

苏宁电器 002024.SZ

业绩符合预期，估值仍然偏低

投资事件

苏宁电器今日公布 2010 年半年报，上半年实现营业收入 360.55 亿元，同比上升 31.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 19.73 亿元，同比上升 56.03%；实现摊薄每股 EPS0.28 元。上半年业绩表现符合我们的预期。

研究结论

- **上半年业绩快速增长和二季度增速环比放缓均有基数因素：**2009 年一季度是危机的最低点，房地产市场也正处于冰点，使得去年同期业绩基数较低（收入环比 2008 四季度下滑 40%，净利润同比 2008 年一季度下降近 50%），所以公司一季度和上半年业绩均有显著增长，但是由于去年二季度开始行业环境出现回暖，基数上升使得二季度单季度公司收入和利润增速均环比一季度出现下降，印证了我们 2010 年各季度的同比指标将呈现环比下降趋势的预测；
- **二季度开店速度加快，效果可能明年体现：**二季度单季度公司净增门店 113 家（不含香港日本），扩展速度较一季度的 21 家显著加快。一方面竞争对手的停滞和收缩为公司快速扩张提供了机会，另一方面新店年内完成培育后业绩的释放也为股权激励的行权提供了业绩的支撑。
- **毛利率上升，部分品类有亮点：**上半年公司主营毛利率提升 0.79% 至 15.9%，显示随着购销规模的稳步扩大和供应链优化策略的稳步推进，公司议价能力和商品运营能力明显提升。其中值得关注的是 IT 数码和通讯两大品类毛利率分别上升 2.1% 和 2.38%，公司在这两个新品类上运营多年之后规模终于开始经济，目前这两个品类销售占比已经接近 30%，毛利额占比还不到 15%，我们预计这两大品类毛利率未来仍有快速提升的空间，将为公司业绩带来较大的弹性；
- **公司经营策略的效果逐渐显现，业绩增长较为确定，估值仍然有提升空间：**2008 年以来公司在前台通过增加新品类、进入新区域的方式来降低业绩与房地产市场的相关性，提升市场份额，同时在后台不断通过提升定制包销、直供等方式的占比来提升毛利率，以上经营策略的效果正在逐渐显现，在公司 800 亿的销售基数上，后台效率和利润率的些微提升都将带来业绩的大弹性。同时公司已经推出 2010 年股权激励草案，为未来数年业绩增长奠定基调。目前市场对公司的业绩的增长预测比较充分，但是公司估值水平仍处于行业较低水平，未来仍有提升空间。我们预计 2010-2011 年的收入分别为 758 亿和 962 亿元，EPS 分别为 0.56 和 0.72 元，维持买入评级，目标价 18 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭洋

商业行业高级分析师

8621 - 63325888 x 6073

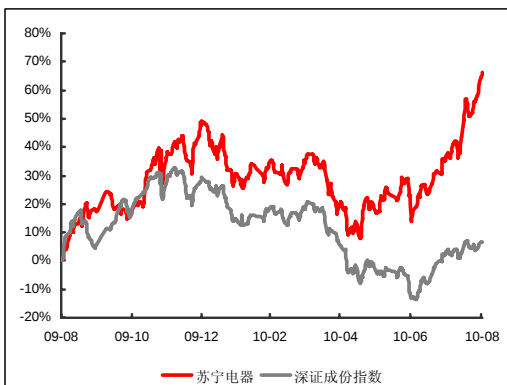
guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2010 年 8 月 31 日）	15.25 元
目标价格	18.00 元
总股本/A 股（万股）	699621/699621
A 股市值（百万元）	108022
国家/地区	中国
行业	商业
报告日期	2010 年 8 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	31.38	49.18	66.19
相对表现 (%)	26.48	38.79	59.40

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万）	58300	75841	96245	117974
主营业务利润（百万）	3875	5283	6738	8325
净利润（百万）	2988	4074	5214	6409
EBITDA（百万）	4155	5521	7047	8571
每股收益（元）	0.41	0.56	0.72	0.89
每股经营现金流（元）	0.79	0.89	1.38	1.52
市盈率(X)	26.61	19.52	15.25	12.41
EV/EBITDA(X)	13	10	8	6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	30196	40001	52198	63670	营业收入	58300	75841	96245	117974
现金	21961	28820	37536	45176	营业成本	48186	62528	79320	97271
应收账款	347	318	428	544	营业税金及附加	272	341	433	531
其它应收款	111	161	205	251	营业费用	5192	6826	8662	10618
预付账款	948	1876	2776	3891	管理费用	912	1153	1444	1770
存货	6327	8279	10660	13169	财务费用	-173	-321	-391	-574
其他	502	548	593	639	资产减值损失	32	32	39	34
非流动资产	5644	6572	7590	8375	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	597	0	0	0	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	2896	4533	5668	6586	营业利润	3875	5283	6738	8325
无形资产	765	874	983	1092	营业外收入	112	141	190	237
其他	1385	1166	939	697	营业外支出	60	64	68	73
资产总计	35840	46573	59788	72045	利润总额	3926	5360	6860	8489
流动负债	20719	26664	34640	40472	所得税	938	1286	1646	2080
短期借款	0	1242	1777	0	净利润	2988	4074	5214	6409
应付账款	5003	6253	8138	10262	少数股东损益	99	134	171	212
其他	15716	19169	24725	30210	归属于母公司净利润	2890	3940	5042	6197
非流动负债	196	210	235	252	EBITDA	4155	5521	7047	8571
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.56	0.72	0.89
其他	196	210	235	252	主要财务比率				
负债合计	20915	26875	34875	40724	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	385	519	690	902	成长能力				
股本	4664	6996	6996	6996	营业收入	16.8%	30.1%	26.9%	22.6%
资本公积	2976	1576	1576	1576	营业利润	30.7%	36.3%	27.5%	23.5%
留存收益	6901	10607	15649	21846	归属于母公司净利润	33.2%	36.3%	28.0%	22.9%
归属母公司股东权益	14540	19180	24222	30419	获利能力				
负债和股东权益	35840	46573	59788	72045	毛利率	17.3%	17.6%	17.6%	17.5%
现金流量表					净利率	5.0%	5.2%	5.2%	5.3%
单位: 百万元					ROE	19.9%	20.5%	20.8%	20.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	-47.9%	-60.5%	-55.8%	-53.0%
经营活动现金流	5555	6214	9645	10611	偿债能力				
净利润	2988	4074	5214	6409	资产负债率	58.4%	57.7%	58.3%	56.5%
折旧摊销	453	559	699	820	净负债比率				
财务费用	-173	-321	-391	-574	流动比率	1.46	1.50	1.51	1.57
投资损失	4	0	0	0	速动比率	1.15	1.19	1.20	1.25
营运资金变动	2166	1913	4112	3956	营运能力				
其它	116	-11	11	-0	总资产周转率	2.03	1.84	1.81	1.79
投资活动现金流	-1897	-1622	-1855	-1767	应收账款周转率	246	222	250	235
资本支出	1195	1789	1435	1315	应付账款周转率	11.16	11.11	11.02	10.57
长期投资	-704	-597	0	0	每股指标 (元)				
其他	-1406	-430	-420	-453	每股收益	0.41	0.56	0.72	0.89
筹资活动现金流	2774	2266	926	-1203	每股经营现金流	0.79	0.89	1.38	1.52
短期借款	-156	1242	535	-1777	每股净资产	2.08	2.74	3.46	4.35
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	1673	2332	0	0	P/E	26.61	19.52	15.25	12.41
资本公积增加	1889	-1399	0	0	P/B	5.29	4.01	3.17	2.53
其他	-633	91	391	574	EV/EBITDA	13	10	8	6
现金净增加额	6431	6859	8716	7641					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn