

评级：买入 维持评级

业绩点评

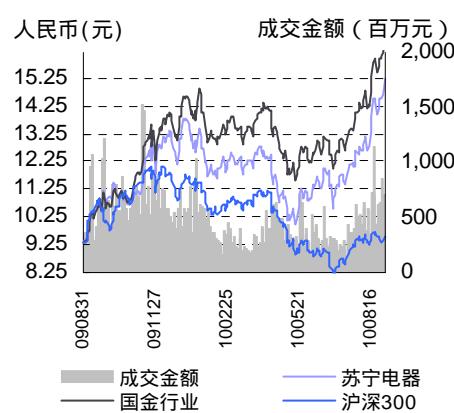
市价(人民币)：15.25元

## 利润高速增长，长期价值显著

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 5,201.81   |
| 总市值(百万元)       | 106,692.23 |
| 年内股价最高最低(元)    | 15.25/9.30 |
| 沪深 300 指数      | 2915.01    |
| 中小板指数          | 6594.69    |



## 公司基本情况(人民币)

| 项 目         | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.726    | 0.620    | 0.620    | 0.771    | 0.967    |
| 每股净资产(元)    | 2.93     | 3.12     | 3.59     | 4.26     | 5.12     |
| 每股经营性现金流(元) | 1.28     | 1.19     | 1.74     | 1.55     | 1.82     |
| 市盈率(倍)      | 99.03    | 28.91    | 24.60    | 19.79    | 15.78    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 74.70    | 37.28    | 37.28    | 37.28    | 37.28    |
| 净利润增长率(%)   | 48.09%   | 33.17%   | 50.10%   | 24.28%   | 25.43%   |
| 净资产收益率(%)   | 24.73%   | 19.88%   | 17.30%   | 18.11%   | 18.87%   |
| 总股本(百万股)    | 2,991.01 | 4,664.14 | 6,996.21 | 6,996.21 | 6,996.21 |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 苏宁电器 2010 年中期实现营业收入 360.55 亿元，同比增长 31.9%；归属于母公司净利润 19.73 亿元，同比增长 56.03%；摊薄后每股收益 0.28 元。

## 经营分析

- **同店增长大幅回升，毛利率水平维持升势**：上半年苏宁电器同店增长大幅回升至 23.06%；按门店类型分，社区店弹性最大，达到 23.84%，同比提高 29.89%；按市场分，三级市场弹性最大，达到 24.72%，同比提高 33.23%。公司综合毛利率 17.06%，其中主营业务毛利率 15.90%，同比上升 0.8%，其他业务利润占利润总额比重进一步下降至 8.22%；从分品类变动情况看，数码、IT 及通讯产品的收入及毛利率提升显著，分别提高 51.23%、2.10% 和 52.75%、2.38%，这一方面受益于笔记本电脑等产品“以旧换新”高额补贴的推动，另一方面也是公司加强品类管理和经营的结果。
- **门店快速扩张，县镇店增速低于预期**：2010 年 1-6 月，苏宁电器新进入地级以上城市 14 个，新开传统店 98 家，精品店 4 家，县镇店 47 家，置换、关闭门店 15 家，净增门店 134 家，大陆地区门店总数达到 1075 家（全部达到 1101 家），营业面积 436.96 万平米。根据苏宁全年新开县镇店 200-300 家的计划，目前县镇店增速低于预期，我们分析其主要原因在于三四级市场选址困难，物流网络辐射范围有限及区域竞争加剧；随着县镇店扩张经验积累和物流网络建设的进一步完善，其门店增速有望逐步提高。
- **海外门店经营情况良好，为经营转型积累经验**：截止 6 月底，公司在香港市场拥有连锁店 20 家，新签约储备店址 4 家；子公司日本 LAOX 新开门店 2 家，合计门店数量 6 家。香港市场电器连锁店均为自营门店，且单店效率远高于内地市场，为公司精品店、县镇店等自营模式门店的发展提供经验，并可为门店经营向自营模式的整体转型打下基础；收购日本 LAOX 为苏宁经营高毛利率的数码配件、动漫游戏、家居生活等商品品类提供可借鉴的平台，根据公司计划，至 2013 年公司将开设 10 家乐器连锁店，100 家“日本风尚”杂货店，目前已经以“店中店”形式开设一家 Musicvox 琴行，预计 9 月再新开一家日式综合生活用品店。

## 相关报告

1. 《利润增长动力强劲，估值优势明显》，2010.4.29
2. 《业绩符合预期，增长趋势明确》，2010.3.16
3. 《收购香港镭射电器点评》，2009.12.31

## 文瑶

联系人  
(8621)61038260  
wenyao@gjzq.com.cn

## 贾仁栋

联系人  
(8621)61038227  
jiard@gjzq.com.cn

## 张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130206080208  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 盈利预测

- 我们预计公司 2010 年-2012 年分别实现销售收入 762.87 亿元、952.84 亿元和 1162.36 亿元，同比增长 30.85%、24.90% 和 21.99%，净利润 43.38 亿元、53.91 亿元和 67.62 亿元，同比增长 50.10%、24.28% 和 25.43%，对当前总股本的每股收益分别是 0.62 元、0.771 元和 0.967 元。

## 投资建议

- 作为中国家电连锁业的龙头，我们看好公司的经营能力及长期发展，苏宁电器经过多年积累完善的销售网络、信息网络和物流网络构筑了企业坚实的“护城河”，并使其能借助三位一体的网络实现从家电连锁卖场向综合连锁卖场的转变。公司目前股价分别对应 2010 年-2011 年 25 倍和 20 倍 PE，估值合理，维持“买入”评级。

**附表：报表摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2007           | 2008           | 2009           | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>40,152</b>  | <b>49,897</b>  | <b>58,300</b>  | <b>76,287</b>  | <b>95,284</b>  | <b>116,236</b> |
| 增长率                 | 24.3%          | 16.8%          | 30.9%          | 24.9%          | 22.0%          |                |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-34,347</b> | <b>-41,335</b> | <b>-48,186</b> | <b>-62,794</b> | <b>-78,313</b> | <b>-95,104</b> |
| % 销售收入              | 85.5%          | 82.8%          | 82.7%          | 82.3%          | 82.2%          | 81.8%          |
| <b>毛利</b>           | <b>5,806</b>   | <b>8,562</b>   | <b>10,114</b>  | <b>13,493</b>  | <b>16,970</b>  | <b>21,132</b>  |
| % 销售收入              | 14.5%          | 17.2%          | 17.3%          | 17.7%          | 17.8%          | 18.2%          |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-154</b>    | <b>-203</b>    | <b>-272</b>    | <b>-229</b>    | <b>-286</b>    | <b>-349</b>    |
| % 销售收入              | 0.4%           | 0.4%           | 0.5%           | 0.3%           | 0.3%           | 0.3%           |
| <b>营业费用</b>         | <b>-2,986</b>  | <b>-4,780</b>  | <b>-5,192</b>  | <b>-6,484</b>  | <b>-8,242</b>  | <b>-10,171</b> |
| % 销售收入              | 7.4%           | 9.6%           | 8.9%           | 8.5%           | 8.7%           | 8.8%           |
| <b>管理费用</b>         | <b>-494</b>    | <b>-785</b>    | <b>-912</b>    | <b>-1,144</b>  | <b>-1,477</b>  | <b>-1,860</b>  |
| % 销售收入              | 1.2%           | 1.6%           | 1.6%           | 1.5%           | 1.6%           | 1.6%           |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>2,172</b>   | <b>2,793</b>   | <b>3,738</b>   | <b>5,636</b>   | <b>6,965</b>   | <b>8,753</b>   |
| % 销售收入              | 5.4%           | 5.6%           | 6.4%           | 7.4%           | 7.3%           | 7.5%           |
| <b>财务费用</b>         | <b>88</b>      | <b>223</b>     | <b>173</b>     | <b>244</b>     | <b>343</b>     | <b>414</b>     |
| % 销售收入              | -0.2%          | -0.4%          | -0.3%          | -0.3%          | -0.4%          | -0.4%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-10</b>     | <b>-52</b>     | <b>-32</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>-4</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| % 税前利润              | 0.0%           | 0.0%           | n.a            | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| <b>营业利润</b>         | <b>2,250</b>   | <b>2,964</b>   | <b>3,875</b>   | <b>5,880</b>   | <b>7,309</b>   | <b>9,166</b>   |
| <b>营业利润率</b>        | 5.6%           | 5.9%           | 6.6%           | 7.7%           | 7.7%           | 7.9%           |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-9</b>      | <b>-14</b>     | <b>51</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>税前利润</b>         | <b>2,241</b>   | <b>2,951</b>   | <b>3,926</b>   | <b>5,880</b>   | <b>7,309</b>   | <b>9,166</b>   |
| <b>利润率</b>          | 5.6%           | 5.9%           | 6.7%           | 7.7%           | 7.7%           | 7.9%           |
| <b>所得税</b>          | <b>-718</b>    | <b>-691</b>    | <b>-938</b>    | <b>-1,382</b>  | <b>-1,718</b>  | <b>-2,154</b>  |
| <b>所得税率</b>         | 32.0%          | 23.4%          | 23.9%          | 23.5%          | 23.5%          | 23.5%          |
| <b>净利润</b>          | <b>1,523</b>   | <b>2,260</b>   | <b>2,988</b>   | <b>4,498</b>   | <b>5,591</b>   | <b>7,012</b>   |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>58</b>      | <b>90</b>      | <b>99</b>      | <b>160</b>     | <b>200</b>     | <b>250</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>1,465</b>   | <b>2,170</b>   | <b>2,890</b>   | <b>4,338</b>   | <b>5,391</b>   | <b>6,762</b>   |
| <b>净利率</b>          | 3.6%           | 4.3%           | 5.0%           | 5.7%           | 5.7%           | 5.8%           |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2007          | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>7,465</b>  | <b>10,574</b> | <b>21,961</b> | <b>39,039</b> | <b>46,777</b> | <b>56,608</b> |
| <b>应收账款</b>     | <b>201</b>    | <b>205</b>    | <b>465</b>    | <b>530</b>    | <b>662</b>    | <b>808</b>    |
| <b>存货</b>       | <b>4,553</b>  | <b>4,908</b>  | <b>6,327</b>  | <b>7,742</b>  | <b>9,655</b>  | <b>11,725</b> |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>1,379</b>  | <b>1,501</b>  | <b>1,443</b>  | <b>1,579</b>  | <b>1,967</b>  | <b>2,387</b>  |
| <b>流动资产</b>     | <b>13,598</b> | <b>17,188</b> | <b>30,196</b> | <b>48,890</b> | <b>59,061</b> | <b>71,528</b> |
| % 总资产           | 83.8%         | 79.5%         | 84.3%         | 87.8%         | 87.1%         | 87.3%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>26</b>     | <b>70</b>     | <b>1,026</b>  | <b>1,027</b>  | <b>1,026</b>  | <b>1,026</b>  |
| <b>固定资产</b>     | <b>1,952</b>  | <b>3,380</b>  | <b>3,304</b>  | <b>5,105</b>  | <b>7,114</b>  | <b>8,823</b>  |
| % 总资产           | 12.0%         | 15.6%         | 9.2%          | 9.2%          | 10.5%         | 10.8%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>581</b>    | <b>819</b>    | <b>1,061</b>  | <b>681</b>    | <b>603</b>    | <b>545</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>2,631</b>  | <b>4,430</b>  | <b>5,644</b>  | <b>6,815</b>  | <b>8,745</b>  | <b>10,396</b> |
| % 总资产           | 16.2%         | 20.5%         | 15.7%         | 12.2%         | 12.9%         | 12.7%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>16,230</b> | <b>21,619</b> | <b>35,840</b> | <b>55,705</b> | <b>67,806</b> | <b>81,924</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>247</b>    | <b>309</b>    | <b>97</b>     | <b>115</b>    | <b>120</b>    | <b>125</b>    |
| <b>应付款项</b>     | <b>10,714</b> | <b>11,523</b> | <b>19,945</b> | <b>28,569</b> | <b>35,632</b> | <b>43,277</b> |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>430</b>    | <b>647</b>    | <b>676</b>    | <b>1,389</b>  | <b>1,531</b>  | <b>1,686</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>11,391</b> | <b>12,479</b> | <b>20,719</b> | <b>30,073</b> | <b>37,283</b> | <b>45,088</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>1</b>      |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>11</b>     | <b>28</b>     | <b>196</b>    | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      |
| <b>负债</b>       | <b>11,402</b> | <b>12,506</b> | <b>20,915</b> | <b>30,078</b> | <b>37,288</b> | <b>45,094</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>4,624</b>  | <b>8,776</b>  | <b>14,540</b> | <b>25,082</b> | <b>29,773</b> | <b>35,836</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>204</b>    | <b>336</b>    | <b>385</b>    | <b>545</b>    | <b>745</b>    | <b>995</b>    |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>16,230</b> | <b>21,619</b> | <b>35,840</b> | <b>55,705</b> | <b>67,806</b> | <b>81,924</b> |

**比率分析**

|               | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>每股指标</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 每股收益          | 1.017    | 0.726    | 0.620    | 0.620    | 0.771    | 0.967    |
| 每股净资产         | 3.207    | 2.934    | 3.117    | 3.585    | 4.256    | 5.122    |
| 每股经营现金净流      | 2.426    | 1.277    | 1.191    | 1.740    | 1.548    | 1.819    |
| 每股股利          | 0.000    | 0.200    | 0.130    | 0.100    | 0.100    | 0.100    |
| <b>回报率</b>    |          |          |          |          |          |          |
| 净资产收益率        | 31.69%   | 24.73%   | 19.88%   | 17.30%   | 18.11%   | 18.87%   |
| 总资产收益率        | 9.03%    | 10.04%   | 8.06%    | 7.79%    | 7.95%    | 8.25%    |
| 投入资本收益率       | 29.05%   | 22.70%   | 18.93%   | 16.75%   | 17.39%   | 18.12%   |
| <b>增长率</b>    |          |          |          |          |          |          |
| 主营业务收入增长率     | 61.08%   | 24.27%   | 16.84%   | 30.85%   | 24.90%   | 21.99%   |
| EBIT增长率       | 85.10%   | 28.61%   | 33.83%   | 50.75%   | 23.59%   | 25.66%   |
| 净利润增长率        | 103.45%  | 48.09%   | 33.17%   | 50.10%   | 24.28%   | 25.43%   |
| 总资产增长率        | 83.35%   | 33.20%   | 65.78%   | 55.43%   | 21.72%   | 20.82%   |
| <b>资产管理能力</b> |          |          |          |          |          |          |
| 应收账款周转天数      | 0.9      | 0.8      | 1.4      | 1.5      | 1.5      | 1.5      |
| 存货周转天数        | 42.8     | 41.8     | 42.6     | 45.0     | 45.0     | 45.0     |
| 应付账款周转天数      | 26.8     | 29.9     | 32.7     | 32.0     | 32.0     | 32.0     |
| 固定资产周转天数      | 17.0     | 24.3     | 18.1     | 20.1     | 21.9     | 22.3     |
| <b>偿债能力</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 净负债/股东权益      | -149.52% | -112.65% | -146.54% | -151.92% | -152.91% | -153.38% |
| EBIT利息保障倍数    | -24.6    | -12.5    | -21.6    | -23.1    | -20.3    | -21.2    |
| 资产负债率         | 70.25%   | 57.85%   | 58.36%   | 54.00%   | 54.99%   | 55.04%   |

来源：国金证券研究所

## 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 11   | 21   | 23   | 30   | 64   |
| 买入 | 1    | 2    | 2    | 2    | 10   |
| 持有 | 0    | 1    | 1    | 1    | 2    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.08 | 1.14 | 1.15 | 1.14 | 1.16 |

来源：朝阳永续

## 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2009-12-31 | 买入 | 13.81 | N/A           |
| 2 2010-03-16 | 买入 | 11.97 | N/A           |
| 3 2010-04-29 | 买入 | 11.03 | 15.12 ~ 16.67 |

来源：国金证券研究所

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



## 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

## 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

## 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：200011  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：(8610)-66215599-8832  
传真：(8610)-61038200  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：(86755)-82805115  
传真：(86755)-61038200  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室