

2010年08月04日

丘栋荣

dolon_qiu@e-capital.com.cn

目标价(元) 14.50

公司基本信息

产业别	零售
A 股价 (10/08/03)	12.65
深证成份指数 (10/08/03)	10830.70
股价 12 个月高/低	13.81/9.07
总发行股数 (百万)	6996.21
A 股数 (百万)	4713.85
A 市值 (亿元)	596.30
主要股东	张近东 (27.90%)
每股净值 (元)	3.31
股价/账面净值	3.82
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	16.27 12.95 23.29

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-04-30		买入
2009-12-29		买入

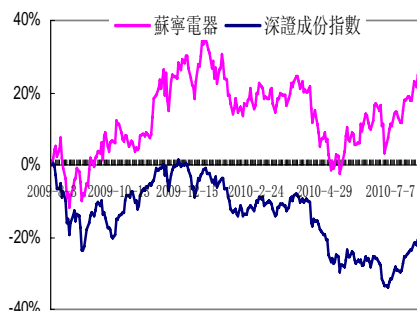
产品组合

零售	100%
----	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	37.55%
券商集合理财	0.25%

股价相对大盘走势



苏宁电器(002024.SZ)

Buy 买入

成长能力依旧，估值优势明显，建议继续“买入”

结论与建议：

公司上半年同店销售高增长，外延式扩张加速；我们预计下半年虽然同店增速增速可能下降至个位数；**家电连锁业竞争壁垒提高，行业内竞争激烈程度降低，公司相对竞争优势仍将持续提升，业绩仍将继续保持稳健增长**；预计公司 2010-11 年实现净利润 39.64 亿元、45.79 亿元，同比增长 37%、16%，每股收益 0.567 元、0.655 元，目前股价对应 PE 为 22 倍、18 倍，估值依然具有很高的安全边际，建议继续“买入”，目标价 14.5 元，对应 2011 年 22 倍 PE。

- 公司上半年实现销售收入 360.55 亿元，同比增长 31.9%；实现营业利润 26.38 亿元，同比增长 54.97%，实现净利润 19.73 亿元，同比增长 56.08%，每股收益 0.28 元，略高于预期 5%。
- 公司上半年收入同比大幅增长 31.9%，其中，同店销售收入增长 23.06%，同店销售大幅增长受益于以旧换新的等利好政策的大面积推广，以及 09 年下半年以来一二线城市房屋销售火爆带来的家电需求；上年基数相对较低也是重要因素。
- 从单季度看，二季度销售收入同比增长 31.8%，净利润同比增长 38.23%，增速较一季度明显放缓，这主要是由于基期变高所致；环比来看，二季度环比一季度收入增长 15.74%、净利润增长 23.52%，依然保持较快增长势头；在高基数背景下，以及新房销售量的下滑，**我们预计下半年公司同店销售增速将放缓至个位数，但依然将保持增长。**
- 重启快速扩张步伐：公司在大陆地区新进入地级以上城市 14 个，新开连锁店 149 家，关闭连锁店 15 家，新增连锁店 134 家，其中县镇店 47 家。公司已在 214 个地级以上城市拥有连锁店 1075 家；**预计全年将新增 200 家新店；公司外延式发展步伐重新加速，尤其是公司首次开出县镇店。我们预计未来二三线城市门店对公司收入、盈利的贡献比例将会提升；**
- 销售费用率下降 0.92 个百分点：由于同店销售收入大幅增长，公司销售费用率同比明显下降，这也是公司业绩增长的最主要原因；下半年同店销售增长仍将继续，坪效预计仍将环比提升，**预计下半年公司费用率仍将有继续小幅下降的空间；**
- 未来业绩增长将来自二三线城市门店的盈利贡献增加，以及一线城市门店营销结构继续优化；**我们相信家电连锁业竞争壁垒提高，行业内竞争激烈程度降低，公司相对竞争优势仍将持续提升，业绩仍将继续保持稳健增长**；目前对应 2010-11 年 22 倍、18 倍的估值依然具有很高的安全边际，建议继续“买入”。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,465	2,170	2,890	3,964	4,579
同比增减	%	103.39%	48.14%	33.17%	37.18%	15.51%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.218	0.322	0.429	0.567	0.655
同比增减	%	103.39%	48.14%	33.17%	31.95%	15.51%
A 股市盈率 (P/E)	X	58.11	39.23	29.46	22.32	19.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.03	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	1.58%	0.24%	0.79%	0.79%	0.79%

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	40,152	49,897	58,300	73,447	85,106
经营成本	34,346	41,335	48,186	60,442	69,702
营业税金及附加	5,652	8,438	9,980	12,841	15,214
销售费用	2,986	4,780	5,192	6,515	7,660
管理费用	494	785	912	1,148	1,447
财务费用	-88	-223	-173	-186	-160
资产减值损失	10	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-
营业利润	2,250	3,096	4,049	5,365	6,268
营业外收入	35	46	112	19	25
营业外支出	44	59	60	13	25
利润总额	2,241	2,951	3,926	5,354	6,268
所得税	718	691	938	1,288	1,567
少数股东损益	58	90	99	101	122
归属于母公司所有者的净利润	1,465	2,170	2,890	3,964	4,579

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	7,465	10,574	17,006	18,816	21,246
应收账款	177	205	347	382	420
存货	4,553	4,908	6,327	7,592	9,111
流动资产合计	13,598	17,188	30,196	27,791	31,777
长期股权投资	26	70	81	82	83
固定资产	1,952	3,380	2,896	4,888	7,278
非流动资产合计	581	819	1,019	1,219	1,419
资产总计	16,230	21,619	35,840	34,479	41,057
流动负债合计	11,391	12,479	20,719	16,248	18,946
非流动负债合计	11	28	196	15	15
负债合计	11,402	12,506	20,915	16,263	18,961
少数股东权益	204	336	-	-	-
股东权益合计	4,624	8,776	14,925	18,216	22,096
负债及股东权益合计	16,230	21,619	35,840	34,479	41,057

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	3,496	3,819	5,555	5,329	6,544
投资活动产生的现金流量净额	-1,358	-2,450	-1,897	-2,846	-3,415
筹资活动产生的现金流量净额	-141	2,024	2,774	-673	-700
现金及现金等价物净增加额	1,998	3,393	6,432	1,811	2,430

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。