

## 苏宁电器 (002024)

买入/维持评级

股价 : RMB8.16

## 分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.hthsc.com.cn

## 联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.hthsc.com.cn

## 相关研究

《大白马的困惑》-2011/10/31

《平稳中孕育希望-中报点评》

-2011/08/31

《新十年，新苏宁》-2011/06/21

《大股东携战投溢价定增，公司发展前景光明》-2011/06/17

《线下稳健，线上迅猛》-2011/05/03

《四月突围，易购发力在即》-2011/04/11

《线上线下，齐头并进》-2011/03/18

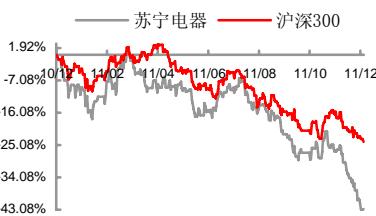
《大白马也有春天》-2011/03/08

《线上线下，硝烟渐起》-2010/11/02

## 基础数据

总股本 (百万股)	6,996
流通 A 股 (百万股)	6,996
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	57,089

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 高管集体增持彰显信心

- 公司今日公告，副董事长孙为民、总裁金明、副总裁孟祥胜、副总裁任峻及部分核心管理层计划在未来 1 个月内，以合计不超过 2 亿元对本公司股票进行增持，增持所需资金由管理层自筹取得。同时公司公告，2011 非公开发行股票方案并无修改之意，且正按照规定履行审批程序。
- 公司各项工作进展顺利，预计今年开店 410 家，明年仍将超过 400 家，且经过 2-3 年的投入储备，公司在二三级市场（江、浙、粤等传统成熟区域的四级市场）将逐渐形成规模效应；苏宁易购推广速度加快，10 月底图书品类上线之后，网站流量、成交额均稳步提升，保持环比增长的良好势头。明年将按原计划继续品类拓展、团队扩充和物流、信息系统的开发建设。
- 公司预计全年归属母公司净利润同比增速在 20%-25%（去年净利润为 40.12 亿元），即剔除 LAOX 公允价值重算增厚投资收益 1.8 亿元，2011 年 EPS 在 0.67-0.7 元之间，定增摊薄后为 0.63-0.66 元，符合我们预期。
- 我们在三季报点评《大白马的困惑》中分析，由于存量老店是公司收入及利润的主要来源，因此在较低的同店增速下，快速攀升的人工（存量员工平均工资上调 30%）、租金（100 家左右的门店到期重签租金合约）等费用，吞噬了大量毛利增量，使得公司三季度单季业绩低于预期。
- 展望明年，费用端压力仍在，但相对今年有所缓和。公司 12-14 年到期需要重签合同的门店数分别为 52 家、61 家和 90 家，占比较小，租金增幅影响有限；而存量员工的工资上涨将保持一个较为正常的增速（我们预计在 10%-15% 之间）。因此，在明年经济缓慢复苏、政策逐步放松的大背景下，能否获得较为理想的同店增速，是公司业绩能否稳步增长的关键因素。
- 我们认为此次增持计划表明管理层对公司未来前景的一致看好，有助于给市场一定信心。我们预计公司 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 0.65、0.8 和 0.95 元（首份 EPS 不考虑定增），截至 12 月 12 日，公司股价为 8.16 元，对应 2012 年动态估值约 10 倍，维持买入评级。
- 风险提示：家电行业整体需求下滑，同店增速低；B2C 竞争环境日趋激烈。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	75,504.7	96,732.3	122,830.6	153,630.4
(+/-%)	29.5	28.1	27.0	25.1
归属母公司净利润(百万元)	4,011.8	4,753.3	5,963.7	7,108.0
(+/-%)	38.8	18.5	25.5	19.2
EPS(元)	0.57	0.68	0.85	1.01
P/E(倍)	14.3	12.0	9.6	8.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**盈利预测**

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	34,476	44,112	54,790	68,917	营业收入	75,505	96,732	122,831	153,63
现金	19,352	25,492	31,305	39,611	营业成本	62,065	79,185	100,84	126,82
应收账款	1,105	1,378	1,750	2,189	营业税金及 2 8	387	491	615	
其他应收款	976	1,407	1,787	2,235	营业费用	6,809	8,851	11,178	13,673
预付账款	2,741	3,167	4,034	5,073	管理费用	1,250	1,904	2,465	3,197
存货	9,474	11,872	15,119	19,014	财务费用	(361)	(103)	(142)	(177)
其他流动资产	828	795	795	795	资产减值损失	7	65	33	39
非流动资产	9,432	12,742	16,205	19,495	公允价值变 0	0	0	0	
长期投资	793	793	793	793	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	3,914	6,075	8,350	10,720	营业利润	5,432	6,443	7,964	9,463
无形资产	1,331	1,712	2,033	2,294	营业外收入	72	0	0	0
其他非流动	3, 93	4,162	5,029	5,689	营业外支出	102	0	0	0
资产总计	43,907	56,854	70,995	88,413	利润总额	5,402	6,443	7,964	9,463
流动负债	24,534	32,141	40,220	50,426	所得税	1,297	1,546	1,911	2,271
短期借款	318	0	0	0	净利润	4,106	4,897	6,052	7,192
应付账款	6,839	9 502	11,597	14,584	少数股东损 94	44	99	104	
其他流动负债	17,378	22,639	28,623	35,841	归属母公司	4,012	4,753	5,964	7,108
非流动负债	528	528	528	528	EBITDA	6,618	8,234	10,028	11,981
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	0.68	0.85	1.01
其他非流动	528	528	528	528					
负债合计	25,062	32,669	40,747	50,953					
少数股东权	507	551	650	753					
股本	6,996	7,041	7,041	7,041					
资本公积	655	1,161	1,161	1,161					
留存收益	10, 79	15,433	21,396	28,504					
归属母公司	18,845	24,185	30,247	37,459					
负债和股东	43,907	56,854	70,995	88,413					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	3,881	10,210	10,691	13,313					
净利润	4,106	4,753	5,964	7,108					
折旧摊销	4,106	4,753	5,964	7,108					
财务费用	1	(103)	(142)	(177)					
投资损失	(11)	0	0	0					
营运资金变动	(464)	4,364	3,181	4,346					
其他经营活动	(3,857)	(3,558)	(4,275)	(5,072)					
投资活动现金	(5,661)	(4,404)	(5,020)	(5,184)					
资本支出	(4,076)	(4,304)	(4,920)	(5,084)					
长期投资	(286)	(100)	(100)	(100)					
其他投资活动	(10,022)	(8,809)	(10,040)	(10,368)					
筹资活动现金	123	335	142	177					
短期借款	318	(318)	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	2,332	45	0	0					
资本公积增加	(2,320)	505	0	0					
其他筹资活动	(206)	103	142	177					
现金净增加	(1,656)	6,140	5,813	8,306					

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在 ±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

**免责申明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。