

日期：2011年8月31日

行业：零售业



刘丽

021-53519888-1923

liuli@sigchina.com

执业证书编号：S0870510120018

基本数据（2011H1）

报告日股价（元）	11.78
12mth A股价格区间（元）	16.75/11.59
总股本（百万股）	6,996.21
无限售A股/总股本	77.79%
流通A股市值（百万元）	64,107.80
每股净资产（元）	2.89
PBR（X）	4.08
DPS（Y10, 元）	0.10(含税)

主要股东（2011H1）

张近东	27.90%
苏宁电器集团有限公司	13.47%

收入结构（2011H1）

零售业	98.66%
其他业务收入	1.34%

最近6个月股价与沪深300指数比较

报告编号：LL11-CT12

相关报告：LL11-CT02

首次日期报告：2008年2月29日

门店持续扩张 稳健发展继续**■ 动态事项：**

苏宁电器发布2011年中期业绩：公司上半年实现营业收入442.31亿元，同比增长22.68%；归属于上市公司股东的净利润24.74亿元，同比增长25.39%；每股收益0.35元。公司同时预计2011年1-9月归属于上市公司所有者的净利润同比增长20-30%。

■ 主要观点：**外延扩张助推收入增长，毛利率持续提升同时费用增长较快**

由于整体行业增速放缓，2011年上半年公司可比店面销售收入同比上升3.14%，与去年全年15.97%的同店增速相比，下降明显；但同时，公司门店持续快速扩张，从而其营业收入仍能实现同比22.68%的增长，从单季度看，第一、二季度的收入增速分别为23.16%和22.26%，第二季度略有下降。其中，独立运营的电子商务平台苏宁易购2011年上半年实现含税销售收入25.69亿元。

在公司进一步整合供应链、持续推进传统家电产品定制、包销、OEM等采购手段、3C产品采用多样化单品运作模式的推动下，公司的综合毛利率达到18.90%，同比增加1.57个百分点，这也使得公司上半年毛利额的同比增长达到34.10%。由于租赁费用以及人员费用的增长较快，公司上半年期间费用同比增长达到35.84%，销售费用率、管理费用率分别同比增加0.51和0.48个百分点。

门店持续快速扩张，既定战略稳步执行

上半年公司新进地级以上城市10个，新开连锁店152家（其中常规店134家、精品店2家、县镇店16家），置换/关闭连锁店12家，净增加连锁店140家。另在香港地区新开连锁店5家，LAOX在日本新开连锁店1家。截至上半年，公司在大陆地区、香港地区、日本市场共拥有连锁店1488家。从连锁店的分布看，仍继续贯彻“旗舰店攻略”、“地区攻略”及“渠道下沉”，旗舰店占比、优势地区门店数以及三四线城市的网点占比均在持续增加。

后台平台建设意在未来

公司正在全国范围内大力构建物流网络，形成“物流基地—城市配送中心—区域配送点”的配送体系格局。截至上半年，公司已有5家物流中心投入使用，进入施工阶段12家，签约储备10家，基本落实选址10家。为满足苏宁易购的细分化需要，公司第四代自动化物流仓库于5月投入使用，仓库整体预计于2011年10月投入运营，以实现小件商品的远距离快速配送响应。此外，在客户服务、信息建设、人

力资源等后台建设方面公司均在持续推进。我们认为，后台平台的建设意在未来，强大的后台支持系统将助推公司在健康稳健的前提下实现前台门店的持续快速扩张以及新兴电子商务平台的快速发展。

■ 投资建议

维持评级为“跑赢大市”

我们预计公司 2011 年、2012 年分别实现每股收益为 0.72 元和 0.91 元，当前对应的动态市盈率分别为 16.25 倍和 12.89 倍；若考虑定增的摊薄，2011 年、2012 年每股收益则分别为 0.68 元和 0.86 元，对应动态市盈率分别为 17.29 倍和 13.71 倍，估值较低。我们仍看好其发展前景，维持其“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	58,300.15	75,504.74	89,350.82	104,148.37
年增长率 (%)	16.84	29.51	18.34	16.56
归属于母公司的净利润	2,889.96	4,011.82	5,070.67	6,395.80
年增长率 (%)	33.17	38.82	26.39	26.13
每股收益 (元)	0.41	0.57	0.72	0.91
PER (X)	28.52	20.54	16.25	12.89

注：股价采用 2011 年 8 月 30 日收盘价

附表 1 苏宁电器损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
营业收入	58,300.15	75,504.74	89,350.82	104,148.37
营业成本	48,185.79	62,040.71	72,731.57	84,360.18
营业税金及附加	271.52	268.13	348.47	406.18
销售费用	5,192.36	6,809.11	7,952.22	9,165.06
管理费用	912.09	1,250.31	1,787.02	1,978.82
财务费用	-172.92	-360.77	-446.75	-520.74
资产减值损失	32.23	75.92	80.00	80.00
投资收益	-3.95	10.63	0.00	0.00
营业利润	3,875.03	5,431.95	6,898.30	8,678.88
营业外收入	111.58	72.47	0.00	0.00
营业外支出	60.24	102.37	0.00	0.00
利润总额	3,926.37	5,402.04	6,898.30	8,678.88
所得税费用	937.87	1,296.54	1,724.57	2,169.72
净利润	2,988.50	4,105.51	5,173.72	6,509.16
归属于母公司所有者的净利润	98.54	93.69	103.06	113.36
少数股东损益	2,889.96	4,011.82	5,070.67	6,395.80
每股收益 (元)	0.41	0.57	0.72	0.91

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。