的资深会员。自 2009 年 7 月 13 日起，伍先生获委任为 Shinning crown holdings inc. 及 Shine Group Limited 的董事，两间公司均由本公司控股股东黄光裕先生全资拥有。</p>                                                                                                                                             |
| 竺稼      | <p>现年 50 岁，自 2009 年 8 月起担任本公司的非执行董事，并于 2010 年 5 月 11 日在本公司的股东周年大会上不获重选为本公司非执行董事后，于同日获本公司董事会重新委任为本公司非执行董事。竺先生荣获康奈尔大学法学院法学博士学位，现任贝恩资本亚洲有限公司董事总经理。竺先生对涉及国内公司的多种跨境并购和内部融资交易有丰富、广泛经验。在 2006 年加入贝恩资本亚洲有限公司前，他曾任摩根士丹利亚洲有限公司投资银行部的董事总经理和中国业务的首席执行官。</p>                                                                                                               |
| 王励弘     | <p>现年 45 岁，自 2009 年 8 月起担任本公司的非执行董事，并 2010 年 5 月 11 日在本公司的股东周年大会上不获重选为本公司非执行董事后，于同日获本公司董事会重新委任为本公司非执行董事。王女士现任贝恩资本亚洲有限公司董事总经理。王女士在美国和亚洲的银行及金融业拥有超过 20 年的经验。在 2006 年 7 月加入贝恩资本亚洲有限公司前，王女士在 2005 年 4 月至 2006 年 7 月曾任摩根士丹利执行董事，由 2001 年 10 月至 2005 年 3 月任职于摩根大通证券（亚太）有限公司，而 1999 年 9 月至 2001 年 9 月则任职于瑞士信贷第一波士顿的美国公司。王女士荣获哥伦比亚大学商学院工商管理硕士学位，亦是复旦大学毕业生。</p>        |
| 王俊洲     | <p>现年 51 岁，自 2010 年 6 月 28 日起担任本集团总裁。他亦担任本公司多间附属公司的董事。王先生于 2006 年 11 月至 2010 年 6 月期间曾为本集团执行副总裁，并于 2008 年 12 月至 2011 年 6 月期间为本公司的执行董事。王先生负责日常经营的全面管理工作，包括本集团的中长期战略规划和年度预算的制定及本集团各项制度、流程和授权的标准化建设。王先生亦协助指导、监督本集团各大区、各分部的日常经营，并对各级经营管理团队进行评审。王先生在电器销售和管理方面有逾 10 年的从业经验。王先生于 2001 年加入本集团，曾担任本集团的业务中心总经理、华南大区总经理和战略合作中心总经理。王先生现出任于上海证券交易所上市的三联商社股份有限公司的董事及董事长。</p> |
| 方巍      | <p>现年 41 岁，自 2011 年 9 月调任为本集团的首席财务官。在调任前，方先生自 2008 年 11 月起一直为本集团的代理首席财务官。他亦担任本公司若干附属公司的董事。方先生负责全面规划及执行本集团的内部预算及会计核算系统。方先生亦参与本集团的重大投资、融资及经营决策。方先生毕业于中央财经大学会计系，并持有管理学硕士学位。他具有中国高级会计师和高级经济师职称。方先生在财务管理、内</p>                                                                                                                                                     |



|            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | 部控制、预算控制及资本管理方面拥有丰富而扎实的经验。自1994年起，方先生曾先后 在中国电子进出口公司、毕马威华振会计师事务所 及北京朝歌宽带数码科技有限公司担任高管岗位。 他于2005年1月加盟本集团，曾担任本集团的财务中心副总监和总监以及执行委员会委员，并获本集团颁发「2011年特别贡献奖」。方先生获中国商报及 联商网联合评选为「2008年度中国零售业青年英才」以及获中国财贸杂志、财资研究发展中心联合评 选为「2012年现金管理十佳风云人物」。                                                                                                                                           |
| <b>魏秋立</b> | 现年45岁，自2012年3月起调任为本集团的高级副总裁。在调任前，魏女士自2006年11月起 一直担任本集团的副总裁，并于2009年1月至2011年 6月为本公司的执行董事。她亦担任本公司多间附属公司的董事。目前魏女士主要负责本集团的中长期战略规划、年度预算的制定、各项制度、流程和授权的 标准化建设以及集团组织规划、人才培养的制订和实施。魏女士在人力资源及行政管理方面累积逾10年经验。魏女士于2000年加入本集团，曾担任本集团的管理中心总监、定价中心总监、人力资源中心总监及行政中心总监。魏女士于2007年1月11日至2009年1月 15日期间于深圳证券交易所上市的北京中关村科技发展（控股）股份有限公司担任董事。                                                        |
| <b>李俊涛</b> | 现年47岁，自2012年3月起调任为本集团的高级副总裁，主要负责本集团的业务体系的全 面经营及管理工作。他也担任本公司多间附属公司的董事。在调任前，李先生为是本集团的副总裁。他是本集团各项经营活动及发展战略的重要决策者之一。李先生在电器零售及连锁经营和管理、市场 分析多方面拥有20多年丰富经验。李先生于1988年加入本集团，曾先后担任本集团的决策委员会主席和成员、集团营运体系高级副总裁、集团总经理、常务副总经理、采销中心总经理和战略合作中心总 员工工商管理硕士学位（即EMBA）。2003年2月，李先生获《中国电子报》及新浪网联合评为「2002年度中 国家电十大风云人物」之一，2005年2月荣获本集团 授予「贡献金奖」。此外，李先生还多次荣获本集团的「特殊贡献奖」及「优秀领导者」等荣誉称号。他毕业于中欧国际工商管理学院。 |
| <b>牟贵先</b> | 现年40岁，自2012年3月起调任为本集团的高级副总裁，主要负责管理本集团的信息系统、电子商务、物流服务以及商品订制业务。在调任前，牟先生为本集团的副总裁。他具有10多年的零售行业营销经验。他亦担任本公司多间附属公司的董事。牟先生于2001年加入本集团，曾任本集团的管理中心副总监、门店管理中心总经理、华北一区总经理、北京大区总经理、华北大区总经理及通讯附属公司总经理。牟先生荣获「2008年度中国手机界影响力100人」称号。                                                                                                                                                        |
| <b>何阳青</b> | 现年49岁，最近于2012年底调任为本集团的高级副总裁，主要负责本集团的一级市场营运中心、二级市场营运中心、连锁发展中心、客服中心等营运体系及品牌中心的经营与管理工作。在调 任前，何先生为本集团的副总裁。何先生于2003年 加入本集团，曾先后担任本集团决策委员会成员、销售中心副总监。何先生在家电制造业及家电零售 业拥有20多年丰富经验，曾获选为「2005年中国品牌建设十大人物」和「2007年中国十大杰出品牌经 理人」，以及获发「广告主长城奖—2011年度人物功勋奖」。                                                                                                                                 |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 24084        | 22974        | 23433        | 24424        | 25921        |
| 现金             | 5971         | 6731         | 6805         | 6586         | 7525         |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 200          | 195          | 216          | 238          | 252          |
| 应收款项           | 200          | 195          | 216          | 238          | 252          |
| 其它应收款          | 3899         | 2644         | 2602         | 2602         | 2602         |
| 存货             | 9625         | 7385         | 7792         | 8979         | 9523         |
| 其他             | 4389         | 6019         | 6019         | 6019         | 6019         |
| <b>非流动资产</b>   | 13143        | 13404        | 13618        | 13720        | 13812        |
| 长期股权投资         | 146          | 124          | 124          | 124          | 124          |
| 固定资产           | 4790         | 5082         | 5296         | 5398         | 5490         |
| 无形资产           | 4139         | 4130         | 4130         | 4130         | 4130         |
| 其他             | 4069         | 4068         | 4068         | 4068         | 4068         |
| <b>资产总计</b>    | <b>37227</b> | <b>36379</b> | <b>37051</b> | <b>38144</b> | <b>39733</b> |
| <b>流动负债</b>    | 21216        | 21524        | 21600        | 22014        | 22691        |
| 短期借款           | 0            | 2434         | 2000         | 1500         | 1500         |
| 应付账款           | 17140        | 16972        | 17418        | 18161        | 18725        |
| 预收账款           | 1523         | 1631         | 1696         | 1866         | 1979         |
| 其他             | 2553         | 487          | 487          | 487          | 487          |
| <b>长期负债</b>    | 93           | 100          | 100          | 100          | 100          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 93           | 100          | 100          | 100          | 100          |
| <b>负债合计</b>    | <b>21309</b> | <b>21624</b> | <b>21700</b> | <b>22114</b> | <b>22791</b> |
| 股本             | 422          | 422          | 422          | 422          | 422          |
| 资本公积金          | 15527        | 14728        | 15285        | 16012        | 16868        |
| 其他             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东权益         | -30          | -395         | -595         | -715         | -715         |
| 母公司所有者权益       | 15949        | 15149        | 15946        | 16745        | 17657        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>37227</b> | <b>36379</b> | <b>37051</b> | <b>38144</b> | <b>39733</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2011        | 2012       | 2013E     | 2014E       | 2015E      |
|----------------|-------------|------------|-----------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 383         | 4137       | 1408      | 1038        | 1674       |
| 净利润            | 2475        | -654       | 828       | 1192        | 1610       |
| 折旧摊销           | 397         | 451        | 486       | 498         | 508        |
| 财务费用           | 242         | 228        | 200       | 158         | 135        |
| 投资收益           | -400        | -441       | -237      | -234        | -247       |
| 营运资金变动         | 9           | 9          | 0         | 0           | 0          |
| 其它             | 46          | -51        | 0         | 0           | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | -736        | -721       | -700      | -600        | -600       |
| 资本支出           | -861        | -783       | -700      | -600        | -600       |
| 其他投资           | 125         | 62         | 0         | 0           | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | 107         | -2666      | -634      | -658        | -135       |
| 借款变动           | 0           | -34        | -434      | -500        | 0          |
| 普通股增加          |             |            |           |             |            |
| 资本公积增加         | 1214        | -800       | 796       | 799         | 912        |
| 股利分配           | 0           | 0          | 239       | 311         | 367        |
| 其他             | -1106       | -1833      | -1235     | -1268       | -1414      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-245</b> | <b>750</b> | <b>74</b> | <b>-219</b> | <b>939</b> |

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

## 利润表

| 单位：百万元          | 2011  | 2012   | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 59821 | 47867  | 53924 | 59418 | 63014 |
| 营业成本            | 52264 | 41664  | 45836 | 50446 | 53499 |
| 营业税金及附加         | 3302  | 1541   | 1600  | 1650  | 1750  |
| 营业费用            | 6904  | 6804   | 7010  | 7546  | 7877  |
| 管理费用            | 1219  | 1423   | 1348  | 1426  | 1386  |
| 财务费用            | 413   | 419    | 539   | 535   | 504   |
| 资产减值损失          | 400   | 441    | 237   | 234   | 247   |
| 公允价值变动收益        | 242   | 228    | 200   | 158   | 135   |
| 投资收益            | -7    | 34     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 2323  | -902   | 791   | 1115  | 1498  |
| 营业外收入           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| <b>税前利润总额</b>   | 2475  | -654   | 828   | 1192  | 1610  |
| 所得税             | 673   | 156    | 232   | 274   | 386   |
| <b>净利润</b>      | 1801  | -810   | 596   | 918   | 1224  |
| 少数股东损益          | -39   | -213   | -200  | -120  | -     |
| <b>母公司所有者净利</b> | 1,801 | -597   | 796   | 1,038 | 1,224 |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.109 | -0.035 | 0.047 | 0.061 | 0.072 |

## 主要财务比

|                | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>年成长率</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | 18%    | -20%   | 13%    | 10%    | 6%     |
| 营业利润           | -14%   | -139%  | -188%  | 41%    | 34%    |
| 净利润            | -8%    | -133%  | -234%  | 30%    | 18%    |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 18%    | 16%    | 18%    | 18%    | 18%    |
| 净利率            | 3.0%   | -1.2%  | 1.5%   | 1.7%   | 1.9%   |
| ROE            | 11.3%  | -5.5%  | 3.9%   | 5.7%   | 7.2%   |
| ROIC           | 8.9%   | -5.5%  | 2.3%   | 3.8%   | 5.1%   |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 175%   | 168%   | 171%   | 172%   | 174%   |
| 净负债比率          | -65.1% | -69.9% | -70.5% | -69.3% | -71.1% |
| 流动比率           | 1.14   | 1.07   | 1.08   | 1.11   | 1.14   |
| 速动比率           | 1.24   | 1.50   | 1.39   | 1.39   | 1.42   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产周转率          | 1.6    | 1.3    | 1.5    | 1.6    | 1.6    |
| 存货周转率          |        |        |        |        |        |
| 应收帐款周转         | 0.01   | 0.02   | 0.02   | 0.02   | 0.02   |
| 应付帐款周转         | 1.30   | 1.64   | 1.50   | 1.41   | 1.38   |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.11   | -0.04  | 0.05   | 0.06   | 0.07   |
| 每股经营现          | 0.02   | 0.24   | 0.08   | 0.06   | 0.10   |
| 每股净资产          | 0.96   | 0.87   | 0.90   | 0.94   | 0.99   |
| 每股股利           | 0.02   | 0.00   | 0.01   | 0.02   | 0.02   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| PE             | 10.5   | -32.8  | 24.5   | 18.8   | 16.0   |
| PB             | 1.26   | 1.36   | 1.31   | 1.25   | 1.19   |
| EV/EBITDA      | 9.8    | -55.2  | 19.6   | 16.0   | 12.7   |

## 投资评级定义和免责条款

| 投资评级 | 定义                          |
|------|-----------------------------|
| 买入   | 预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上     |
| 中性   | 预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内 |
| 卖出   | 预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上     |

## 免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
公司网址: <http://www.newone.com.hk>  
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828