

2010-11-16

电脑与电子产品零售

国美 3Q2010 季报经营效率提升显著

分析师:唐佳睿(执业证书编号: S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

◇ 事件: 国美公布 2010 年 3 季报

◆ 国美三季报概要:

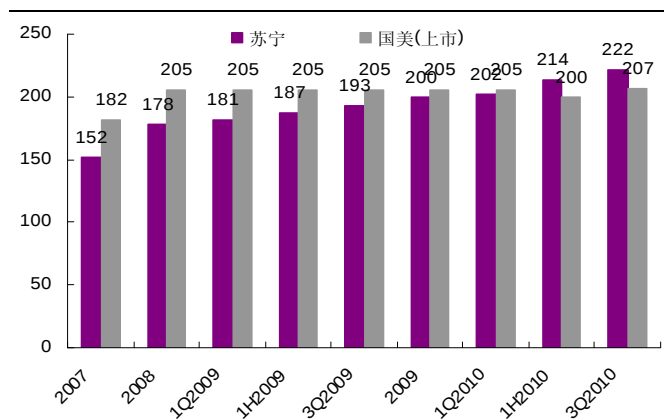
国美(下文若无特殊注明皆为上市部分)2010 年 1-3 季度销售收入实现人民币 372.7 亿元,同比上升 18.6%,综合毛利率从去年同期的 16.8%上升至 17.6%。经营利润同比上升 61.3%至人民币 18.68 亿元;经营利润率由去年同期的 3.7%增长至今年的 5.0%。归属母公司净利润为 14.4 亿元,同比上升 49.2%。此外,今年 1-3 季度国美同店销售同比增长 21.5%。

◆ 2010 年,外延方面国美逊于苏宁电器:

国美今年 1-3 季度净增门店 61 家,截至 2010 年 3 季度上市部分为 787 家门店,而包括非上市和大中门店,国美 2010 年 1-3 季度共计门店数为 1255 家,净增 114 家。我们认为受黄光裕事件和罢免风波影响,国美今年在外延开拓方面较为缓慢,远远落后于苏宁 1-3Q 同期 265 家门店的扩张速度。因此,我们有理由相信,2011 年苏宁电器的营业收入增速将大大超过国美电器收入增速。此外在地区布局上,从近期开店趋势上来看,国美 2011 年网络扩张将继续维持集中于五个首要地区(京津唐、大上海、四川、广东和山东)的发展策略,下沉渠道方面则采取收复失地,重新向二线城市布局的策略(185 计划),而苏宁门店开拓上对目前仍不具优势的北京和上海及华南片区仍寄予厚望。长期而言,我们认为苏宁和国美对于门店扩张的积极态度,殊途同归,跑马圈地式的争取市场份额的主旋律仍将继续在苏美两家家电连锁寡头中延续。

图表 1: 3Q2010 苏宁城市布局持续拓展

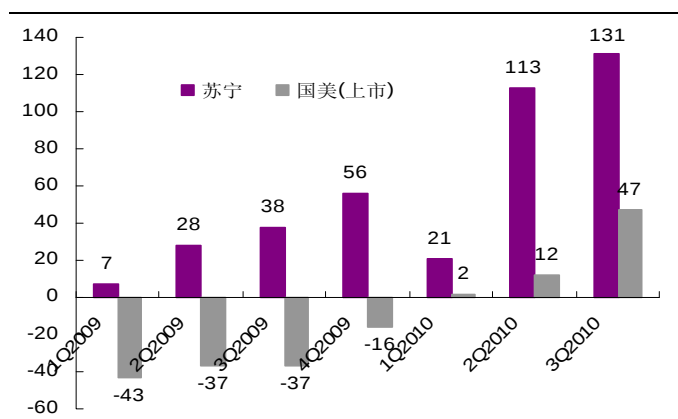
2007-3Q2010 苏宁、国美(上市部分)进驻城市数量



资料来源:公司公告、光大证券研究所

图表 2: 2009-2010 年苏宁门店外延扩张更为积极

1Q2009-3Q2010 苏宁¹、国美(上市部分)单季门店数量变化情况



资料来源:公司公告、光大证券研究所

◆ 3Q 单季国美国内生增长显示较强提升力:

内生方面国美第三季度显示出较强的增长性,其中 1-3Q 单店收入和面积坪效分别为 4736 万/店和 12720

¹ 不包含香港和日本门店

元/平米，优于苏宁同期 4503 万/店和 11447 元/平米的数据。但考虑到苏宁近期加速下沉三四线城市（平均每家乡镇店面积 1000 平米），因此我们认为不能单单从表面数字得出苏宁内生性弱于国美的结论。相反，在某种程度上，我们认为苏宁在坪效/单店收入数据上弱于国美的现象，恰恰反映出苏宁勇于沉淀三四线城市的进取精神。我们相信未来国美若加强二三线城市的布局，在单店收入和面积坪效方面亦将相应有所下滑。

同时 2010 年三季度，国美净利润增速继续维持高位增长（49.2%）以及同店增速 21.50%，均优于苏宁同期 43.6%和 19.43%的增长率，我们认为主要归因于国美今年持续大刀阔斧进行改革，通过网络优化和加速门店改造，公司的门店经营效率继续得到提升所致，但这一领先苏宁的优势是否能持续，我们认为尚需时间检验。

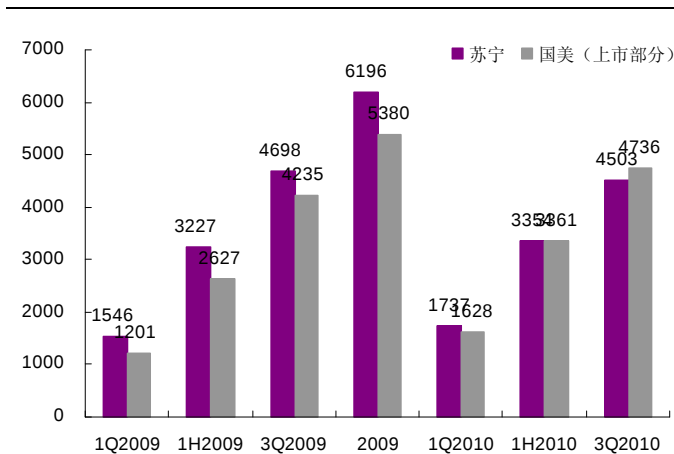
图表 3：3Q2010 苏宁与国美经营数据一览

1Q-3Q2010	营业收入 亿元	门店数(大 陆地区)	营业收入 同比增长 %	可比门 店增长 %	二三线城市 门店占比%	毛利 率	净利润 亿元	净利润同 比增长%	净利率 %
苏宁	543.02	1206	30.61%	19.43%	N.A.	17.3%	28.28	43.6%	5.33%
国美(上市)	372.7	787	18.60%	21.50%	35.7%	17.6%	14.4	49.2%	3.90%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：3Q2010 国美单店收入数据优于苏宁数据

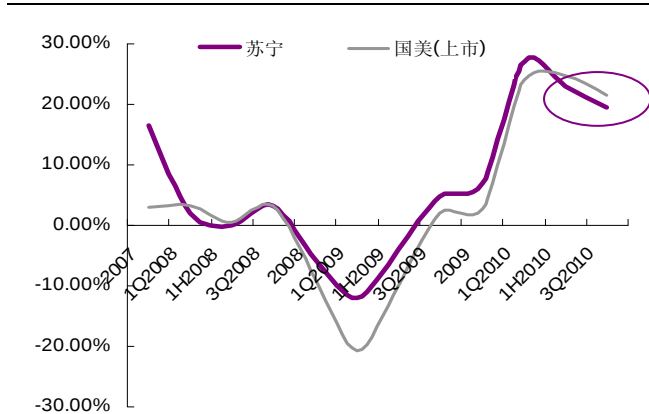
1Q09-3Q10 苏宁、国美（上市部分）单店收入比较（万/店）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 6：3Q2010 国美 SSS 略高于苏宁同期 SSS

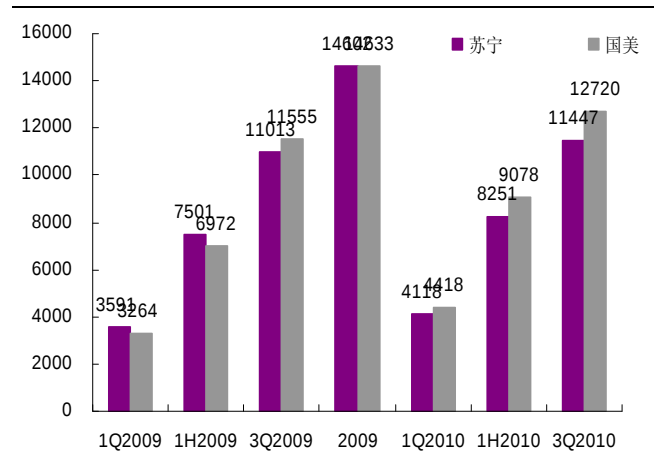
2007-3Q2010 苏宁、国美(上市部分)同店增长率比较 (%)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 5：3Q2010 国美面积坪效数据优于苏宁同期数据

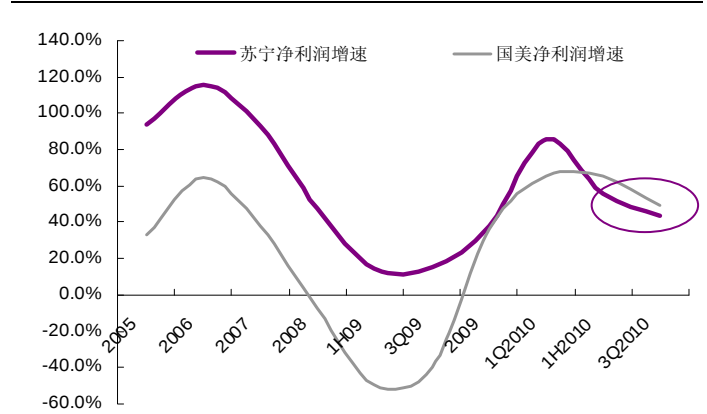
1Q2009-3Q2010 苏宁、国美（上市部分）面积坪效 元/平米



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 7：3Q2010 国美仍维持较高净利润增速

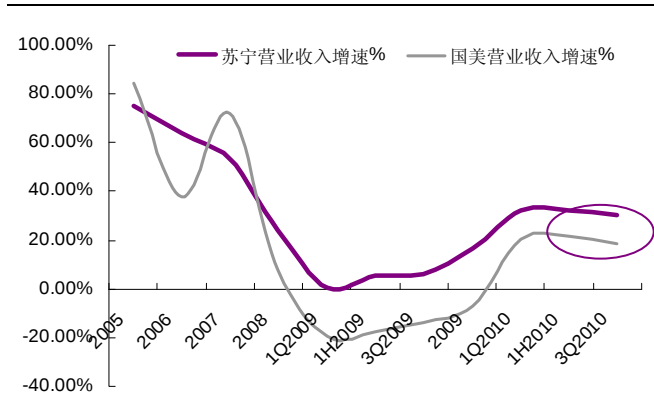
2005-3Q2010 苏宁、国美净利润增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图8：3Q2010 苏宁营业收入增速优于国美数据

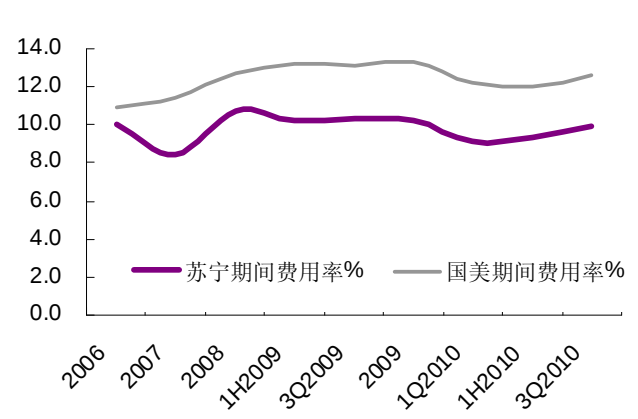
2007-3Q2010 苏宁、国美(上市部分) 同店增长率比较 (%)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图9：3Q2010 苏宁期间费用控制优于国美数据

2005-3Q2010 苏宁、国美净利润增速%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

◆维持行业买入评级，依然推荐苏宁电器：

展望 2011 年，我们认为家电连锁行业的趋势将有如下变化：1) 产业链上下通力合作，未来高毛利率的 OEM，ODM 占比将逐步提升，要求家电连锁企业对消费者消费习惯有更深入了解 2) 门店品类管理将有举足轻重的作用，未来销售中品牌布局和管理是扩大销售的利剑。3) 门店外延扩张将较今年更为积极，尤其是而三线城市的竞争将逐渐成为家电连锁寡头的必争之地。4) 3C 产品和网络销售是未来趋势和潮流，势不可挡，而作为实体店主体的家电连锁店将通过规模优势（降低进价成本）以及专业化销售（精细化销售）来形成自身的竞争优势。5) 家电连锁经营将逐渐步入全产品销售和多元化业态经营的格局，逐渐向欧美家电销售渠道多元化、产品品类多元化模式靠拢。

我们维持电脑及电子零售子行业买入评级，而苏宁电器目前依然是我们中长期内零售股中的最优推荐品种。我们认为苏宁电器的估值底线在 14.50 元（若低于该价格，公司股权激励计划一旦实施，则无法行权），因此目前价格（14.91 元）仍然处于较为安全价格区间。我们长期维持公司买入评级的观点不变，六个月目标价 20.50 元，建议中长期投资者积极配置并坚定持有！

相关报告

- 20100607 迎来二次发展的蓝筹股---公司研究动态
- 20100608 行使 LAOX 新股预约权，增厚 2010 年 EPS 0.01 元---公司快评
- 20100611 与其临渊羡鱼，不如退而结网—光大 2010 年中期策略会苏宁电器一对多见面会纪要—公司快评
- 20100617 占领 3C 制高点，大树底下好乘凉---6 月 18 日黑莓部分手机在苏宁电器首次独家销售---公司快评
- 20100621 产品多元化，小荷才露尖尖角---6 月 18 日苏宁电器首家乐器专卖店开业
- 20100628 产业链扩张，家电连锁业划时代的变革—6 月 24 日国美宣布未来五年计划及新产品点评
- 20100628 要和气生财，还是两败俱伤？--近日安徽格力和苏宁电器全面中止合作关系点评—公司快评
- 20100712 认同公司未来发展战略—7 月 9 日苏宁实地调研简报
- 20100802 稳健求变的进取型白马股—1H2010 苏宁电器中报业绩快报动态点评
- 20100806 雄关漫漫真如铁，去黄光裕化第一步--国美对前任执行董事黄光裕进行法律起诉快评
- 20100825 “人和”制度彰显未来业绩信心—苏宁筹划股权激励制度点评
- 20100826 懂得分享的公司更能长远---苏宁公布股权激励计划草案点评

- 20100831 业绩符合预期，优异的中报经营答卷——苏宁 2010 年中报业绩点评
- 20100906 变革拉动内生增长，战略向海外市场看齐---9 月 2 日苏宁实地调研简报
- 20100906 重回扩张快车道，醉翁之意不在酒---国美 2010 年 9 月 3 日公告点评
- 20100929 家和万事兴，国美未来仍生死未卜---国美 2010 年 9 月 28 日特别股东大会结果点评
- 20101018 日本门店加速拓展，业绩扭亏为盈是主因---苏宁日本市场门店开拓快评
- 20101101 业绩符合预期，且行且珍惜---苏宁 2010 年三季度报点评
- 20101105 好风凭借力，“换新”迎契机---商务部宣布以旧换新超一千万点评

分析师介绍

唐佳睿，CAIA，FRM，CFA Charter pending candidate，德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.)，同济大学高分子材料与工程工学学士，精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

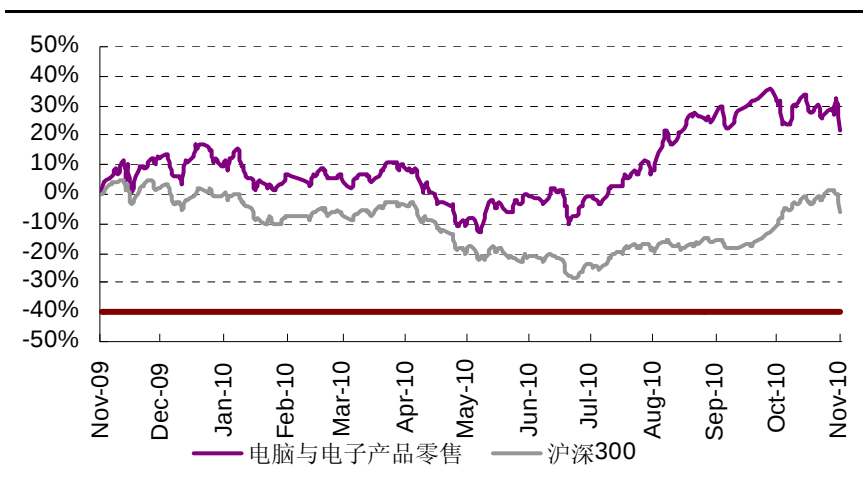
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

电脑与电子产品零售

分析师：唐佳睿



日期	行业评级
2008-03-05	买入
2010-06-28	买入
2010-08-06	买入
2010-09-06	买入
2010-09-29	买入
2010-11-05	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。