

内生增长与外延扩张并举的绩优蓝筹品种

推荐（维持）

苏宁电器（002024）2010年中报点评

投资要点：

- ◇ **2010年上半年净利润同比增长56%**。上半年实现营业收入360.5亿元，同比增长31.9%；实现营业利润26.4亿元，同比增长55.3%；实现利润总额26.3亿元，同比增长53.7%；实现归属于母公司的净利润19.7亿元，比上年同期增长56%，超出预期（我们预计全年增长21.05%）。我们认为，公司业绩增长好于预期的主要原因有：一是，连锁网络规模的外延扩张，以及原有门店的内生增长致使公司主营营业收入同比增长32.98%。二是，公司强化费用控制，使得期间费用率较上年同期下降0.84个百分点。
- ◇ **2010年上半年可比店面收入同比增长23.06%**。公司内生增长明显，上半年实现可比店面（指2009年1月1日当日及之前开设的店面）销售收入同比增长23.06%，主要原因有：（1）受益于“以旧换新”、“家电下乡”、“能效补贴”等家电消费刺激政策的推进，行业景气度提升。（2）公司通过店面形象改造、优化店面面积组合、完善品类商品规划、丰富产品结构、强化人员技能培训等工作，致使单店质量提升。（3）受上年同期基数较低影响，公司单店经营效益同比提升较快。具体来看，公司社区店、三四级市场的同店收入增长更为突出，分别为23.84%、24.72%。
- ◇ **外延扩张稳步推进，门店面积同比增长19.91%**。上半年公司新进驻级以上城市14个，新开传统店98家，精品店4家，县镇店47家，共置换/关闭连锁店15家，净增门店134家。截止6月末，公司在内地214个地级以上城市拥有传统店1023家、精品店5家、县镇店47家，共计1075家，连锁店面积合计达436.96万平方米，同比增长19.91%。从门店扩张策略来看，（1）在区域拓展上，公司重点加强华中、西北地区市场。（2）在传统店业务上，公司重点加强旗舰店、中心店的网络建设。2010年公司计划新增传统店200家。（3）上半年公司在三、四级市场，特别是县镇店业务上的拓展力度较大。（4）精品店、自建店等创新模式门店正在不断完善，为公司的后续发展注入新的活力。
- ◇ **实施渠道下沉扩张策略，大力发展三四级市场**。相对于一二级市场而言，三四级市场的竞争环境较为宽松，使得门店能够获取相对较高的毛利水平。从上半年试点经营情况来看，公司的县镇店毛利水平相对常规店略高，租金、人员成本相当，物流成本略高，整体来看，800万-1000万元销售即可实现盈利。上半年公司已在江、浙、粤镇一级市场及内陆省份的县一级市场开设县镇店47家，计划全年累计新增200家以上。我们认为，随着城市化进程的持续、居民收入水平的提高、家电下乡政策的刺激，县镇店

2010年9月7日

丁文进

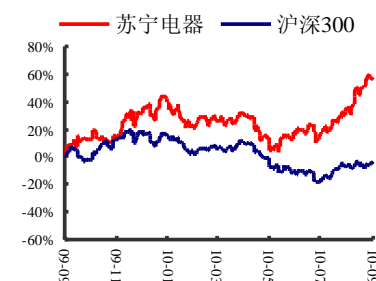
电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2010年9月7日

收盘价(元)	14.98
总股本(万股)	699,621
流通A股股本(万股)	520,181
12月最高价(元)	21.17
12月最低价(元)	9.90

股价走势



资料来源：Wind 资讯、东莞证券研究所

相关报告

苏宁电器（002024）2009 年年报点评：业绩超预期 各项指标良好

2010年3月19日

市场空间广阔，有望成为公司的重要业绩增长点。不过，我们也注意到：整体来看，由于三四级市场交通条件相对落后，运输成本较高，公司在今后大规模扩大门店的同时，需要加快物流基地的建设，以适应新的配送需求。上半年，公司切实推进了各地的物流基地建设工作，济南、青岛、杭州（二期）、盐城等地获得物流基地建设用地；重庆、合肥物流基地进入正式施工阶段。截至六月末，公司物流基地已有4家进入（试）运营阶段，6家进入施工阶段，另签约储备12家。

- ◇ **探索新业态模式，发展精品店和自建店。**2009年末，公司首家定位于给中高端客户提供一站式购物体验的SUNING ELITE 精品店在深圳金光华广场开业。2010年上半年，公司在北京、深圳新开精品店4家、储备精品店4家，在上海、广州两地储备精品店共2家。通过借鉴海外子公司（包括香港CRM、日本LAOX）的先进管理经验，公司拟对此部分人群进行精准营销和增值服务，通过提升消费类电子产品销售等方式，来提升精品店的运营效率。按照2009年年报的说法，2010年公司计划在北京、上海、广州、深圳等全国重点城市地区开设20家精品店。除此以外，公司还在推进自建店项目的建设。公司首个自建店威海店预计于10月开业；与商业地产开发企业合作定制开发的成都、上海、青岛三家自建店也将于年内投入使用。
- ◇ **稳步推进国际化发展战略。**（1）2010年2月8日，公司正式承接CRM品牌及其在香港地区的连锁网络及业务，全面开展在香港地区的家用电器及消费类电子产品的销售及服务业务。截至6月末，公司在香港地区拥有连锁店20家。3月公司正式组建总部直属管辖的香港大区，同步制定公司香港地区未来3年的发展规划。（2）6月4日，公司境外子公司GRANDA MAGIC LIMITED 全部行使持有的日本LAOX 株式会社1,066万份新股预约权，总投资21,320万日元（约1,573万元人民币）。交易完成后，公司境外子公司持有LAOX发行在外的普通股股份（不含LAOX 发行在外的优先股股份）的29.16%，仍为其第一大股东。上半年，公司协助LAOX在东京新宿、台场新开2家门店，截止报告期末，LAOX在东京地区已经拥有6家门店，经营状况稳步趋好。
- ◇ **稳步推进国际化发展战略。**（1）2010年2月8日，公司正式承接CRM品牌及其在香港地区的连锁网络及业务，全面开展在香港地区的家用电器及消费类电子产品的销售及服务业务。截至6月末，公司在香港地区拥有连锁店20家。3月公司正式组建总部直属管辖的香港大区，同步制定公司香港地区未来3年的发展规划。（2）6月4日，公司境外子公司GRANDA MAGIC LIMITED 全部行使持有的日本LAOX 株式会社1,066万份新股预约权，总投资21,320万日元（约1,573万元人民币）。交易完成后，公司境外子公司持有LAOX发行在外的普通股股份（不含优先股股份）的29.16%，仍为其第一大股东。上半年，公司协助LAOX在东京新宿、台场新开2家门店，截止报告期末，LAOX在东京地区已经拥有6家门店，经营状况稳步趋好。
- ◇ **推出股权激励计划草案。**2010年8月25日，公司推出股权激励计划（草案），拟向中高层管理人员以及新招入的应届毕业生中通过考评的骨干人员，总计248人实施股权激励。此次期权涉及的标的股票总数为8,469万股，占公司总股本的1.21%。期权计划的有效期为5年，自授权日至首个可行权日期限为1年，分成4个行权期，行权条件为截止到对应行权期所在年份的收入复合增长率不低于20%，归属于母公司股东净利润复合增长率不低于25%。比较最近几年公司的经营业绩，我们认为，此次行权条件较为宽松，有利于稳定公司的中高层管理人员，并将较好地调动员工的积极性。
- ◇ **维持“推荐”投资评级。**上半年公司净利润同比增长56%，超出我们的预期。具体来看，报告期内公司原有门店的内生增长，以及连锁网络的外延扩张（尤其是在县镇店和精品店业务拓展上）均取得了不错的成绩。考虑到公司基本面的持续转好，以及股权激励方案的推出，我们认为公司未来的业绩增长可期，预计2010和2011年每股收益分别达到0.58元和0.71元；对应的市盈率倍数分别为25.91、21.18，维持“推荐”投资评级。

风险提示：（1）网上购物对公司实体店经营造成冲击。2010年2月，公司旗下电子商务平台“苏宁易购网”上线，有望在一定程度上缓解由此所面临的压力。（2）门店的扩张受到人才储备的制约。（3）物流基地的建设进度要与公司连锁网络的拓展相匹配。

表 1：公司可比店面销售同比增速

店面类型	旗舰店	中心店	社区店
可比店面销售同比增长	22.08%	23.23%	23.84%
市场级别	一级市场	二级市场	三、四级市场
可比店面销售同比增长	22.61%	22.68%	24.72%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 2：公司门店分布（按门店类型）

项目	2010年6月30日	2009年12月31日	增减变化情况	
	数量	数量	数量变化	占比变化 (%)
旗舰店	179	161	18	-0.5%
中心店	321	291	30	-1.1%
社区店	523	488	35	-3.2%
传统店小计	1023	940	83	-4.7%
精品店	5	1	4	0.4%
县镇店	47	0	47	4.4%
合计	1075	941	134	0.0%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 3：公司门店分布（按市场划分）

项目	2010年6月30日	2009年12月31日	增减变化情况	
	数量	数量	数量变化	占比变化 (%)
一级市场	479	449	30	-3.2%
二级市场	344	308	36	-0.7%
三、四级市场	252	184	68	3.9%
合计	1075	941	134	0.0%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 4：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	49,896.71	58,300.15	75,790.19	90,948.23
营业总成本	46,932.34	54,421.17	70,344.36	84,272.80
营业成本	41,334.76	48,185.79	62,867.97	75,305.14
营业税金及附加	203.49	271.52	227.37	272.84
销售费用	4,780.47	5,192.36	6,442.17	7,730.60
管理费用	784.52	912.09	1,136.85	1,364.22
财务费用	-223.29	-172.92	-330.00	-400.00
资产减值损失	52.39	32.34	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	5.65	0.00
投资净收益	0.00	-3.95	3.58	0.00
其中 对联营和合营投资	0.00	-3.95	0.00	0.00
营业利润	2,964.37	3,875.03	5,455.07	6,675.43

加 营业外收入	45.75	111.58	0.00	0.00
减 营业外支出	59.25	60.24	0.00	0.00
利润总额	2,950.87	3,926.37	5,455.07	6,675.43
减 所得税	690.95	937.87	1,309.22	1,602.10
实际所得税率	23.41%	23.89%	24.00%	24.00%
净利润	2,259.93	2,988.50	4,145.85	5,073.33
减 少数股东损益	89.74	98.54	101.57	124.30
归母公司所有者的净利润	2,170.19	2,889.96	4,044.28	4,949.03
最新总股本(万股)	699,621	699,621	699,621	699,621
基本每股收益(元)	0.31	0.41	0.58	0.71
市盈率(倍)	48.29	36.26	25.91	21.18

资料来源：Wind 资讯、东莞证券研究所

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn