

2010年11月1日

苏宁电器

同店增速明显，费用控制良好

A
买入

002024.SZ - 人民币 15.33

目标价格: 人民币 19.00

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

2010年3季度单季度公司实现主营业务收入181亿元，同比增长28.6%；实现归属于上市公司股东的净利润8.54亿元，同比增长了21.2%。我们维持公司19.00元的目标价和买入评级。

支撑评级的要点

- 规模效应以及公司富有战略性眼光提前布局供应链的不断改善对公司长远运作效率的提升具有不可替代的意义。随着连锁网络规模的进一步扩大，经营变革的系统推进以及一系列费用控制措施的有效落实，公司经营质量稳步提升。

评级面临的主要风险

- 房地产调整力度大大超出市场预期。

估值

- 我们坚持认为苏宁电器是国内目前最优秀的零售公司，同时我们考虑到公司管理层股权激励所给出的复合增长率25%以上的信心，我们维持2010-2012年度公司每股收益0.581、0.738和0.966元的盈利预测，维持苏宁电器19.00元的目标价和买入评级。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	11	(4)	22	43
相对新华富时A50指数(%)	26	(20)	12	50

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	6,996
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	71,857
3个月日均交易额(人民币 百万)	626
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
张近东	28

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	49,855	58,220	74,228	93,926	120,450
变动(%)	24	17	27	27	28
净利润(人民币 百万)	2,170	2,890	4,076	5,172	6,770
全面摊薄每股收益(人民币)	0.308	0.414	0.581	0.738	0.966
变动(%)	36.9	34.3	40.5	26.9	30.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.578	0.742	0.913
核心每股收益(人民币)	0.308	0.414	0.581	0.738	0.966
变动(%)	36.9	34.3	40.5	26.9	30.9
全面摊薄市盈率(倍)	49.8	37.1	26.4	20.8	15.9
核心市盈率(倍)	49.8	37.1	26.4	20.8	15.9
每股现金流量(人民币)	0.38	0.43	0.55	0.79	1.03
价格/每股现金流量(倍)	40.5	35.6	27.6	19.3	14.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	13.1	14.5	10.6	7.2
每股股息(人民币)	0.078	0.045	0.093	0.120	0.130
股息率(%)	0.5	0.3	0.6	0.8	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR<GO>, firstcall.com, Multex.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

3 季度加速展店,前 3 季度同店增长 19.43%

公司 3 季度主营业务收入同比上升 28.6%, 前 3 季度同店增长 19.43%, 较上半年的 23% 的同店增长有所放缓, 我们认为由于同店增长由 09 上半年的 -4.12% 回升到 09 年 3 季度单季度 4.82%, 导致今年 3 季度同店增长较上半年放缓。同时由于去年 4 季度同店增长 30-40%, 所以我们预期今年 4 季度同店增长可能继续放缓到 10-15%。全年销售收入增长接近 30%, 而净利润增速的大幅上升又与费用率下降相关。

受益于家电“以旧换新”、“家电下乡”、“能效补贴”等一系列拉动内需的消费政策的持续推进落实, 家电行业景气度提升。另外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, 提升单店质量。2010 年 3 季度公司大大加快推进连锁网络发展, 大陆连锁店面数量由 2010 年上半年末的 1,075 家增加至 1,288 家, 截至报告期末, 公司已在中国大陆、香港地区、日本市场共拥有连锁店 1,235 家。连锁规模进一步扩大。

图表 2. 09 年-10 年 3 季度门店数据摘要

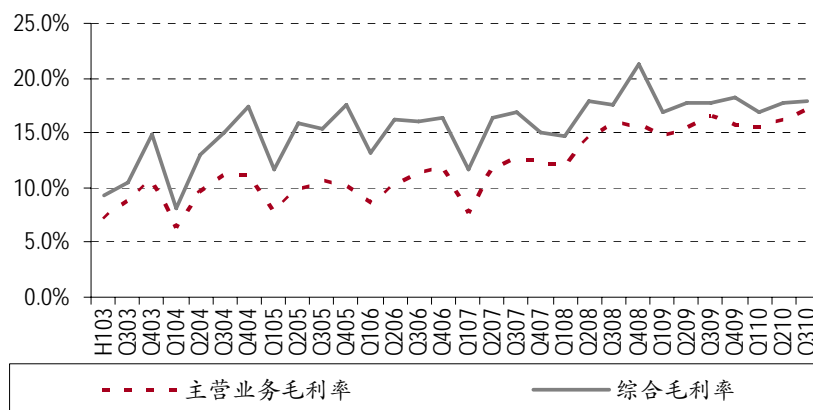
	2009 年 1 季度	2009 年 上半年	2009 年 前 3 季度	2009 年 4 季度	2009 年 2009	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 上半年	2010 年 前 3 季度
同店增长 (%)	(12)	(4.1)	(1.24)	30-40	6.98	26.98	-20	23.06	19.43
期末门店	819	847	885	941	941	962	1101*	1101*	1317*
期末面积(平米)	3,525,200	3,644,000	3,992,600	3,992,600	3,992,600	4,058,300	4,369,600	4,369,600	4,743,800
同比增长 (%)	25.7		15.3	15.3	15.3	15.1	19.9	19.9	25.7
期末店均面积(平米)	4,304.27		4,242.93	4,242.93	4,242.93	4,218.61	4,065.00	4,065.00	3,683.10

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

*2010 年上半年门店包含大陆门店 1,075 家(其中 1,023 家传统门店), 香港 20 家, 日本 6 家, 前 3 季度包括大陆门店 1,288 家(其中 1,103 家传统门店), 香港 22 家, 日本 7 家。

综合毛利率平稳

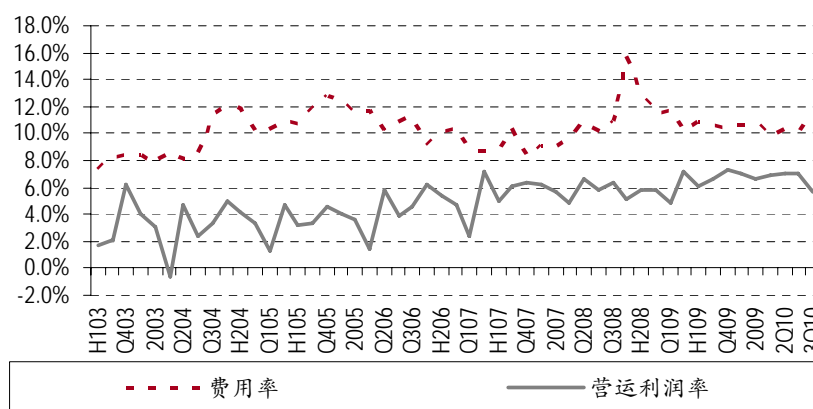
公司 3 季度综合毛利率水平达到 17.89%, 较上年同期上升了 0.2 个百分点, 也较今年上半年上升 0.67 个百分点。我们预期今年 4 季度毛利率可能继续回升。我们认为最重要的原因是毛利率较低的数码 IT 和通讯产品这两项毛利率随着销售规模扩大而得到较大提升, 同时公司进一步践行零供采购合作模式简化, 通过加强单品管理, 主营业务毛利比重进一步提升, 综合毛利率保持稳定。

图表 3. 公司主营业务毛利率与综合毛利率


资料来源：公司数据，中银国际研究

费用率得到有效控制

我们看到，公司新开店数量增加较快，以及推进一系列品牌提升计划，带来前3季度销售费用、管理费用绝对值较上年同期分别增长30.56%、23.52%，公司今年3季度单季度管理销售费用率较去年同期的10.5%有所上升，至11.6%。但公司依托较为成熟的预算管控、绩效分析体系以及信息化运用，运营费用率得到有效控制，前3季度管理费用率、销售费用率合计较去年同期下降了0.16个百分点。

图表 4. 公司费用率和营运利润率变化趋势


资料来源：公司数据，中银国际研究

我们认为，规模效应以及公司富有战略性眼光提前布局供应链的不断改善对公司长远运作效率的提升具有不可替代的意义。随着连锁网络规模的进一步扩大，经营变革的系统推进以及一系列费用控制措施的有效落实，公司经营质量稳步提升。这也是公司为回归零售本质关注门店系统运作质量奠定扎实的基础。

维持业绩预测和目标价

我们维持 2010-2012 年度公司归属于母公司净利润折合的每股收益 0.581、0.738 和 0.966 元的盈利预测。

我们坚持认为苏宁电器是国内目前最优秀的零售公司，同时考虑到公司管理层股权激励所给出的复合增长率 25% 以上的信心，维持目标价 19.00 元和 **买入** 评级。

图表 5. 2010 年前 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 前 3 季度	2010 年 前 3 季度	同比变动 (%)
主营业务收入	40,765	53,585	31
营业税金及附加	(186)	(183)	(2)
净收入	40,578	53,402	32
其他净收入	775	662	(15)
主营业务成本	(34,402)	(44,862)	30
毛利润	6,951	9,203	32
管理费用和销售费用	(4,399)	(5,695)	29
营业利润	2,552	3,507	37
非经常性损益	(8)	(9)	14
净财务费用	124	281	127
税前利润	2,667	3,783	42
所得税	(626)	(890)	42
税后利润	2,041	2,893	42
少数股东损益	(71)	(65)	(9)
归属于上市公司股东净利润	1,970	2,828	44
剔除非经常性损益后的净利润	1,977	2,837	43
每股收益(人民币)	0.37	0.41	
盈利能力(%)			
毛利率	17.1	17.2	
营业利润率	6.3	6.5	
税前利润率	6.5	7.1	
净利率	4.9	5.3	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 2010 年 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度	同比变动 (%)	环比变动 (%)
主营业务收入	14,073	19,000	18,091	28.6	(5)
营业税金及附加	(64)	(69)	(80)	26.4	17
净收入	14,009	18,932	18,010	28.6	(5)
其他净收入	167	288	156	(6.6)	(46)
主营业务成本	(11,742)	(15,912)	(15,011)	27.8	(6)
毛利润	2,434	3,308	3,156	29.6	(5)
销售费用	(1,266)	(1,679)	(1,802)	42.4	7
管理费用	(235)	(284)	(319)	35.9	12
营业利润	934	1,345	1,035	10.8	(23)
非经常性损益	5	(11)	30	494.9	(382)
投资收益	(2)	1	(0)	(75.8)	(153)
净财务费用	17	103	86	421.3	(16)
税前利润	953	1,438	1,150	20.7	(20)
所得税	(224)	(318)	(280)	25.0	(12)
税后利润	729	1,120	870	19.3	(22)
少数股东损益	(24)	(30)	(15)	(36.1)	(50)
归属于上市公司股东净利润	705	1,090	854	21.2	(22)
剔除非经常性损益后的净利润	700	1,100	825	17.8	(25)
每股收益(人民币)	0.100	0.157	0.118		

盈利能力(%)

毛利率	17.4	17.5	17.5
营业利润率	6.7	7.1	5.7
税前利润率	6.8	7.6	6.4
净利率	5.0	5.8	4.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	49,855	58,220	74,228	93,926	120,450
销售成本	(41,293)	(48,105)	(61,327)	(77,692)	(99,668)
经营费用	(5,185)	(5,652)	(6,668)	(8,380)	(10,548)
息税折旧前利润	3,377	4,463	6,233	7,854	10,234
折旧及摊销	(380)	(453)	(499)	(485)	(526)
经营利润(息税前利润)	2,997	4,010	5,734	7,369	9,708
净利息收入/(费用)	223	173	174	107	40
其他收益/(损失)	(269)	(257)	(380)	(474)	(598)
税前利润	2,951	3,926	5,527	7,002	9,151
所得税	(691)	(938)	(1,327)	(1,687)	(2,214)
少数股东权益	(90)	(99)	(125)	(142)	(167)
净利润	2,170	2,890	4,076	5,172	6,770
核心净利润	2,155	2,894	4,068	5,163	6,760
每股收益(人民币)	0.310	0.413	0.583	0.739	0.968
核心每股收益(人民币)	0.308	0.414	0.581	0.738	0.966
每股股息(人民币)	0.078	0.045	0.093	0.120	0.130
收入增长(%)	24	17	27	27	28
息税前利润增长(%)	29	34	43	29	32
息税折旧前利润增长(%)	33	32	40	26	30
每股收益增长(%)	37	33	41	27	31
核心每股收益增长(%)	37	34	41	27	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	2,951	3,926	5,527	7,002	9,151
折旧与摊销	380	453	499	485	526
净利息费用	(223)	(173)	(174)	(107)	(40)
运营资本变动	31	(307)	(636)	(121)	(96)
税金	(691)	(938)	(1,327)	(1,687)	(2,214)
其他经营现金流	199	55	(8)	(13)	(142)
经营活动产生的现金流	2,646	3,016	3,882	5,559	7,185
购买固定资产净值	(1,842)	(320)	(1,181)	(829)	(791)
投资减少/增加	10	(217)	0	0	0
其他投资现金流	15	(5,706)	(3,256)	(2,671)	(4,178)
投资活动产生的现金流	(1,816)	(6,244)	(4,437)	(3,500)	(4,969)
净增权益	2,420	2,822	0	0	0
净增债务	62	23	0	0	40
支付股息	(432)	(90)	(443)	(770)	(490)
其他融资现金流	514	6,903	4,509	6,389	7,811
融资活动产生的现金流	2,564	9,658	4,066	5,620	7,361
现金变动	3,394	6,431	3,511	7,678	9,577
期初现金	3,501	6,895	13,326	16,838	24,516
公司自由现金流	1,235	(2,856)	(138)	2,496	2,674
权益自由现金流	1,116	(3,031)	(381)	2,165	2,297

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	10,574	21,961	28,313	39,953	54,398
应收帐款	1,286	1,413	2,151	2,565	3,237
库存	4,908	6,327	7,886	9,959	12,351
其他流动资产	419	496	631	780	990
流动资产总计	17,188	30,196	38,981	53,257	70,976
固定资产	3,380	3,305	4,005	4,585	4,965
无形资产	585	823	951	1,027	1,102
其他长期资产	464	1,516	1,550	1,596	1,654
长期资产总计	4,430	5,644	6,506	7,207	7,720
总资产	21,619	35,840	45,487	60,463	78,695
应付帐款	10,730	19,002	24,678	33,197	43,665
短期债务	309	332	332	332	332
其他流动负债	1,440	1,384	2,015	2,400	2,961
流动负债总计	12,479	20,719	27,025	35,929	46,958
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	196	197	198	199
股本	2,991	4,664	6,996	6,996	6,996
储备	5,785	9,876	10,760	16,689	23,724
股东权益	8,776	14,541	17,756	23,685	30,720
少数股东权益	336	385	510	651	818
总负债及权益	21,619	35,840	45,487	60,463	78,695
每股帐面价值(人民币)	2.93	3.12	2.54	3.39	4.39
每股有形资产(人民币)	2.74	2.94	2.40	3.24	4.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.20)	(2.79)	(2.36)	(3.46)	(4.83)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.8	7.7	8.4	8.4	8.5
息税前利润率	6.0	6.9	7.7	7.8	8.1
税前利润率	5.9	6.7	7.4	7.5	7.6
净利率	4.4	5.0	5.5	5.5	5.6
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
利息覆盖率	16.5	20.2	23.7	22.3	23.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
估值(倍)					
市盈率	49.4	37.1	26.3	20.7	15.8
核心业务市盈率	49.8	37.1	26.4	20.8	15.9
目标价对应核心业务	61.7	45.9	32.7	25.7	19.7
市盈率					
市净率	5.2	4.9	6.0	4.5	3.5
价格/现金流	40.5	35.6	27.6	19.3	14.9
企业价值/息税折旧前	11.7	13.1	14.5	10.6	7.2
利润					
周转率					
存货周转天数	41.8	42.6	42.3	41.9	33.8
应收帐款周转天数	9.2	8.5	8.8	9.2	8.8
应付帐款周转天数	74.9	93.2	107.4	112.5	116.5
回报率(%)					
股息支付率	10.8	7.3	16.0	16.2	13.4
净资产收益率	32.4	24.8	25.2	25.0	24.9
资产收益率	12.1	10.6	10.7	10.6	10.6
已运用资本收益率	46.9	35.5	36.3	36.1	36.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 28 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371