



消费品及服务 - 商业

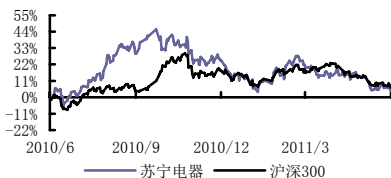
Retailing

2011 年 6 月 29 日

市场数据	2011 年 6 月 28 日
当前价格 (元)	12.65
52 周价格区间 (元)	10.58-16.48
总市值 (百万)	88502.08
流通市值 (百万)	68842.42
总股本 (百万股)	6996.21
流通股 (百万股)	5442.09
日均成交额 (百万)	522.87
近一月换手 (%)	8.96%
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	17.8%
净利率	5.31%
净资产收益率	21.88%
总资产收益率	9.13%
资产负债率	57.08%
现金分红收益率	-
市盈率	22
市净率	4.83

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
苏宁电器	-7.88%	-14.30%	2.87%
沪深 300	-5.90%	-10.18%	5.75%

相关报告

《大股东溢价认购强化三网合一布局》2011.6.17

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。

强化海外平台, 关注三大亮点

— 苏宁电器 (002024) 子公司认购定增并控股日本 LAOX 点评

评级: 买入 (维持)

- **事件描述:** 公司 6 月 28 日发布公告称, 日本 Laox 计划向公司境外全资子公司 MAGIC 及苏宁集团的境外子公司 GALAXY 定向发行 2.57 亿股, 发行价为 35 日元/股, 募资约合 7.21 亿元人民币。募集资金主要用于在中国和日本开设新店以及采购渠道等。发行完成后, MAGIC 将持有 Laox 发行在外普通股 51% 的股权, 成为其控股股东, 而 GALAXY 将持有 Laox 14.3% 的股权, 成为其第二大股东。
- **亮点 1、LAOX 引入中国意味着苏宁启动“双品牌”战略:** LAOX 进行中、日双市场发展, 本次增发后, LAOX 计划设立中国本部, 并共享苏宁的物流及营销、电商等支持系统。LAOX 规划五年内在中国 25 个城市开设 150 家乐购仕生活广场, 购买体验和销售品类尽显日式风格, 与公司形成双品牌运作, 有助于提升 LAOX 的核心竞争力, 以及丰富苏宁的商品品类和多业态的延伸发展。
- **亮点 2、进一步提升 LAOX 在日本的市场份额:** 目前 Laox 在日本东京、大阪、北海道等地拥有 9 家连锁店。在此次定增计划完成后, 一方面, Laox 将更有实力去加快推进日本本土连锁门店的拓展, 特别是在东京、大阪等核心城市中核心商圈的旗舰店建设, 另一方面, Laox 将有能力去进行一系列的资源的整合, 有助于进一步提高 Laox 的品牌形象和市场份额, 最终实现重新成为日本家电主要零售企业的目标。
- **亮点 3、苏宁的海外发展战略将大踏步向前:** 苏宁在前不久发布了其十年发展规划, 其海外发展战略格外引人注目, 此次公司不仅实现了对 LAOX 公司的控股, 更是公司海外发展的既定规划。随着经营能力、管理能力、人才培养能力的提升等, 有利于进一步推动公司在日本、东南亚、乃至全球市场的发展, 也有利于苏宁自身的运营能力、盈利水平的提升, 为公司十年规划中的国际化发展战略搭建稳固的海外平台。
- **盈利预测与评级:** 预计公司未来三年的营业收入和净利润的复合年增长率分别达到 22.68% 和 26.56%; 公司 2011-2013 年摊薄后的每股收益预计分别为 0.739、0.924 和 1.143 元。公司利用 LAOX 平台在中、日两国进行“双市场”门店拓展, 并在中国开启“双品牌”的运营, 由于公司在国内有明显的规模优势和较强的市场竞争力, 其成长性稳定。目前苏宁电器 2011 年的动态 PE 也仅为 17 倍, 接近历史估值低位, 因而维持公司“买入”评级, 未来六个月的的目标位为 18.4 元。
- **风险提示:** 本次合作需事先履行的中国、日本、香港、开曼群岛的相关监管部门的审批手续, 及各方所需的审批的手续较复杂; 新店拓展及培育期不确定性。

再次参与增发绝对控股 LAOX

苏宁电器 6 月 28 日发布公告，日本 Laox 公司计划向苏宁电器境外全资子公司 MAGIC 和苏宁电器集团的境外子公司 GALAXY 定向发行共计 2.57 亿股股份，发行价格为 35 日元/股，募集资金总额 90 亿日元（约合 7.21 亿元人民币）。发行完成后，苏宁电器通过境外全资子公司将持有 Laox 发行在外普通股 51% 的股权，成为 Laox 的控股股东，而苏宁电器集团通过境外子公司将持有 Laox 发行在外普通股 14.3% 的股权，成为 Laox 的第二大股东。该定向增发尚需获得 LAOX 股东大会、中国及日本相关政府部门审批通过。

在这次海外认购的行动中，我们可以清楚的看到：公司的子公司 MAGIC 出资 62.73 亿日元（约 5.03 亿元人民币）认购 1.79 亿股；而集团的子公司 GALAXY 出资约 27.27 亿日元（约 2.19 亿元人民币）认购 7790.8 万股。在发行完成后，LAOX 发行在外的普通股总股本将增加至 5.45 亿股；其中 MAGIC 将持有 LAOX 发行在外普通股 51% 的股权，仍为 LAOX 的第一大股东，这也是子公司两年来第三次增持 LAOX 的股份；而 GALAXY 将持有 LAOX 发行在外普通股 14.3% 的股权，为 LAOX 的第二大股东。

Figure 1 苏宁子公司认购日本 LAOX 定增股份计划

认购对象	GRANDA MAGIC LIMITED	GRANDA GALAXY LIMITED	合计
与苏宁的关系	苏宁电器的全资子公司	苏宁电器集团的子公司	
认购股份数	1.79亿股	0.78亿股	共认购2.57亿股
认购金额（日元）	62.73亿日元	27.27亿日元	总计投入90亿日元
折合人民币（按6月27日牌价）	5.03亿元人民币	2.19亿元人民币	折合7.12亿元人民币
认购后占Laox的股份比例	51%	14.3%	新旧股份合计65.3%
认购后在Laox中的持股地位	第一大股东	第二大股东	
募集资金用途（日元）	① 在中国开设新店铺54.57亿元 ② 在日本开设新店铺13.5亿元 ③ PB商品开发销售6亿元 ④ 采购及其他运转资金12.5亿元 ⑤ 偿还借款3亿元。		

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

增发募集的资金主要用于在中国和日本开设新店以及加强采购渠道的建设等。而在这次定增交易完成后，LAOX 也将成为苏宁电器的控股子公司，并将纳入公司合并报表范围。随着 LAOX 经营模式的改善以及核心竞争力的提升，也将带来公司整体销售规模、盈利水平的进一步提升。

强化日本 LAOX 平台三大亮点值得关注

LAOX 株式会社是一家日本的电器零售企业，历史悠久，它创立于 1930 年，并在东京交易所主板第二部上市，在日本具有一定的知名度。苏宁自 2009 年 8 月入股 Laox 以来，一直通过协助制定经营策略、业务支持和资本支持等多种方式协助 Laox 的发展。经过两年的磨合，双方在企业管理运营以及企业文化上面有了高度的认同，业务也开始走上良性轨道。目前 Laox 的日常经营步入相对稳定的轨道，LAOX 在日本拥有 9 家连锁店，考察其 2010 年的同店增长、毛利率、净利润率等各项核心指标均有稳步提升，并且较 2009 年减亏明显。我们认为，公司对 LAOX 的发展提供了巨大的支持，而这次定增之后，LAOX 的发展有望会更上一层楼，并且与苏宁形成互惠互利的双赢局面，此次定向增发计划的亮点，主要表现在以下三方面：

亮点 1、LAOX 引入国内市场意味着苏宁“双品牌”战略的开始：本次增发后，LAOX 计划设立中国本部，负责其在中国的业务及发展，与苏宁电器实施双品牌运营，可以共享苏宁的物流及营销、电商等支持系统。LAOX 品牌在进入中国市场后，规划五年内在中国 25 个城市开设 150 家乐购仕生活广场（LAOX LIFE），模式上将尽显日式风格，品类上不仅包括 3C 家电、还将引进日本的动漫游戏、玩具模型、乐器等产品的销售，不仅通过引进日本连锁店的经营模式和商品，也在服务质量、购物体验、优化商业设计、提高产品丰富度等方面来满足不同偏好的消费者的需求，公司在形成双品牌运作后，将推动和促进苏宁电器更好的实施营销变革，有助于提升 LAOX 的核心竞争力，以及丰富苏宁的商品品类和业态的延伸发展。

亮点 2、进一步提升 LAOX 在日本的市场份额：目前 Laox 在日本东京、大阪、北海道等地拥有 9 家连锁店。而最近一年以来，Laox 秋叶原本店大幅改装后，面貌焕然一新，而新宿的 Laox.watch 手表城、台场的维纳斯城堡店、Laox 大阪店和北海道新千岁机场店等也先后开张营业。在此次定增计划完成后，一方面，Laox 将更有实力去加快推进日本本土连锁门店的拓展，特别是在东京、大阪等核心城市中核心商圈的旗舰店建设，进一步提高 Laox 的品牌形象和市场份额；另一方面，Laox 将有能力去进行一系列的资源的整合：包括对日本优势的上游制造业的设计、制造能力的整合，推进对日本渠道资源的整合，以及大力吸收日本

优秀的管理和营销人才等，有助于 Laox 将不断提升市场份额，最终实现重新成为日本家电主要零售企业的目标。

亮点 3、苏宁的海外发展战略将大踏步向前：苏宁在前不久发布了其十年发展规划，其中，它的海外发展战略格外引人瞩目，未来十年，公司在立足国内主战场发展的同时，将依据由近到远、由小到大的两个原则，运用投资并购和自主开发两种手段，渐进式地推进东南亚以及欧美等海外市场的发展。而此次公司认购 LAOX 公司的定向发行的股份，不仅实现了对 LAOX 公司的控股，更是公司海外发展的既定规划。随着经营能力、管理能力、人才培养能力的提升等，LAOX 未来也将协同香港镭射，进一步推动公司在日本、东南亚、乃至全球市场的发展，为公司十年规划中的国际化发展战略搭建稳固的海外平台，有利于苏宁自身的运营能力、盈利水平的提升，符合公司的长远发展战略。

Figure 2 苏宁电器海外拓展战略

	时间	拓展区域	拓展目标
第一阶段	2011-2013年	香港和日本市场	预计到2013年，取得香港市场第一的行业地位；在日本市场，将立足Laox平台，加速市场整合。
第二阶段	2014-2015年	进军东南亚市场	以日本和香港为模式，推动在东南亚的发展。
第三阶段	从2016年开始	进军欧美市场	开启苏宁全面国际化发展的阶段。
第四阶段	到2020年	深入巩固海外市场	力争实现海外市场营收达到集团总营收15%的占比。

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

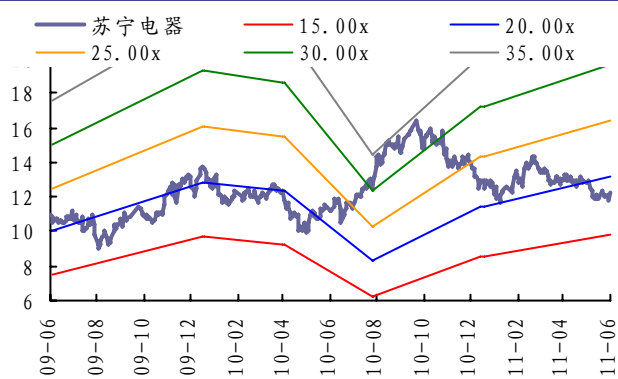
盈利预测与评级

预计公司未来三年的营业收入和净利润的复合年增长率分别达到 22.68%和 26.56%；公司 2011-2013 年摊薄后的每股收益预计分别为 0.739、0.924 和 1.143 元。按照公司当前 12.65 元的市场价格，对应 PE 值分别为 17.1 倍、13.7 倍和 11.1 倍。公司加大力度进行海外市场的拓展，并利用 LAOX 平台在日本和中国进行门店拓展，而国内开启双品牌运营业具备特色，由于公司具备明显的长期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 17 倍 PE (2011E)，接近历史估值低位，因而维持公司“买入”评级，未来六个月目标位为 18.4 元。

风险提示

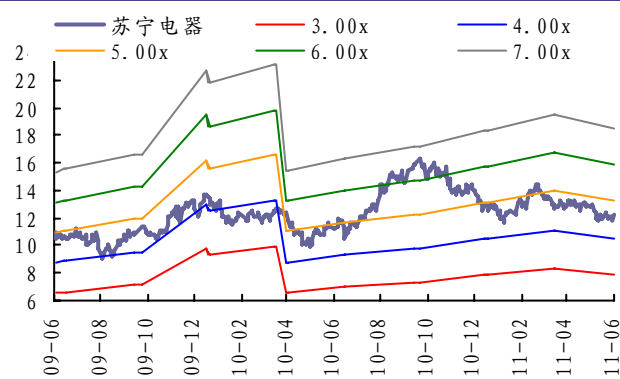
- 本次合作需事先履行的中国、日本、香港、开曼群岛的相关监管部门的审批手续，及各方所需的审批以及其他手续较复杂。
- 新店拓展及培育期不确定性。

Figure 3 PE-Band



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 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 5 公司三大报表及盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					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					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	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)					估值比率				
每股收益 (最新摊薄)	0.573	0.739	0.924	1.143	P/E	22.06	17.11	13.69	11.07
每股经营现金流	0.55	0.09	0.68	0.57	P/B	4.83	3.88	3.10	2.47
每股净资产 (最新摊薄)	2.62	3.26	4.08	5.13	EV/EBITDA	13	10	8	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.