



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月16日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

苏宁电器(002024.SZ)

业绩符合预期, 持续增长可期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	49,897	58,300	75,505	95,748	121,687
(+/-)	24.3%	16.8%	29.5%	26.8%	27.1%
营业利润	2,964	3,875	5,432	7,110	9,096
(+/-)	31.7%	30.7%	40.2%	30.9%	27.9%
净利润	2,170	2,890	4,012	5,259	6,732
(+/-)	48.1%	33.2%	38.8%	31.1%	28.0%
目前总股本	6,996	6,996	6,996	6,996	6,996
每股收益(元)	0.31	0.41	0.57	0.75	0.96
每股经营现金流(元)	0.55	0.79	0.55	0.98	1.25
市盈率	44.4	33.4	24.0	18.3	14.3
市净率	11.0	6.6	5.3	4.3	3.4
股价/经营现金流	25.2	17.4	24.8	14.0	11.1
净资产收益率	32.4%	24.8%	24.4%	25.6%	26.4%

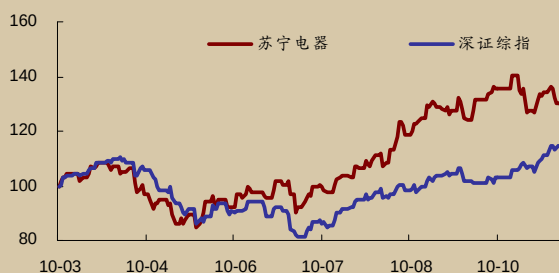
股票信息

当前股价	人民币 13.78
股票代码	002024.CH
日成交量(百万股)	45.88
总市值(百万)	96,408
52周最高价/最低价	人民币 16.75/9.90
发行股数(百万股)	6996
其中:流通股(百万股)	4714
主要股东(持股比例)	张近东(27.9%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
苏宁电器	-4.8	3.1	-3.2	5.2
深证综指	-1.1	2.5	-3.8	0.2
零售指数	0.3	4.7	-2.6	4.1

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年业绩符合预期:

公司实现营业收入 755 亿元, 同比增长 30%; 净利润 40.1 亿元, 同比增长 39%, 大象起舞, 实现高基数下高增长, 符合我们预期。

- **同店增长保持较高水平, 经营效率持续提升。**公司全年同店增长 16%, 毛利率提升 0.5 个点, 期间费用控制有效, 拉动净利润增长达到 39%, 利润率提升 0.4 个点。去年 4 季度公司在净增 105 家门店的基础上仍实现了 29% 的利润增长, 彰显经营实力。今年 1-2 月销售预计增长近 30%, 趋势向好。
- **渠道下沉、品类拓展、物流后台建设和电子商务四轮驱动, 有望成为公司今后业绩增长的重要拉动力量。**
 - 1) 全年新进入 31 个地级以上城市, 开店 396 家, 关闭、置换 26 家, 净增 370 家, 门店总数 1342 家。2011 年公司计划新开门店 370 家, 新进入 32 个地级城市, 渠道进一步下沉。
 - 2) 3C 数码产品拓展加速, 销售增长超过 50%, 毛利率明显提升。新增 OA 办公、运营商、厨卫电器三个品类部门。OEM、ODM 产品线继续丰富, 自主产品也由惠而浦空调、松桥小家电拓展到了先锋彩电、法迪欧厨卫电器等。
 - 3) 4 个物流基地投入运营, 10 家施工, 另签约储备 17 家; 针对电子商务运营的物流配套体系已规划完成。2011 年将继续启动筹建 10 个物流基地, 至 2015 年建成 60 家。
 - 4) 苏宁易购平台积极推进, 2010 年实现含税销售金额约 20 亿元, 2011 年将确保实现 50 亿元, 力争突破 80 亿元。
- **推出期权激励计划, 彰显可持续增长空间。**行权价格为 14.5 元, 行权条件相当于至 2013 年公司的盈利实现翻倍, 持续增长的确性增强。

发展趋势和盈利预测:

2011 是苏宁新十年战略开局之年, 公司前期信息管理系统搭建、营销改革、人员储备等均已为快速发展打下坚实基础, 渠道下沉、品类拓展、物流后台建设和电子商务将有效保障未来增长空间。

维持盈利预测, 2011-2012 年增速 31.1% 和 28%, 略高于股权激励 25% 的底线。

估值建议:

公司盈利增长确定且具备持续增长动力, 值得重点关注, 目前预测下公司 2011 年市盈率 18 倍, 处于板块最低水平, 性价比优势明显。后续我们将密切追踪苏宁易购的发展趋势, 若能实现较高销售目标, 有望在一定程度上提升公司估值水平。

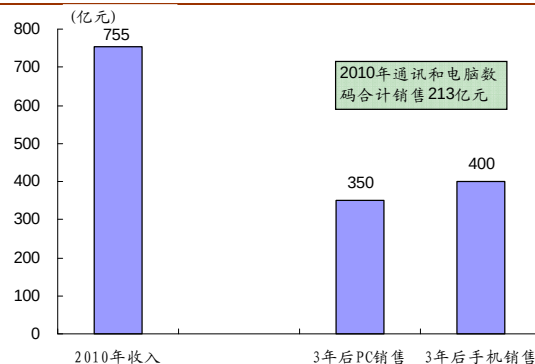
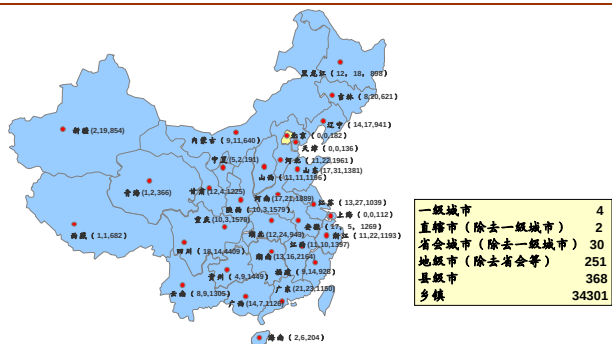
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2010 业绩回顾

百万元	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q10	2010	4Q10 +/-	2010 +/-	中金评论
营业收入	12,658	14,676	14,240	16,726	58,300	16,712	19,343	18,247	21,203	75,505	26.8%	29.5%	营业收入同比增长29.5%, 同店增长达到16%, 得益于网点规模的进一步扩大
营业成本	-10,558	-12,136	-11,742	-13,750	-48,186	-13,939	-15,966	-15,011	-17,125	-62,041	24.5%	28.8%	
营业税金及附加	-56	-67	-64	-85	-272	-34	-69	-80	-85	-268	0.3%	-1.2%	
营业费用	-1,225	-1,225	-1,266	-1,475	-5,192	-1,371	-1,679	-1,802	-1,956	-6,809	32.6%	31.1%	
管理费用	-221	-227	-235	-230	-912	-240	-284	-319	-408	-1,250	77.3%	37.1%	营业和管理费用同比增长32%, 主要因为快速的门店扩张导致短期费用有所增加
财务费用	27	80	17	49	173	92	103	86	80	361	62.4%	108.6%	
资产减值损失	-8	-16	-4	-5	-32	-23	-11	-10	-32	-76	590.5%	134.8%	
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	6	0	-6	0	-	-	
投资收益	0	0	-2	-2	-4	3	1	-0	8	11	-	-	收入增速稳定, 费用控制合理, 共同拉动营业利润同比增长40.2%
营业利润	617	1,085	944	1,228	3,875	1,200	1,444	1,110	1,678	5,432	36.6%	40.2%	
营业外收入	19	24	22	47	112	8	33	63	-32	72	-167.6%	-35.1%	
营业外支出	-8	-23	-13	-15	-60	-13	-39	-23	-27	-102	78.3%	69.9%	
税前利润	628	1,085	953	1,260	3,926	1,195	1,438	1,150	1,619	5,402	28.5%	37.6%	净利润同比增长38.8%, 业绩符合预期。去年4季度公司在净增105家门店的基础上仍实现了29%的利润增长, 彰显经营实力
所得税	-143	-258	-224	-312	-938	-291	-318	-280	-406	-1,297	30.2%	38.2%	
有效税率	23%	24%	24%	25%	24%	24%	22%	24%	25%	24%	0.3%	0.1%	
少数股东权益	-10	-37	-24	-27	-99	-19	-30	-15	-29	-94	5.4%	-4.9%	
净利润	475	790	705	920	2,890	884	1,090	854	1,184	4,012	28.6%	38.8%	毛利率同比提升0.5个百分点
毛利率	16.59%	17.30%	17.54%	17.80%	17.35%	16.59%	17.46%	17.74%	19.23%	17.83%	1.4%	0.5%	
营业费用率	9.68%	8.35%	8.89%	8.82%	8.91%	8.20%	8.68%	9.88%	9.23%	9.02%	0.4%	0.1%	
管理费用率	1.74%	1.55%	1.65%	1.37%	1.56%	1.44%	1.47%	1.75%	1.92%	1.66%	0.5%	0.1%	
营业利润率	4.88%	7.39%	6.63%	7.34%	6.65%	7.18%	7.46%	6.08%	7.91%	7.19%	0.6%	0.5%	销售和管理费用率同比上升0.2个百分点, 体现出良好的成本控制
净利率	3.75%	5.38%	4.95%	5.50%	4.96%	5.29%	5.63%	4.68%	5.58%	5.31%	0.1%	0.4%	
存货周转率 (全年化)	10.24	11.09	7.81	9.79	8.58	8.96	9.93	7.07	8.67	7.85	-1.12	-0.73	
存货周转率 (全年化)	10.24	11.09	7.81	9.79	8.58	8.96	9.93	7.07	8.67	7.85	-1.12	-0.73	

资料来源: 公司数据 中金公司研究部

四大发展策略保障未来增长: 渠道下沉、商品线扩展、物流中心建设、网购业务拓展



物流中心建设规划



资料来源: 公司数据 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

渠道下沉：具备巨大发展空间

- 全国目前共有省会城市 30 个（除去一级城市），地级市 251 个（除去省会城市），县级市 368 个以及乡镇 34301 个，苏宁目前进入的城市共 231 个，广阔的市场为公司渠道下沉提供了巨大的发展空间。
- 公司除在一、二线城市继续寻找合适的网点外，计划每年对乡镇店进行扩展。三、四线城市的开拓能有效增强公司的市场控制力度，中长期来看也能享受当地消费提升的拉动。
- 我们在江苏扬州汇银家电的拜访显示，汇银只是一家扬州这个三线城市及下属乡镇的家电分销商，同时开了些零售门店，2009 年销售收入和净利润就分别达到了 12.5 亿元和 9418 万元。
- 全国平均每个省有 5-10 个重点地级市，苏宁向这一区域的扩展必然能够凭借其资金和规模实力，最终取代这些低层级城市的经营者，获得中长期的发展空间。

商品线扩展仍大有可为

- 公司 2010 年加大营销变革，实现 3C 数码产品的快速拓展，3C 品类销售增长超过 50%，毛利率也有较快提升。
- 细化门店定位，加大 3C、数码、通讯产品的占比，精品店开出，在数码时尚店方面更胜一筹。可以说，向数码、3C、小家电产品品类的扩张，可以再造一个苏宁。
- 公司新增 OA 办公、运营商、厨卫电器三个品类部门，进一步细化商品管理，优化供应商及运营商合作模式。
- OEM、ODM 的运营已经逐步形成体系，形成了从商品研究、生产厂家选择、产品质量控制到上市推广的系统化运营能力。自主产品也由惠而浦空调、松桥小家电拓展到了先锋彩电、法迪欧厨卫电器。

后台建设积极推进，利于长远

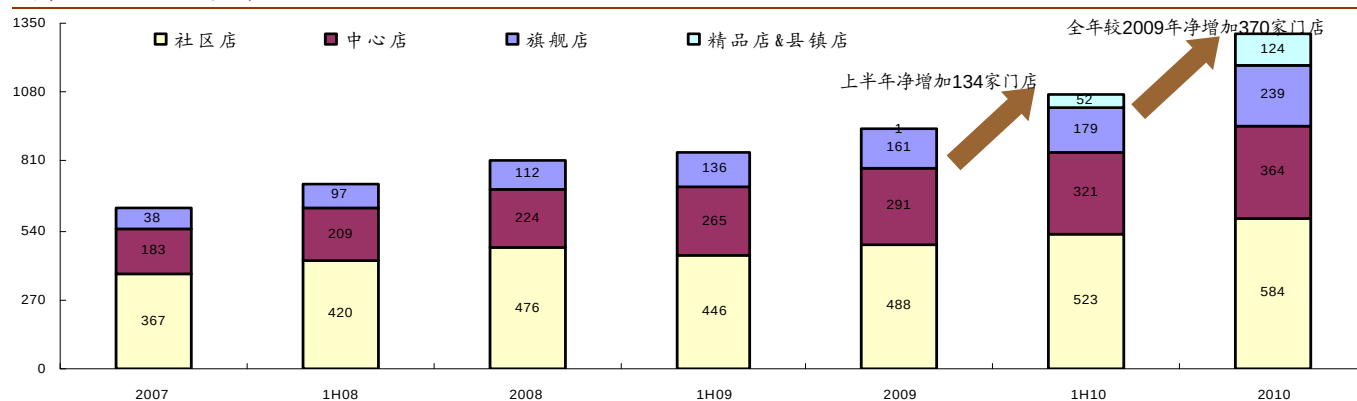
- 截至年底 4 个物流基地投入运营，10 家施工，另签约储备 17 家（沈阳物流基地正式投入使用；无锡、成都、合肥、天津、重庆等地共 10 家物流基地项目进入施工阶段；签约储备项目 17 家。）
- 针对电子商务运营的物流配套体系也已规划完成。在北京、上海等全国 13 个城市建立快递点配送模式，实现主城区半日配送。
- 2011 年将进一步健全物流基地规划设计、筹建标准，提升规模化复制能力，完成无锡、成都、合肥、天津物流基地建设，并启动筹建 10 个物流基地，至 2015 年建成 60 家；力争 2011 年南京自动化仓库建成并投入使用。

苏宁易购：2011 年确保实现销售规模 50 亿元，力争突破 80 亿元

- 品类规划方面，苏宁易购将着眼于打造大型综合 B2C 网站，以家电、3C 商品为主业，发展商品多元化，进军虚拟商品市场。
- 采购供应链方面，苏宁易购一方面将继续依托苏宁电器规模采购的成本优势，一方面强化自主采购符合市场特点的商品。
- 定价体系方面，苏宁易购独立运营体系已形成，为适应行业发展需要，苏宁易购也将建立独立的定价体系。
- 客户体验上，苏宁易购将着力打造综合类电子商务门户，从丰富商品品类、拓宽服务、提供全面的专业知识、内容资讯以及建立易购社区等各个方面完善网站的功能和增值服务。
- 物流服务方面，苏宁易购将建立由 93 个大家电中心仓、10 个自动化、高效率的小件商品自动化仓库和 1,000 个依托区域核心门店、物流基地的自建快递点构成的全国物流配送体系。

营销推广方面，苏宁易购将在整合互联网各种推广模式的基础上，自建推广联盟，发展最广泛的涵盖校园、大中型企业、社区以及四五级市场的各类代理伙伴，创造就业、扩大市场，推广易购品牌。

图表 2：门店扩展情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：同店增长率

店面类型	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	+/-
旗舰店	18.76%	0.11%	-5.39%	-2.95%	7.65%	22.08%	16.18%	8.53%
中心店	14.91%	0.76%	-7.27%	-4.33%	8.59%	23.23%	14.69%	6.10%
社区店	15.21%	-0.80%	-4.57%	-6.05%	3.38%	23.84%	16.74%	13.36%
市场级别	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	+/-
一级市场	16.99%	0.04%	-6.02%	-2.53%	8.34%	22.61%	15.73%	7.39%
二级市场	13.53%	-0.84%	-5.62%	-7.17%	3.95%	22.68%	15.37%	11.42%
三级市场	20.03%	2.76%	-3.41%	-8.51%	4.43%	24.72%	18.77%	14.34%
四级城市	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19.73%	n.a.

ps:公司于2010年开始推进精品店、县镇店的开发，故暂无可比门店的情况。

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：门店分布基本情况

店面类型分布	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	+/-	占比
旗舰店	82	97	112	136	161	179	239	78	18%
中心店	183	209	224	265	291	321	364	73	28%
社区店	367	420	476	446	488	523	584	96	45%
精品店			2009年底开出第一家精品店		1	5	10	9	1%
县镇店			2010年开始发展县镇店			47	114	n.a.	9%
合计	632	726	812	847	941	1075	1311	370	100%
店面市场分布	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	+/-	占比
一级市场	344	387	405	412	449	479	525	76	40%
二级市场	196	228	268	287	308	344	379	71	29%
三级市场	92	111	139	148	184	252	303	119	23%
四级市场			2010年开始划分四级市场		40	n.a.	104	64	8%
合计	632	726	812	847	941	1075	1311	370	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：主要业务分产品销售及毛利率情况

主营收入(百万)	1H08	2H08	2008	1H09	2H09	2009	1H10	2H10	+/- %	2010	+/- %
彩电、音像、碟机	7,113	6,626	13,739	7,655	8,891	16,546	9,615	10,098	13.6%	19,713	19.1%
冰箱、洗衣机	4,207	3,842	8,049	4,795	5,526	10,321	6,358	6,580	19.1%	12,938	25.4%
空调	3,695	2,800	6,495	4,015	3,623	7,639	4,903	4,796	32.4%	9,699	27.0%
小家电	3,275	3,392	6,667	3,674	4,288	7,962	4,522	5,006	16.7%	9,528	19.7%
通讯	3,132	2,923	6,055	2,601	3,427	6,028	3,973	4,926	43.7%	8,899	47.6%
电脑数码	3,427	3,357	6,783	3,708	4,209	7,917	5,608	6,756	60.5%	12,364	56.2%
安装维修及其他	295	227	522	244	380	624	516	571	50.3%	1,086	74.1%
合计	25,144	23,168	48,311	26,692	30,345	57,037	35,495	38,733	27.6%	74,227	30.1%
主营毛利率	1H08	2H08	2008	1H09	2H09	2009	1H10	2H10	+/- %	2010	+/- %
彩电、音像、碟机	16.0%	20.8%	18.3%	17.3%	18.7%	18.1%	17.8%	20.3%	1.6%	19.1%	1.0%
冰箱、洗衣机	15.6%	18.7%	17.1%	17.4%	18.9%	18.2%	18.9%	23.4%	4.5%	21.2%	3.0%
空调	13.7%	15.4%	14.4%	16.9%	18.4%	17.6%	17.9%	18.5%	0.1%	18.2%	0.6%
小家电	16.2%	17.4%	16.8%	19.1%	19.1%	19.1%	19.4%	22.1%	3.0%	20.8%	1.7%
通讯	6.2%	8.8%	7.5%	7.3%	7.6%	7.5%	9.7%	10.3%	2.7%	10.0%	2.6%
电脑数码	4.6%	6.6%	5.6%	4.8%	7.0%	5.9%	6.9%	7.7%	0.7%	7.3%	1.4%
安装维修及其他	55.1%	35.6%	46.6%	51.9%	40.0%	44.7%	40.2%	10.8%	-29.2%	24.7%	-19.9%
合计	13.3%	15.9%	14.5%	15.1%	16.1%	15.7%	15.9%	17.2%	1.1%	16.6%	0.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

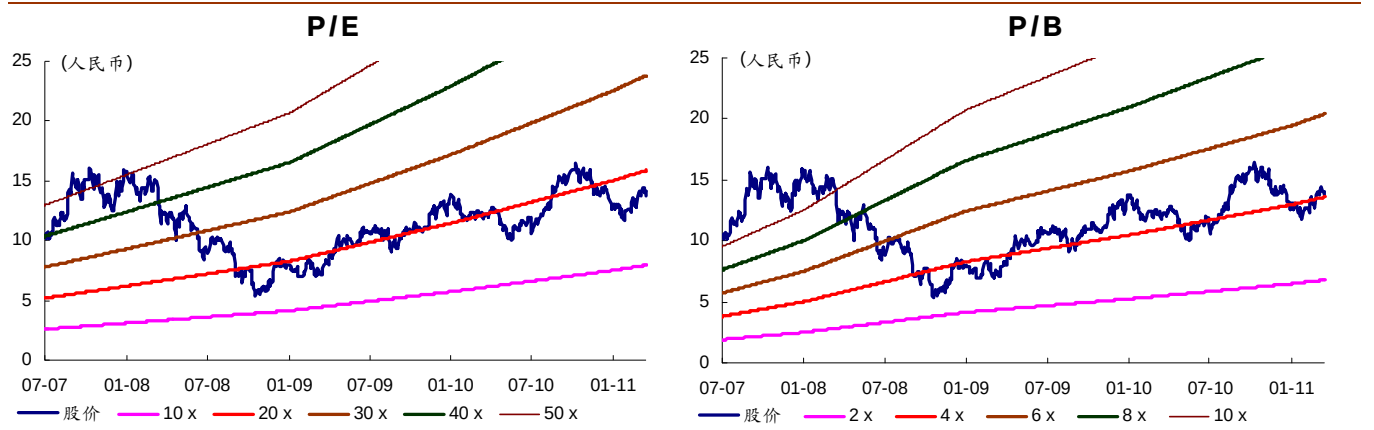
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表6：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG	
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	44.49	13,068	170	-	321	88.8%	536	67.0%	0.58	1.09	1.83	76.9	40.7	24.4	77.6%	0.5	
	600859.CH	王府井	43.00	19,883	480	24.8%	742	54.6%	968	30.5%	1.04	1.60	2.09	41.4	26.8	20.5	42.0%	0.6	
	002419.CH	天虹商场	47.28	18,917	485	36.3%	655	35.1%	870	32.7%	1.21	1.64	2.17	39.0	28.9	21.8	33.9%	0.9	
	3368.HK	百盛集团	10.82	30,410	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	26.4	22.8	19.2	13.1%	1.7	
	825 .HK	香港新世界	5.60	9,442	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	16.3	13.8	11.5	19.0%	0.7	
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	18.49	8,870	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	30.1	22.6	16.6	34.5%	0.7	
	000501.CH	鄂武商	19.30	9,790	306	28.2%	390	27.5%	526	34.7%	0.60	0.77	1.04	32.0	25.1	18.6	31.1%	0.8	
	600778.CH	友好集团	13.11	4,084	109	80.2%	156	43.3%	228	46.4%	0.35	0.50	0.73	37.5	26.2	17.9	44.8%	0.6	
	600729.CH	重庆百货	43.51	16,233	527	30.5%	689	30.6%	918	33.4%	1.41	1.85	2.46	30.8	23.6	17.7	32.0%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	27.02	4,299	129	16.0%	161	25.0%	215	26.2%	0.81	1.01	1.35	33.3	26.6	20.0	29.1%	0.9	
	600785.CH	新华百货	26.89	5,578	230	20.0%	288	25.2%	365	26.8%	1.11	1.39	1.76	24.2	19.4	15.3	26.0%	0.7	
	002277.CH	友阿股份	23.60	8,241	217	45.0%	288	32.8%	418	45.1%	0.62	0.83	1.20	34.8	26.2	18.0	38.8%	0.7	
	000419.CH	通程控股	10.07	3,535	94	65.0%	120	28.2%	149	24.1%	0.27	0.34	0.42	37.7	29.4	23.7	26.1%	1.1	
	600858.CH	银座股份	21.76	6,287	170	43.0%	230	35.2%	304	32.1%	0.59	0.80	1.05	37.0	27.4	20.7	33.6%	0.8	
	600828.CH	成商集团	16.60	6,070	138	8.2%	215	55.2%	273	27.2%	0.38	0.59	0.75	43.9	28.3	22.2	40.5%	0.7	
	000564.CH	西安民生	8.44	2,568	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	43.2	32.8	25.2	31.0%	1.1	
	长三角地区	600827.CH	百联股份(合并后)	18.51	31,883	1082	30.9%	1371	26.6%	1721	25.6%	0.63	0.80	1.00	29.5	23.3	18.5	26.1%	0.9
		600628.CH	上海新世界	12.06	6,414	207	15.0%	232	12.0%	277	19.2%	0.39	0.44	0.52	30.9	27.6	23.2	15.5%	1.8
		600655.CH	豫园商城	12.48	17,938	650	35.0%	785	20.7%	943	20.2%	0.45	0.55	0.66	27.6	22.9	19.0	20.5%	1.1
1833.HK		银泰百货(经营性)	10.64	20,323	530	60.0%	713	34.5%	943	32.3%	0.32	0.45	0.62	33.0	23.4	17.2	33.4%	0.7	
1833.HK		银泰百货(收购信诚)	10.64	20,323	530	60.0%	785	48.1%	1,031	31.4%	0.32	0.50	0.67	33.0	21.2	15.8	39.5%	0.5	
3308.HK	金鹰商贸(经营性)	18.10	35,168	1002	30.5%	1306	30.3%	1676	28.3%	0.60	0.82	1.08	30.2	22.1	16.8	29.3%	0.8		
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	24.69	8,863	343	20.4%	447	30.2%	592	32.5%	0.96	1.25	1.65	25.8	19.8	15.0	31.3%	0.6	
	600723.CH	西单商场	12.35	8,131	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	34.0	26.7	21.3	26.4%	1.0	
超市类公司																			
北京和广州地区	000759.CH	武汉中百	13.35	9,092	269	26.1%	350	30.1%	460	31.4%	0.40	0.51	0.68	33.8	26.0	19.8	30.8%	0.8	
	600361.CH	华联综超	10.46	6,964	93	53.0%	166	78.1%	249	50.3%	0.14	0.25	0.37	74.9	42.1	28.0	63.6%	0.7	
	601933.CH	永辉超市	27.52	21,133	298	17.2%	458	53.7%	663	44.9%	0.39	0.60	0.86	70.9	46.2	31.9	49.2%	0.9	
	002336.CH	人人乐	22.68	9,072	239	4.1%	299	25.2%	410	37.1%	0.60	0.75	1.03	38.0	30.3	22.1	31.0%	1.0	
	002251.CH	步步高	25.70	6,948	172	4.1%	215	25.0%	272	26.5%	0.64	0.80	1.01	40.4	32.3	25.5	25.7%	1.3	
	002264.CH	新华都	23.72	3,803	88	28.1%	116	31.8%	149	28.6%	0.55	0.72	0.93	43.2	32.8	25.5	30.2%	1.1	
	980.HK	联华超市	33.10	20,588	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	1.16	1.52	1.92	28.4	21.8	17.2	23.9%	0.9	
	814.HK	京客隆	9.67	3,986	182	23.5%	228	25.0%	281	23.3%	0.51	0.67	0.85	18.8	14.3	11.3	24.1%	0.6	
	8277.HK	物美集团	15.48	18,891	535	22.2%	670	25.2%	842	25.7%	0.51	0.67	0.86	30.4	23.1	17.9	25.5%	0.9	
	家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	13.78	96,408	4012	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	24.0	18.3	14.3	29.5%	0.6
		493.HK	国美电器	2.55	42,888	1,910	37.0%	2,346	22.8%	2,821	20.2%	0.12	0.16	0.20	20.7	16.1	13.0	21.5%	0.7
手机分销	000829.CH	天音控股	13.20	12,499	325	71.4%	430	32.4%	574	33.3%	0.34	0.45	0.61	38.5	29.0	21.8	32.9%	0.9	
	002416.CH	爱施德	40.60	20,028	607	27.0%	718	18.2%	853	18.8%	1.23	1.46	1.73	33.0	27.9	23.5	18.5%	1.5	
商业地产开发/购物中心经营管理公司																			
	600415.CH	小商品城	33.31	45,328	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	45.0	27.0	21.2	45.5%	0.6	
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	8.30	6,179	50	-33.3%	120	140.8%	196	63.1%	0.07	0.16	0.27	122.7	50.9	31.2	98.2%	0.5	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表7：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8: 历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	26,161	40,152	49,897	58,300	75,505	95,748	121,687
营业成本	-22,269	-34,347	-41,335	-48,186	-62,041	-78,339	-99,112
营业费用	-2,208	-2,986	-4,780	-5,192	-6,809	-8,611	-11,041
管理费用	-393	-494	-785	-912	-1,250	-1,586	-2,146
财务费用	-24	88	223	173	361	457	581
营业利润	1,147	2,250	2,964	3,875	5,432	7,110	9,096
税前利润	1,147	2,241	2,951	3,926	5,402	7,080	9,067
所得税	-350	-718	-691	-938	-1,297	-1,699	-2,176
少数股东权益	-40	-58	-90	-99	-94	-122	-158
净利润	758	1,465	2,170	2,890	4,012	5,259	6,732
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	151	3,496	3,819	5,555	3,881	6,885	8,716
投资活动现金流	-433	-1,358	-2,450	-1,897	-5,661	-5,263	-5,483
融资活动现金流	1,423	-141	2,024	2,774	123	-399	-656
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
银行存款	1,503	3,501	6,894	13,325	11,677	12,899	15,476
银行承兑汇票抵押存款	1,836	3,964	3,680	8,636	7,675	8,059	8,462
应收帐款	1,180	1,249	1,315	1,453	4,856	6,423	8,502
存货	3,407	4,553	4,908	6,327	9,474	12,616	16,512
流动资产	8,076	13,598	17,188	30,196	34,476	40,791	49,745
长期投资	1	1	1	597	793	793	793
固定资产净值	384	1,869	3,316	2,896	3,914	8,418	13,122
在建工程	72	83	64	409	2,062	2,062	2,062
总资产	8,829	16,230	21,619	35,840	43,907	54,594	68,125
短期借款	276	140	156	0	318	836	1,353
应付帐款	5,151	10,922	11,810	20,182	23,372	29,077	36,374
流动负债	5,532	11,391	12,479	20,719	24,534	30,757	38,572
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	11	28	196	528	528	528
总负债	5,535	11,402	12,506	20,915	25,062	31,284	39,099
少数股东权益	136	204	336	385	507	629	787
股东权益	3,158	4,624	8,776	14,540	18,338	22,680	28,238

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED