

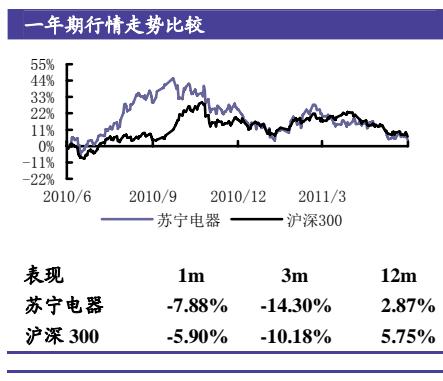
消费品及服务 - 商业

Retailing

2011 年 6 月 17 日

市场数据		2011 年 6 月 16 日
当前价格 (元)		11.81
52 周价格区间 (元)		10.58-16.48
总市值 (百万)		82625.26
流通市值 (百万)		64271.07
总股本 (百万股)		6996.21
流通股 (百万股)		5442.09
日均成交额 (百万)		520.46
近一月换手 (%)		6.88%
Beta (2 年)		
第一大股东		张近东
公司网址		http://www.cnsuning.com

财务数据		FYE
毛利率		17.83%
净利润率		5.31%
净资产收益率		21.88%
总资产收益率		913.70%
资产负债率		57.08%
现金分红收益率		0.00%
市盈率		20.72
市净率		4.51



冯乐宁

执业证书号: S1030511010001

(0755) 83199599-8218

fengln@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 冯乐宁, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

大股东溢价认购, 强化“三网合一”布局

—苏宁电器 (002024) 增发点评

评级: 买入 (维持)

- **大股东溢价认购显示对公司前景的信心:** 公司公告拟以 12.30 元/股价格, 向润东投资、弘毅投资和新华人寿保险合计发行 4.47 亿股, 预计募集资金 55 亿元, 用于连锁店发展项目、物流平台项目、信息平台升级以及补充流动资金项目。本次非公开发行润东投资 (为苏宁电器实际控制人张近东的全资子公司)、弘毅投资及新华人寿分别认购 35 亿元、12 亿元和 8 亿元, 自发行结束之日起 36 个月内不得上市交易或转让。本次发行后, 张近东控制股权比例由 27.70% 提高至 30.05%。我们也注意到, 大股东溢价参与增发, 充分显示出其对公司未来的发展前景充满信心。
- **“三网合一”的业务布局模式得到强化:** 苏宁通过这次非公开定向增发巨资投入公司的“连锁店+物流+信息平台”三网项目的建设, 有利于强化苏宁的市场规模。在募集资金中, 有 17.8 亿元的资金投入到连锁店的发展; 29.5 亿元用来增加建设运营后台的物流平台、同时分别增加 2.2 亿元和 5.5 亿元来升级其管理中枢的信息平台以及补充流动资金。通过以上总共 55 亿元的投入, 能够进一步提升苏宁电器在全国市场的份额和核心竞争力; 预期在项目实施后, 公司连锁店经营规模会进一步的扩大, 而现代化仓储、配送能力以及企业内部管理运营效率将再次得到提升。
- **评价与盈利预测:** 预计 2011 年的整体家电市场的容量在 12000 亿元左右, 同比增长 12.5%。面对市场的机遇, 公司积极寻求发展壮大。公司通过坚持“租、建、购、并”结合, 有利于公司业务的合理布局和系统的升级, 令公司在运营上和管理上的效率得到加强, 从而有利于进一步提升公司整体的盈利能力。预计公司未来三年的营业收入和净利润的复合增长率分别达到 22.68% 和 26.56%; 2011-2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.739、0.924 和 1.143 元 (不考虑本次增发)。按照公司当前 11.81 元的市场价格, 对应 PE 值分别为 16 倍、12.8 倍和 10.3 倍。由于公司具备明显的规模优势和较强的市场竞争力, 使其保持了稳健的成长性, 而目前苏宁电器的动态估值仅为 16 倍 PE (2011E), 因而维持“买入”评级, 未来六个月目标位为 18.4 元。
- **风险提示:** 若经济减速将令公司销售量增速下滑; 新店培育期可能延长; 国内 B2C 业务 (3C) 的竞争若进一步加剧, 将挤压公司的 3C 产品的利润, 从而影响毛利率指标。

事件描述及评价

公司今日公告：拟以 12.30 元/股价格，向润东投资、弘毅投资和新华人寿保险合计发行 4.47 亿股，预计募集资金 55 亿元，用于连锁店发展项目、物流平台项目、信息平台升级以及补充流动资金项目。本次非公开发行润东投资（为苏宁电器实际控制人张近东的全资子公司）、弘毅投资及新华人寿分别认购 35 亿元、12 亿元和 8 亿元，自发行结束之日起 36 个月内不得上市交易或转让。本次发行后，张近东控制股权的比例将由 27.70% 提高至 30.05%。

Figure 1 认购比例及金额

发行对象认	购股份数量（股）	认购股份占增发股份比例	认购金额（元）
润东投资	284552850	63.6%	3500000055
弘毅投资	97560980	21.8%	1200000054
新华人寿保险	65040650	14.6%	799999995
合计	447154480	100.0%	5500000104

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

我们认为，苏宁通过这次非公开定向增发巨资投入公司的“连锁店+物流+信息平台”三网布局的建设，有利于强化苏宁的市场规模。在募集资金中，有 17.8 亿元的资金投入到连锁店的发展；29.5 亿元用来增加建设运营后台的物流平台、同时分别增加 2.2 亿元和 5.5 亿元来升级其管理中枢的信息平台以及补充流动资金。通过以上总共 55 亿元的投入，能够进一步提升苏宁电器在全国市场的份额和核心竞争力；预期在项目实施后，公司连锁店经营规模会进一步的扩大，而现代化仓储、配送能力以及企业内部管理运营效率将再次得到提升，令公司核心竞争能力将得到增强。同时我们也注意到，大股东溢价参与这次增发，充分显示出其对苏宁未来的发展前景充满了信心。

同时，我们也乐观的认为，目前苏宁电器的发展大环境仍然是有利的，不仅表现在消费者整体的人均可支配收入维持较快增长；家用电器和 3C 产品的更新换代进一步升级；再加上政府扶持的家电“以旧换新”和“家电下乡”政策的延续和产品目录的扩展等，均形成了推动苏宁电器长期发展的动力；另外，国家目前全面展开保障房的建设，将有效的推动家电的进一步需求。

Figure 2 募集资金投入项目 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入额
第一类项目	连锁店发展项目	235,714.80	178,727.31
1.1	租赁店发展项目	173,791.00	120,000.00
1.2	购置店发展项目	61,923.80	58,727.31
第二类项目	物流平台建设项目	301,227.20	295,017.90
2.1	物流中心建设项目	278,167.20	272,122.22
2.2	自动化物流建设项目	23,060.00	22,895.68
第三类项目	信息平台升级项目	22,209.00	22,209.00
3.1	信息平台升级项目	22,209.00	22,209.00
第四类项目	补充流动资金项目	55,000.00	55,000.00
4.1	补充流动资金项目	55,000.00	55,000.00
合计		614,151.00	550,954.21

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

强化“三网”的布局有利于苏宁提升竞争力

A、连锁门店网的外延项目将巩固和增强市场份额

公司计划运用约 23.5 亿元投入到连锁店面的外延建设中, 其中租赁店面的投入在 17.3 亿元, 购置店的投资为 6.2 亿元。公司计划拓展至全国 330 余个一二级市场(地级以上城市)、1770 余个人口 10 万以上, 且家电零售 1 亿元以上的县级市场, 以及江苏、浙江、广东和福建等富裕地区的发达乡镇市场约 500 个。按照这一规划, 公司将会持续的深化网络布局, 贯彻执行“租、建、购、并”的综合开发策略, 重点发展超级旗舰店、地区旗舰店, 完善一二级市场布局, 巩固市场领先地位; 抓住市场机遇, 快速推进三、四级市场纵深开发; 综合运用自建、购置等方式, 获得一定比例的自有物业, 进一步增强苏宁电器在经营方面的持续性以及稳定性。

Figure 3 租赁门店项目

范围	新增店数(家)	新增面积(万m ²)	总投资(亿元)	其中: 募集资金(亿元)	建设期(月)
全国	300	124.1	17.3	12	18

培育期(年)	正常年销售收入(亿元)	内部收益率	投资回收期(年)
3	189	18%	6.87

Figure 4 购置门店项目

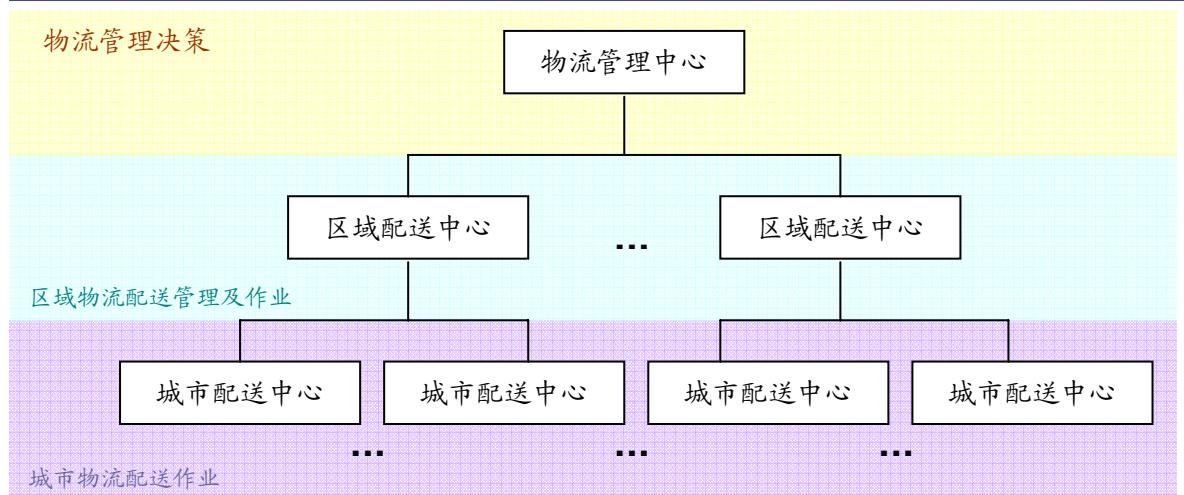
位置	建筑面积	购置价格	总投资	其中: 募集资	正常年销售	内部收	投资回收期
抚顺中兴时代广场	36011.36	3.35	3.64	3.61	2.5	12.77%	10.01
厦门财富港湾	8426.60	1.35	1.49	1.2	1.5	12.02%	11.05
重庆长寿协信广场	9456.04	0.92	1.05	1.05	1.4	16.63%	9.05

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

B、对配套物流网的扩建有望加强公司的运营效率

全国性连锁经营的发展到一定阶段，市场竞争更多地将体现为后台物流系统的竞争，通过建立一个强有力的物流系统，能够有效提高商品周转速度，提高供应链的对接速度，从而提高公司物流配送效率，发挥连锁规模优势。现有苏宁的物流流配送服务体系按照“专业化分工、标准化作业、模块化结构、层级化管理”的原则设立和运行。其物流配送服务分为三级：总部物流管理中心、区域物流配送中心、城市物流配送中心：

Figure 5 公司物流配送结构



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

a、物流配送中心

公司已经建成投入使用的第三代物流配送中心分别为杭州、南京、北京一期、沈阳物流配送中心，并有无锡、成都、合肥、天津、重庆等共10余家物流基地正在施工，公司计划在2015年前建成60个物流配送中心。

此次纳入募集资金投资项目的共计有十五个地区的物流配送中心建设项目，计划在长春、哈尔滨、包头、济南、青岛、盐城、宿迁、杭州、南昌、福州、厦门、武汉、广州、中山、贵阳地区新建物流配送中心，新建用房总建筑面积为101.1万m²，其中仓储面积72.3万m²，物流、售后及其他配套用房28.8万m²；同时新增仓库机械化设备、信息终端设备、运输设备、办公设备和通讯设备等相应的设施设备。该十五个物流配送中心将采用信息化、机械化的立体仓储系统的集成方案，建设为国内电器连锁行业先进的物流中心。

Figure 6 公司增发项目物流中心项目

序号	物流配送中心	计划增资总额(万元)	占地(亩)	预计年销售收入(万元)	内部收益率(税后)	投资回收期(年)
1	长春物流中心	15,426.20	190	4,800.00	11.49%	8.03
2	哈尔滨物流中心	18,493.30	189	6,000.00	11.93%	7.91
3	包头物流中心	14,203.50	113	4,200.00	11.17%	8.01
4	济南物流中心	15,002.00	125.5	4,800.00	11.77%	7.98
5	青岛物流中心	18,001.20	139.5	6,000.00	12.58%	7.66
6	盐城物流中心	14,000.60	169.5	4,200.00	11.50%	7.89
7	宿迁物流中心	10,122.00	150	3,000.00	11.31%	8.17
8	杭州物流中心	18,613.90	102	7,200.00	11.97%	7.66
9	南昌物流中心	15,474.00	145	4,800.00	11.52%	8.02
10	福州物流中心	18,015.80	157.76	6,000.00	11.78%	7.92
11	厦门物流中心	18,005.50	167.5	6,000.00	11.10%	8.00
12	武汉物流中心	29,900.50	240	8,400.00	11.20%	8.05
13	广州物流中心	42,003.00	270	14,400.00	12.09%	7.71
14	中山物流中心	15,905.40	163	4,800.00	11.12%	8.06
15	贵阳物流中心	15,000.30	183	4,800.00	11.22%	8.19
合计		278,167.20	2504.76	89,400.00	11.58%	7.90

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

另一方面，随着电子商务业务的发展，SKU数量大批量增长，对仓储管理带来了较大的挑战，公司有必要去建立更为现代化的物流基地，以满足电子商务与门店销售同步运营的物流模式，兼顾实体店面与电子商务两方面的运作。

b、自动化物流系统

苏宁电器自动化物流系统项目是为整个公司运行服务的，尤其是为支撑苏宁易购业务快速发展带来的物流配送瓶颈提出的全过程解决方案。该项目将为北京、广州、成都、沈阳、武汉5个自动化物流项目购置所需自动化物流设备，主要包括输送设备、自动拣选设备、货架、等辅助设备等。项目新增总投资为2.3亿元，全部为固定资产投资，其中拟用募集资金投资2.29亿元，其余部分由公司自行筹措，建设周期约一年。它包括了存储系统、拣选系统和包装系统。自动化物流项目实施符合苏宁电子商务业务发展需要，自动化物流项目的建设符合企业总体物流配送服务体系规划，自动化技术的运用，能够有效节约能源、提高效率。

Figure 7 自动化物流建设项目

序号	实施公司	计划投资/增资总额 (万元)	募集资金拟投资/增资额 (万元)	其他股东自筹资金出资 (万元)	增资后本公司持有股权
1	苏宁电器北京采购中心	6,628.00	6,628.00	-	-
2	广州苏宁电器有限公司	6,628.00	6,561.72	66.28	99.00%
3	四川物流有限公司	3,926.00	3,886.74	39.26	99.00%
4	沈阳物流有限公司	2,939.00	2,909.61	29.39	99.00%
5	湖北苏宁电器有限公司	2,939.00	2,909.61	29.39	99.00%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

本项目实施并投入运行后，将满足企业电子商务业务的快速发展，以及小件商品的配送需求，实现线上线下协同快速发展的企业目标，为苏宁电子商务业务的扩展提供良好的硬件支撑平台，全面解决网络销售与实体配送的矛盾，提高库存产品周转率。

C、信息网系统平台的升级利于管理效率的提高

在该项目中，公司将新增具有国际先进水平的高性能服务器、存储设备、网络交换机、呼叫中心路由器等硬件、语音交换等设备，新增操作系统、网络安全系统、各类应用系统软件。项目总投资为 22,209 万元，全部为固定资产投资。需要升级的方面包括：1、ERP 系统升级；2、电子商务平台的升级、3、呼叫中心扩容。

我们认为，随着苏宁电器规模的越来越大，信息平台将起到至关重要的作用，它是指挥整个苏宁企业巨人运作的“神经线”，因而其数据处理能力要配套增强，另一方面，苏宁的电子商务已经进入到高速发展阶段，B2C 业务的快速拓展，需要高效的信息处理平台，因此，公司需要建立“服务器-网络-终端-应用”完整意义上的安全体系。通过该信息系统项目的实施，能使苏宁的信息系统得到进一步的优化，其处理数据的能力得到进一步的提高，从而有利于科学而有效率的管理。

D、补充流动资金有利于提升公司毛利率

公司拟利用本次非公开发行股票募集资金不超过 5.50 亿元，用于补充流动资金。以实现扩大公司定制包销产品比例，提升公司毛利率水平；同时也可提升公司对供应商服务能力，实现合作共赢。我们认为，由于定制包销产品毛利率水平较非定制包销产品略高，随着定制、包销产品的销售占比的提升，将在一定程度上促进公司毛利率水平的提升。公司计划投入部分资金用于扩大公司定制、包销产品采购占比，预计本次非公开发行股票募集资金到位后，将会有效的提升公司整体毛利水平。

盈利预测与评级

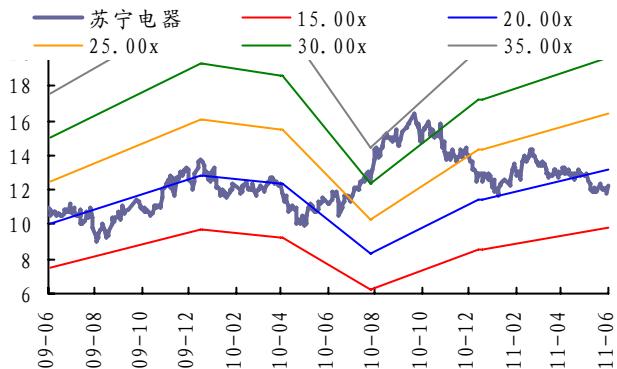
预计 2011 年的整体家电市场的容量在 12000 亿元左右, 同比增长 12.5%。面对市场的机遇, 公司积极寻求发展壮大。公司通过坚持“租、建、购、并”结合, 有利于推进前台连锁店、后台物流中心以及神经中枢信息系统的全面建设和升级。预期在本次增发后, 竞争力将得到提升, 从而有利于提升整体盈利能力。

预计公司未来三年的营业收入和净利润的复合增长率分别达到 22.68% 和 26.56%; 2011-2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.739、0.924 和 1.143 元 (不考虑本次增发)。按照公司当前 11.81 元的市场价格, 对应 PE 值分别为 16 倍、12.8 倍和 10.3 倍。由于公司具备明显的规模优势和较强的市场竞争力, 使其保持了稳健的成长性, 而目前苏宁电器的动态估值仅为 16 倍 PE (2011E), 接近历史估值低位, 因而维持“买入”评级, 未来六个月目标位为 18.4 元。

风险提示

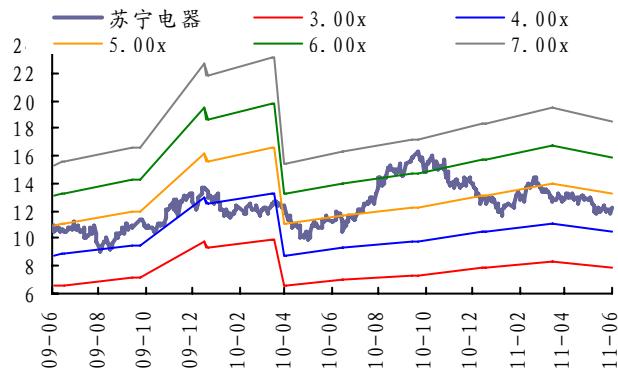
- 若经济减速将令公司销售量增速下滑;
- 新店的培育期可能延长;
- 国内 B2C 业务 (3C) 的竞争若进一步加剧, 将挤压公司的 3C 产品的利润, 从而影响毛利率指标。

Figure 8 PE-Band



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 PB-Band



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

财务报表及盈利预测

Figure 10 公司三大报表及盈利预测

资产负债表				单位: 百万元	利润表				单位: 百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	34476	41460	46394	52749	营业收入	75505	95008	115824	139394
现金	19352	22000	24000	26000	营业成本	62041	78024	94865	114002
应收账款	1105	1436	1694	2039	营业税金及附加	268	447	544	655
其他应收款	976	1257	1532	1844	营业费用	6809	8551	10366	12420
预付账款	2741	3511	4174	5016	管理费用	1250	1539	1842	2188
存货	9474	12421	14159	17015	财务费用	-361	-480	-625	-873
其他流动资产	828	835	835	835	资产减值损失	76	76	76	76
非流动资产	9432	10496	11369	12098	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	793	800	800	800	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	3914	5455	6428	7049	营业利润	5432	7062	8836	10926
无形资产	1309	1509	1709	1909	营业外收入	72	66	75	80
其他非流动资产	3415	2732	2432	2339	营业外支出	102	43	52	55
资产总计	43907	51956	57763	64847	利润总额	5402	7085	8859	10951
流动负债	24534	28433	28207	27668	所得税	1297	1700	2126	2628
短期借款	318	3882	2489	1603	净利润	4106	5384	6733	8323
应付账款	6839	7022	7589	7980	少数股东损益	94	213	266	329
其他流动负债	17378	17529	18129	18085	归属母公司净利润	4012	5172	6467	7994
非流动负债	528	0	0	0	EBITDA	5384	6912	8748	10726
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.573	0.739	0.924	1.143
其他非流动负债	528	0	0	0					
负债合计	25062	28433	28207	27668					
少数股东权益	507	720	986	1314					
股本	6996	6996	6996	6996					
资本公积	655	655	655	655					
留存收益	10679	15152	20919	28213					
归属母公司股东权益	18338	22803	28570	35865					
负债和股东权益	43907	51956	57763	64847					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3881	620	4787	4012	成长能力				
净利润	4106	5384	6733	8323	营业收入	29.5%	25.8%	21.9%	20.4%
折旧摊销	313	540	617	674	营业利润	40.2%	30.0%	25.1%	23.6%
财务费用	-361	-480	-625	-873	归属于母公司净利润	38.8%	28.9%	25.0%	23.6%
投资损失	-11	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-786	-4076	-1878	-4129	毛利率 (%)	17.8%	17.9%	18.1%	18.2%
其他经营现金流	620	-538	21	18	净利率 (%)	5.3%	5.4%	5.6%	5.7%
投资活动现金流	-5661	-1526	-1400	-1300	ROE (%)	21.9%	22.7%	22.6%	22.3%
资本支出	4680	1000	900	800	ROIC (%)	-763.7%	105.1%	84.2%	62.9%
长期投资	-984	20	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-1965	-506	-500	-500	资产负债率 (%)	57.1%	54.7%	48.8%	42.7%
筹资活动现金流	123	3554	-1387	-712	净负债比率 (%)	1.72%	14.08%	9.25%	6.23%
短期借款	318	3564	-1393	-886	流动比率	1.41	1.46	1.64	1.91
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.02	1.02	1.14	1.29
普通股增加	2332	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-2320	0	0	0	总资产周转率	1.89	1.98	2.11	2.27
其他筹资现金流	-206	-11	6	174	应收账款周转率	101	73	72	73
现金净增加额	-1649	2648	2000	2000	应付账款周转率	10.48	11.26	12.99	14.64
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.573	0.739	0.924	1.143
					每股经营现金流	0.55	0.09	0.68	0.57
					每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.26	4.08	5.13
					估值比率				
					P/E	20.60	15.98	12.78	10.34
					P/B	4.51	3.62	2.89	2.30
					EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.