

2011 年 4 月 5 日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

目标价(元)

11

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2012/3/30)	9.75
深证成份指数 (2012/3/30)	9410.26
股价 12 个月高/低	13.42/8.14
总发行股数 (百万)	6996.21
A 股数 (百万)	5437.13
A 市值 (亿元)	530.12
主要股东	张近东(27.90%)
每股净值 (元)	3.19
股价/账面净值	3.05
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.18 16.35 -24.31

近期评等

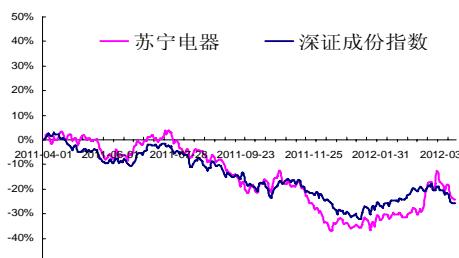
出刊日期	前日收盘	评等
2011-3-17	13.78	买入
2012-4-5	10.26	买入

产品组合

零售	98.48%
安装维修	0.97%

机构投资者占流通 A 股比例

QFII	0.93%
基金	21.58%
券商集合理财	0.62%
一般法人	17.33%

股价相对大盘走势

苏宁电器(002024.SZ)
Buy (买入)
业绩符合预期, 未来持续关注易购经营
结论与建议:

公司业绩符合我们的预期, 实体店的经营仍然稳步扩张加大市场占有率, 并积极推进海外发展, 规模扩张带来盈利的增加。苏宁易购 2011 年营收为 2010 年的 4 倍, 2012 年计划超过 200 亿元, 抢占快速发展的市场, 未来有望在网购业务中胜出。

- **经营情况:** 公司 2011 年实现营业收入 938.88 亿元, 同比增长 23.45%, 实现归属上市公司股东净利润 48.2 亿元, 同比增长 20.16%, 实现每股收益 0.689 元。4Q 单季公司实现营收 262.63 亿元, YOY 增长 23.86%, 实现净利润 13.98 亿元, YOY 增长 18.1%。
- **门店经营情况:** 2011 年公司在大陆地区净增加连锁店 373 家至总共 1,684 家。香港地区净增加 7 家连锁店, 日本地区净增加连锁店 2 家, 报告期末在香港地区拥有连锁店 30 家, 在日本地区拥有连锁店 10 家。受到地产成交持续低迷、补贴政策带来的高基数影响, 公司可比店面销售收入同比增长 3.14%。2012 年公司计划新开各类连锁店 416 家, 但是同店增长预计逊于 2011 年, 实体店的营收的增长将还是主要来源于规模的扩大, 预计保持在 15-20%之间。
- **苏宁易购:** 2011 苏宁易购实现销售收入 59 亿元, 基本完成了年中的计划, 居于 B2C 网站营业额第三位。公司加强了在电商平台方面的投入, 抽调了多位高管参与易购的经营、提升用户网站浏览体验并继续在物流配送方面投入, 年内公司有多个新的物流基地投入使用。2012 年公司计划苏宁易购实现销售规模 200 亿元, 冲刺 300 亿元, 实现该销售目标可能要以付出部分利润为代价, 网购部分可能给公司带来一定的亏损。但公司在资金实力、物流基地、售后服务以及高效管理方面相对其他企业均有较大的优势, 未来在电商行业胜出可能性较大。
- **盈利预测:** 由于公司网购业务盈亏平衡, 公司的利润只包括了实体渠道的部分, 而易购仍然没有给予合理的定价, 如果易购的发展顺利, 未来有望单独估值。预计公司 2012、2013 年将实现净利润 54.7 亿元和 65.16 亿元, 分别同比增长 13.4% 和 19.1%, 对应的 EPS 为 0.735 元和 0.875 元, 目前股价对应的 PE 为 13.3 倍和 11.1 倍, 维持买入的投资建议, 目标价 11 元, 对应 2012 年 15 倍 PE。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012E	2013E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2890	4012	4821	5469	6516
同比增减	%	33.17%	38.82%	20.16%	13.44%	19.14%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.429	0.573	0.689	0.735	0.875
同比增减	%	33.17%	38.82%	20.16%	6.63%	19.14%
A 股市盈率(P/E)	X	22.70	17.00	14.15	13.27	11.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.51%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%

经营状况

公司 2011 年实现营业收入 938.88 亿元，同比增长 23.45%，实现归属上市公司股东净利润 48.2 亿元，同比增长 20.16%，实现每股收益 0.689 元。4Q 单季公司实现营收 262.63 亿元，YOY 增长 23.86%，实现净利润 13.98 亿元，YOY 增长 18.1%。

随着公司采购规模的扩大和供货商之间的谈判地位加强使得采购优势增强，同时与供应商合作关系更加紧密，运用定制、包销和 OEM 等多种手段提高产品毛利润率，综合毛利率水准同比提高 1.09 个百分点达到 19.23%。

由于新开店成本上升，实施一系列薪酬调整举措，以及为易购储备人才等因素，公司管理费用率、销售费用率合计同比上升了 1.54 个百分点达到 10.85%。但由于公司毛利增幅度较大，基本覆盖了提高的费用，公司利润的增长还是得到了保证。

门店经营情况

2011 年门店拓展速度仍然客观，同店增长有所下降

2011 年公司新进地级以上城市 25 个，新开常规店 365 家，精品店 7 家，县镇店 25 家，乐购仕生活广场店 1 家，共置换/关闭连锁店 25 家，净增加连锁店 373 家，截止 2011 年底公司共拥有连锁店共计 1,684 家。同时新增购置店项目 9 个，截止报告期末公司拥有自有物业连锁店 35 个。

国际市场方面年内香港地区新开连锁店 9 家，关闭/置换 2 家，净增加 7 家连锁店；日本地区新开连锁店 3 家，关闭/置换连锁店 1 家，净增加连锁店 2 家。截止报告期末公司在香港地区拥有连锁店 30 家，在日本地区拥有连锁店 10 家。

受到地产成交持续低迷，2010 年政策补贴的高基数影响，公司可比店面销售收入同比增长仅有 3.14%，明显低于 2010 年 15.97% 的水平，其中又以一线城市的同店增速最低，仅为 2.23%。

表 1、公司不同地区同店增速

市场级别	一线市场	二线市场	三线市场	四线市场
可比店面销售同比增长	2.23%	4.99%	6.60%	7.00%

资料来源:公司公告

2012 年公司新门店拓展仍然保持 400 家左右，同店增长预计更逊于 2011

计划 2012 年公司新进入 39 个地级城市，新开各类连锁店 416 家，预计营业面积增长 20% 左右。

但是 2012 年内由于房地产销售的持续低迷、以旧换新和部分省份家电下乡补贴政策的退出会继续对公司的经营造成冲击，2012 年的同店增长预计仍然保持在低位，预计更逊于 2011 年，或可出现同店增长为负值的情况，因此实体店的营收增长将还是主要来源于规模的扩大。单从实体店方面来看，营收增长还是会保持在 15-20% 之间。

电子商务的发展

苏宁易购营收增长较快，总体盈亏平衡

2011 年公司苏宁易购成为了独立运作的子公司，在电器和 3C 产品的基础上增加了图书等多种产品，致力于发展成为全品类的电子商务平台，全年公司实现销售收入 59 亿元，基本完成了公司年中期制定的 60 亿营收的计划，相比 2010 年 14 亿元的水平提高了 4 倍，仅次于淘宝和京东商城，位居行业第 3 位。由于和实体店共用部分资源且销售规模总体仍然不大，因此年内苏宁易购基本实现盈亏平衡。

未来加大宣传力度，完善平台继续推进物流基地建设

相比其他的电器销售网站，苏宁易购拥有苏宁电器长期以来积累的丰富的零售经验和采购、物流、售后服务等综合优势，但是在从传统管道转化到电商经营还有适应阶段，在网站宣传、客户体验等方面还是有一定的不足。

公司目前明显加强了在电商平台方面的投入，抽调了多位高管参与易购的经营，同时和 IBM 合作建设能够支持万亿规模的电商平台，优化网站架构搭建和购物流程设计，加快页面响应速度，提升用户网站浏览体验，并积极在网络和电视等多个渠道投放广告。

物流配送建设情况

公司现在使用的主要还是南京物流基地，为了配合网购配送，公司同时稳步推进 60 个第三代物流基地的规划建设，加快建立小件商品自动化仓库配送体系。2011 年无锡、成都、合肥、天津物流 4 个基地建成投入运营；广州、厦门、杭州二期、青岛等 10 家物流基地项目进入施工阶段；另签约储备项目 24 家。各物流基地的规模为每日处理 50 万件业务。

2012 年公司计划完成北京二期、重庆、杭州二期等 6 个物流基地建设，并启动筹建 7 个物流基地；3 月实现南京小件商品自动分拣仓库投入使用，并积极规划二期，同步在北京、上海、广州等地启动小件商品自动分拣仓库的选址开发工作。

易购 2012 年的发展

2012 年公司计划苏宁易购实现销售规模 200 亿元，冲刺 300 亿元。按照目前网购行业高速成长的大趋势来看，主要的购物网站实现高速增长仍然是可期的，但是由于市场整体处于高度竞争阶段，因此为了实现 4 倍左右的增长公司需要在广告投入、产品定价和配送支持等方面支出较多的成本，实现该销售目标可能要以付出一定的利润为代价，全年易购可能给公司带来一定的亏损。

从目前行业的竞争状况来看，电子商务企业大多采取用利润换市场的方法提高销售规模，因此普遍有金额较大的亏损，部分网站已经出现资金紧张的情况，预计 2012 年将是行业洗牌的重要一年，此后行业将进入盈利的长期良性循环中。公司在采购的规模、资金实力、物流建设、售后服务以及高效管理方面相对其他企业均有较大的优势，在电商行业发展的长跑中坚持并胜出可能性较大。

盈利预测

由于公司网购业务盈亏平衡，因此目前公司的利润仍然只包括了实体渠道的部分，网购业务仍然没有给予合理的定价，如果易购的发展顺利，未来有望单独估值。

预计公司 2012、2013 年将实现净利润 54.7 亿元和 65.16 亿元，分别同比增长 13.4% 和 19.1%，对应的 EPS 为 0.735 元和 0.875 元，目前股价对应的 PE 为 13.3 倍和 11.1 倍，维持买入的投资建议，目标价 11 元，对应 2012 年 15 倍 PE。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业额	58,300	75,505	93,889	114,447	139,626
经营成本	48,186	62,041	76,105	92,593	112,957
营业税金及附加	9,980	13,196	17,414	21,453	26,180
销售费用	5,192	6,809	9,367	11,686	14,200
管理费用	912	1,250	2,089	2,747	3,351
财务费用	-173	-145	-403	-320	-320
资产减值损失	32	76	70	40	40
营业利润	4,017	5,424	6,444	7,341	8,909
营业外收入	112	72	118	80	80
营业外支出	60	102	88	80	80
税前利润	3,926	5,402	6,473	7,381	8,789
所得税	938	1,297	1,587	1,800	2,153
少数股东权益	99	94	65	112	120
净利润	2,890	4,012	4,821	5,469	6,516

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	21,961	19,352	22,740	28,466	29,696
应收帐款净额	458	2,080	2,224	1,334	1,601
存货净额	6,327	9,474	13,427	16,112	19,335
流动资产合计	30,196	34,476	43,425	48,912	53,632
长期投资净额	686	924	1,031	1,186	1,364
固定资产	3,304	5,976	8,599	10,599	12,189
无形资产及其他资产合计	1,061	1,861	5,304	5,504	5,704
非流动资产合计	5,644	9,432	16,361	19,289	21,257
资产总计	35,840	43,907	59,786	68,201	74,889
流动负债合计	20,719	24,534	35,638	34,032	29,657
长期负债合计	196	528	1,118	1,229	1,352
负债合计	20,915	25,062	36,756	35,261	31,009
少数股东权益	385	507	702	843	1,011
股东权益合计	14,540	18,338	22,328	32,097	42,869
负债和股东权益总计	35,840	43,907	59,786	68,201	74,889

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	5,555	3,881	6,589	7,247	7,972
投资活动产生的现金流量净额	-1,897	-5,661	-5,990	-6,589	-7,248
筹资活动产生的现金流量净额	2,774	123	679	5,068	507
现金及现金等价物净增加额	6,432	-1,656	1,277	5,726	1,230

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。