

评级: 买入 维持评级

业绩点评

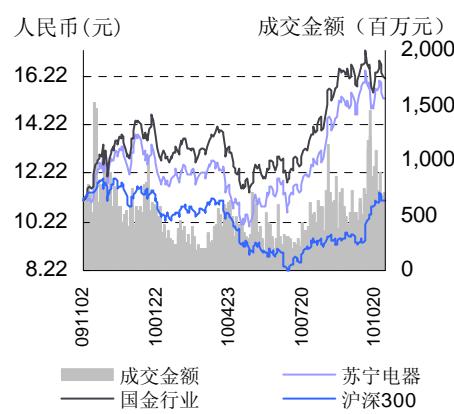
市价 (人民币): 15.33 元

经营情况良好, 未来增长确定

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)	107,251.93
年内股价最高最低(元)	16.48/10.00
沪深 300 指数	3379.98
中小板指数	7363.39



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	0.617	0.765	0.960
每股净资产(元)	2.93	3.12	2.60	3.27	4.13
每股经营性现金流(元)	1.28	1.19	1.74	1.54	1.81
市盈率(倍)	99.03	28.91	24.84	20.05	15.96
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%	49.38%	23.90%	25.63%
净资产收益率(%)	24.73%	19.88%	23.71%	23.40%	23.27%
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 年前 3 季度实现营业收入 543.02 亿元, 同比增长 30.61%; 归属于母公司净利润 28.28 亿元, 同比增长 43.58%; 摊薄后每股收益 0.40 元。

经营分析

- **收入平稳增长, 毛利率继续提升:** 第 3 季度苏宁电器实现销售收入 182.47 亿元, 同比增长 28.14%, 比中期增速下滑 3.66%; 受夏季气候异常影响的空调销售不利是主要影响因素。1-9 月公司同店增速达到 19.3%, 去除同比基数上升影响, 同店销售增长平稳。公司通过简化零供采购合作模式及加强单品管理, 销售毛利率继续上升至 17.58%, 其中数码产品及配件的毛利及销售额增长较快。10 月以来苏宁围绕公司“二十周年庆”开展系列促销活动, 预计第 4 季度仍可保持 30%以上销售增长。
- **3 季度门店扩张提速, 县镇店扩张继续推进:** 2010 年 1-9 月, 苏宁电器新进入地级以上城市 23 个, 新开常规店 183 家, 精品店 7 家, 县镇店 95 家, 置换、关闭门店 20 家, 净增门店 265 家, 大陆地区门店总数达到 1206 家, 连锁店面积达到 474.38 万平米。第 3 季度门店扩张提速, 单季度净增门店 131 家, 其中常规店 87 家, 精品店 3 家, 县镇店 46 家。尽管今年县镇店扩张速度低于年初 200-300 家的计划, 但公司扩张三四级市场的计划已经准备数年, 随着扩张经验的积累明年扩张速度将能有所提高。
- **海外市场经营良好:** 3 季度公司在香港市场新增门店 2 家, 1-9 月累计新增 5 家, 置换关闭门店 5 家, 门店总数达到 22 家; LAOX 新开门店 3 家, 在东京和大阪地区的门店增加至 7 家, 随着中国赴日旅游人数持续增长, LAOX 的经营改善有望持续。8 月公司全资子公司 GRANDA MAGIC LIMITED 以 94 日元/股价格认购 LAOX 定向发行股份 2127.66 万股 (总投资约 1.59 亿元人民币), 持有公司 33.8% 股权, 仍为第一大股东。
- **购置店数量继续增加:** 3 季度公司在大连、昆明和西安核心商圈新增购置店 3 家, 1-9 月共新增购置店 6 家, 主要分布于二级城市; 中国城市化进程的加快及商业地产繁荣将推升二级市场核心商圈的地产价值, 公司出于巩固区域销售地位及品牌宣传的购置店项目从企业长远发展和投资角度考虑, 都不失为合理的选择。

相关报告

1. 《利润高速增长, 长期价值显著》, 2010.8.31
2. 《利润增长动力强劲, 估值优势明显》, 2010.4.29
3. 《业绩符合预期, 增长趋势明确》, 2010.3.16

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

贾仁栋

分析师 SAC 执业编号: S1130210040001
(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 43.17 亿元、53.49 亿元和 67.20 亿元，同比增长 49.38%、23.90% 和 25.63%，对应该当总股本的每股收益分别是 0.617 元、0.765 元和 0.960 元。

投资建议

- 我们看好公司的长期增长前景，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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	40,152	49,897	58,300	76,287	95,284	116,236							
增长率	24.3%	16.8%	30.9%	24.9%	22.0%		货币资金	7,465	10,574	21,961	32,161	39,857	49,646
主营业务成本	-34,347	-41,335	-48,186	-62,794	-78,313	-95,104	应收账款	201	205	465	530	662	808
% 销售收入	85.5%	82.8%	82.7%	82.3%	82.2%	81.8%	存货	4,553	4,908	6,327	7,742	9,655	11,725
毛利	5,806	8,562	10,114	13,493	16,970	21,132	其他流动资产	1,379	1,501	1,443	1,579	1,967	2,387
% 销售收入	14.5%	17.2%	17.3%	17.7%	17.8%	18.2%	流动资产	13,598	17,188	30,196	42,012	52,142	64,566
营业税金及附加	-154	-203	-272	-229	-286	-349	% 总资产	83.8%	79.5%	84.3%	86.0%	85.6%	86.1%
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	长期投资	26	70	1,026	1,027	1,026	1,026
营业费用	-2,986	-4,780	-5,192	-6,484	-8,242	-10,171	固定资产	1,952	3,380	3,304	5,105	7,114	8,823
% 销售收入	7.4%	9.6%	8.9%	8.5%	8.7%	8.8%	% 总资产	12.0%	15.6%	9.2%	10.5%	11.7%	11.8%
管理费用	-494	-785	-912	-1,144	-1,477	-1,860	无形资产	581	819	1,061	681	603	545
% 销售收入	1.2%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	非流动资产	2,631	4,430	5,644	6,815	8,745	10,396
息税前利润 (EBIT)	2,172	2,793	3,738	5,636	6,965	8,753	% 总资产	16.2%	20.5%	15.7%	14.0%	14.4%	13.9%
% 销售收入	5.4%	5.6%	6.4%	7.4%	7.3%	7.5%	资产总计	16,230	21,619	35,840	48,827	60,887	74,962
财务费用	88	223	173	216	288	358	短期借款	247	309	97	115	120	125
% 销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	应付款项	10,714	11,523	19,945	28,569	35,632	43,277
资产减值损失	-10	-52	-32	0	0	0	其他流动负债	430	647	676	1,389	1,531	1,686
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	11,391	12,479	20,719	30,073	37,283	45,088
投资收益	0	0	-4	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	11	28	196	5	5	5
营业利润	2,250	2,964	3,875	5,852	7,253	9,111	负债	11,402	12,506	20,915	30,078	37,288	45,094
营业利润率	5.6%	5.9%	6.6%	7.7%	7.6%	7.8%	普通股股东权益	4,624	8,776	14,540	18,205	22,854	28,874
营业外收支	-9	-14	51	0	0	0	少数股东权益	204	336	385	545	745	995
税前利润	2,241	2,951	3,926	5,852	7,253	9,111	负债股东权益合计	16,230	21,619	35,840	48,827	60,887	74,962
利润率	5.6%	5.9%	6.7%	7.7%	7.6%	7.8%	比率分析						
所得税	-718	-691	-938	-1,375	-1,705	-2,141	每股指标						
所得税率	32.0%	23.4%	23.9%	23.5%	23.5%	23.5%	每股收益	1.017	0.726	0.620	0.617	0.765	0.960
净利润	1,523	2,260	2,988	4,477	5,549	6,970	每股净资产	3.207	2.934	3.117	2.602	3.267	4.127
少数股东损益	58	90	99	160	200	250	每股经营现金净流	2.426	1.277	1.191	1.737	1.542	1.813
归属于母公司的净利润	1,465	2,170	2,890	4,317	5,349	6,720	每股股利	0.000	0.200	0.130	0.100	0.100	0.100
净利率	3.6%	4.3%	5.0%	5.7%	5.6%	5.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.69%	24.73%	19.88%	23.71%	23.40%	23.27%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	9.03%	10.04%	8.06%	8.84%	8.78%	8.96%
净利润	1,523	2,260	2,988	4,477	5,549	6,970	投入资本收益率	29.05%	22.70%	18.93%	22.85%	22.46%	22.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	228	432	485	404	469	549	主营业务收入增长率	61.08%	24.27%	16.84%	30.85%	24.90%	21.99%
非经营收益	10	-71	-85	249	0	0	EBIT增长率	85.10%	28.61%	33.83%	50.75%	23.59%	25.66%
营运资金变动	1,749	1,201	2,166	7,022	4,772	5,164	净利润增长率	103.45%	48.09%	33.17%	49.38%	23.90%	25.63%
经营活动现金净流	3,510	3,822	5,555	12,152	10,790	12,683	总资产增长率	83.35%	33.20%	65.78%	36.24%	24.70%	23.12%
资本开支	-1,358	-2,450	-1,193	-1,827	-2,399	-2,200	资产管理能力						
投资	0	0	-704	-1	0	0	应收账款周转天数	0.9	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	42.8	41.8	42.6	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-1,358	-2,450	-1,897	-1,828	-2,399	-2,200	应付账款周转天数	26.8	29.9	32.7	32.0	32.0	32.0
股权募资	11	2,462	3,021	47	0	0	固定资产周转天数	17.0	24.3	18.1	20.1	21.9	22.3
债权募资	-136	16	-156	-171	5	6	偿债能力						
其他	-16	-455	-92	0	-700	-700	净负债/股东权益	-149.52%	-112.65%	-146.54%	-170.96%	-168.42%	-165.82%
筹资活动现金净流	-141	2,024	2,773	-125	-695	-694	EBIT利息保障倍数	-24.6	-12.5	-21.6	-26.0	-24.2	-24.5
现金净流量	2,011	3,395	6,431	10,200	7,696	9,789	资产负债率	70.25%	57.85%	58.36%	61.60%	61.24%	60.16%

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	1	4	14	44	55
买入	0	0	4	8	8
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.17	1.18	1.17

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
4 2010-08-31	买入	15.17	N/A

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