

线下加速下沉，线上继续发力

买入维持

- **年报摘要。**2011 年实现营业收入 938.89 亿元，同比增长 24.35%，略低于我们预期；归属于母公司所有者的净利润 48.21 亿元，同比增长 20.16%。扣除非经常损益归属母公司净利润 46.24 亿元；同比增长 14.75%；摊薄每股收益为 0.689 元；平均加权 ROE 为 23.68%，同比减少 0.80 个百分点。
- **主营业务毛利率上升 1.37 个百分点。**受到 2011 年“家电下乡”、“以旧换新”等政策带动，以及公司进一步加大商品独家首销、深度包销力度，并逐步提高自主产品占比等策略，公司 2011 年各产品类别毛利率均出现显著上涨。
- **人员和租赁费用激增。**公司 2011 年大幅增加职工薪酬水平同时大量引入新进员工，导致人员费用大幅上升 62%；此外，租金费用大幅上升 38.58%；但公司广告促销费用控制良好，规模效应进一步显现，全年仅上升 3.84%。
- **未来线下渠道将继续下沉，线上业务进一步发力，但仍难贡献利润。**线下渠道方面，一、二级地区同店增长渐趋乏力，2011 年一级地区同店收入增速仅 2.23%，远低于三、四级地区的 6.60% 和 7.00%。三、四级地区将成为收入增长的主要驱动力。公司 2012 年计划新开门店 416 家、新进入 39 个地级市，三四级地区将是门店主要扩张区域；对于一二级地区，将以开设超级旗舰店以及成熟店铺改造为主。线上方面，苏宁易购 2012 年将升级为与公司六大管理总部平行的战略业务单元，力争实现销售规模 200 亿元，冲刺 300 亿元，较 2011 年增长 3-5 倍，目标挑战性较大。线上业务能否实现既定目标将是未来最大看点。此外，鉴于未来仍处于将规模扩张作为主要目标的阶段，预计 2012 年线上业务将难贡献利润。
- **盈利预测。**预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.46 元、1.83 元及 2.27 元，对应 2012 年 PE11.63X，估值具有吸引力。同时 2012 年将进入新开门店的黄金收获期维持“买入”评级。

消费服务研究组

高级分析师：

陈旭 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话：010-8808 5963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现

相关数据

收盘价

52 周内高

52 周内低

总市值(百万元)

流通市值(百万元)

总股本(百万股)

A 股(百万股)

—已流通(百万股)

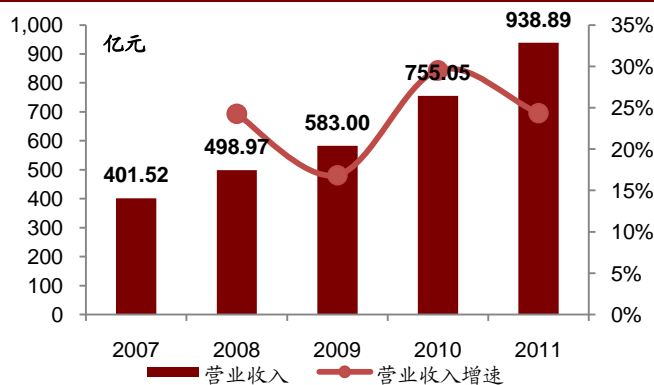
—限售股(百万股)

资料来源：宏源证券

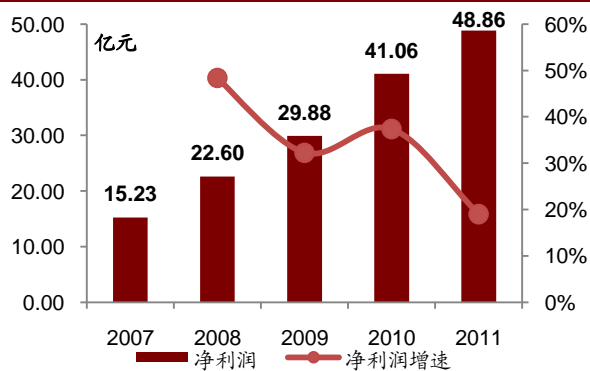
百万元、元	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入					
增长率					
归属母公司净利润					
增长率					
每股收益(EPS)					
PE					

表 1: 苏宁电器损益表分季度指标

单位: 百万元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011
营业收入	20,583.10	23,648.06	23,394.34	26,263.08	93,888.58
同比增速	23.16%	22.26%	28.21%	23.86%	24.35%
营业成本	16,863.75	19,121.22	18,994.97	21,124.71	76,104.66
同比增速	20.98%	19.76%	26.54%	23.36%	22.67%
销售毛利率	18.07%	19.14%	18.81%	19.56%	18.94%
营业税金及附加	79.56	91.80	82.82	115.57	369.75
同比增速	136.42%	33.51%	2.96%	35.53%	37.90%
销售费用	1,850.59	2,119.99	2,710.56	2,686.20	9,367.35
同比增速	34.96%	26.24%	50.40%	37.31%	37.57%
管理费用	319.07	536.78	529.80	702.99	2,088.64
同比增速	32.96%	89.20%	66.15%	72.41%	67.05%
财务费用	-122.13	-113.94	-72.99	-94.18	-403.24
同比增速	32.82%	10.56%	-15.36%	18.42%	11.77%
期间费用合计	2,047.53	2,542.84	3,167.37	3,295.01	11,052.75
同比增速	34.78%	36.71%	55.65%	44.23%	43.57%
销售费用率	8.99%	8.96%	11.59%	10.23%	9.98%
管理费用率	1.55%	2.27%	2.26%	2.68%	2.22%
财务费用率	-0.59%	-0.48%	-0.31%	-0.36%	-0.43%
期间费用率	9.95%	10.75%	13.54%	12.55%	11.77%
投资净收益	-16.83	-13.46	171.99	10.49	152.19
同比增速	-731.37%	-1567.83%	NA	39.36%	1432.40%
加: 营业外收入	27.56	-3.77	33.15	60.61	117.56
同比增速	258.27%	-111.35%	-47.55%	-291.69%	62.22%
减: 营业外支出	34.22	15.38	19.28	19.54	88.41
同比增速	163.04%	-60.36%	-16.56%	-28.85%	-13.64%
利润总额	1,523.63	1,846.69	1,279.83	1,823.08	6,473.23
同比增速	27.55%	28.40%	11.27%	12.60%	19.83%
归属于母公司净利润	1,122.88	1,351.58	947.95	1,398.19	4,820.59
同比增速	27.05%	24.05%	10.94%	18.09%	20.16%

图 1: 公司营业收入增速保持平稳


资料来源: 宏源证券

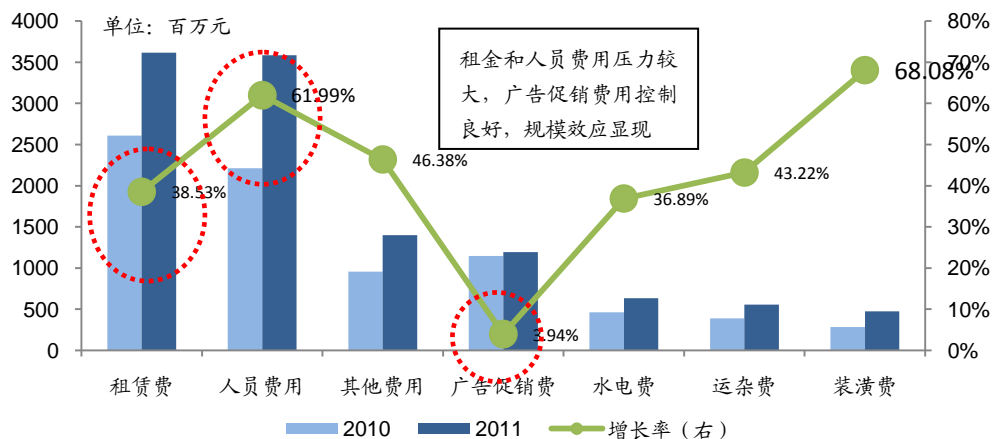
图 2: 公司净利润增速下滑


资料来源: 宏源证券

表 2: 苏宁电器毛利率全线上升

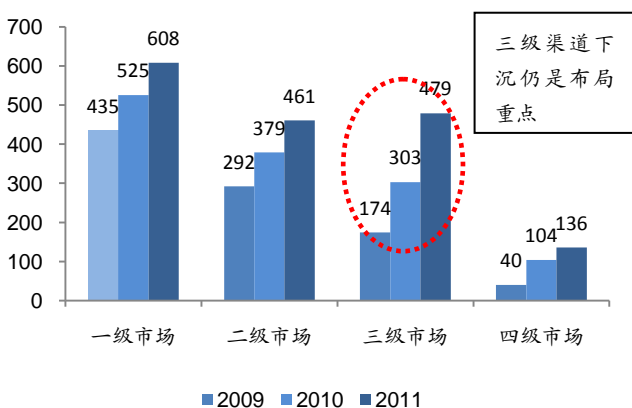
产品	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	收入同比增加	成本同比增加	毛利率变动
彩电、音像、碟机	23,696,928	18,776,020	20.77%	20.21%	17.71%	1.68 %
数码及 IT 产品	17,148,892	15,643,520	8.78%	38.70%	36.50%	1.47%
冰箱、洗衣机	15,687,100	12,135,406	22.64%	21.25%	18.96%	1.49%
通讯产品	12,373,602	10,965,513	11.38%	39.05%	36.95%	1.36%
空调器产品	11,272,584	8,936,158	20.73%	16.23%	12.66%	2.52%
小家电产品 (注)	11,066,883	8,533,839	22.89%	16.15%	13.08%	2.09%
安装维修业务	909,611	600,399	33.99%	6.44%	2.38%	2.61%
其他产品	309,777	264,754	14.53%	33.60%	14.46%	14.28%
合计	92,465,377	75,855,609	17.96%	24.57%	22.51%	1.37%

图 3: 苏宁电器 2011 年销售和管理费用变动情况



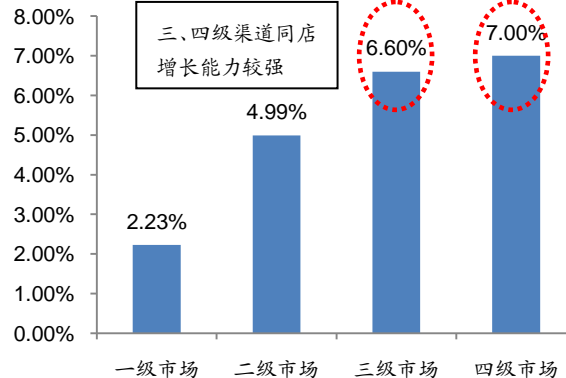
资料来源：宏源证券

图 4: 公司近 3 年区域开店策略



资料来源：宏源证券

图 5: 公司 2011 年各级市场同店增长情况



资料来源：宏源证券

表 4：盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,291.39	6,352.31	7,552.90	8,927.53	收益率				
减：营业成本	4343.31	5208.90	6193.38	7320.57	毛利率	17.92%	18.00%	18.00%	18.00%
营业税金及附加	48.00	57.63	68.52	80.99	三费/销售收入	11.18%	10.08%	9.70%	9.33%
营业费用	468.29	527.24	604.23	687.42	EBIT/销售收入	6.60%	6.50%	6.80%	7.09%
管理费用	123.04	147.71	175.63	207.60	EBITDA/销售收入	7.38%	7.46%	7.60%	7.09%
财务费用	0.39	-34.54	-47.53	-62.38	销售净利率	5.27%	5.28%	5.57%	5.84%
资产减值损失	2.33	1.42	1.42	1.42	资产获利率				
加：投资收益	31.89	0.00	0.00	0.00	ROE	20.83%	20.03%	20.07%	19.93%
公允价值变动损益	-0.28	0.00	0.00	0.00	ROA	12.65%	12.51%	12.62%	12.91%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	272.61%	142.22%	-141.79%	-294.68%
营业利润	337.62	443.95	557.25	691.91	增长率				
加：其他非经营损益	11.78	3.59	3.59	3.59	销售收入增长率	32.78%	20.05%	18.90%	18.20%
利润总额	349.40	447.54	560.84	695.50	EBIT 增长率	21.13%	18.20%	24.29%	23.34%
减：所得税	70.35	111.89	140.21	173.87	EBITDA 增长率	22.29%	21.46%	21.16%	10.22%
净利润	279.06	335.66	420.63	521.62	净利润增长率	17.20%	20.28%	25.32%	24.01%
减：少数股东损益	26.72	32.14	40.28	49.95	总资产增长率	24.46%	19.56%	23.15%	20.54%
归属母公司股东净利润	252.34	303.51	380.35	471.67	股东权益增长率	18.55%	25.05%	25.10%	24.88%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	经营营运资本增长率	7.42%	-91.38%	19.40%	-64.36%
货币资金	1119.03	1950.82	2274.07	3270.42	资本结构				
应收和预付款项	457.69	283.34	597.74	443.70	资产负债率	53.57%	51.78%	50.51%	48.30%
存货	439.25	410.32	599.82	594.17	投资资本/总资产	7.82%	-8.16%	-3.94%	-12.67%
其他流动资产	66.79	66.79	66.79	66.79	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期股权投资	185.04	185.04	185.04	185.04	流动比率	1.41	1.59	1.72	1.85
投资性房地产	33.72	33.72	33.72	33.72	速动比率	1.07	1.31	1.40	1.57
固定资产和在建工程	291.31	264.28	262.86	261.44	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	47.22	47.22	47.22	47.22	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他非流动资产	122.16	61.08	0.00	0.00	资产管理效率				
资产总计	2762.23	3302.62	4067.27	4902.50	总资产周转率	1.92	1.92	1.86	1.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	19.91	24.04	28.73	34.15
应付和预收款项	1449.51	1679.85	2023.87	2337.48	应收账款周转率	106.45	150.14	112.56	143.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	9.89	12.69	10.33	12.32
其他负债	30.35	30.35	30.35	30.35	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	1479.86	1710.21	2054.23	2367.83	EBIT	349.40	413.00	513.31	633.12
股本	207.43	207.43	207.43	207.43	EBITDA	390.32	474.09	574.39	633.12
资本公积	210.53	210.53	210.53	210.53	NOPLAT	267.56	307.06	382.29	472.15
留存收益	793.61	1097.12	1477.48	1949.15	净利润	252.34	303.51	380.35	471.67
归属母公司股东权益	1211.57	1515.09	1895.44	2367.11	EPS	1.216	1.463	1.834	2.274
少数股东权益	70.80	102.94	143.22	193.16	BPS	5.841	7.304	9.138	11.412
股东权益合计	1282.37	1618.02	2038.65	2560.28	PE	17.53	14.57	11.63	9.38
负债和股东权益合计	2762.23	3328.23	4092.88	4928.11	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PB	3.65	2.92	2.33	1.87
经营性现金净流量	378.11	794.55	273.03	931.28	PS	0.84	0.70	0.59	0.50
投资性现金净流量	-93.42	2.69	2.69	2.69	PCF	11.70	5.57	16.20	4.75
筹资性现金净流量	-54.99	34.54	47.53	62.38	EV/EBIT	9.81	6.39	4.61	2.27
现金流量净额	229.70	831.78	323.25	996.35					

资料来源：宏源证券

分析师简介：

陈旭：商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，4年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学，金融系。2010年8月加盟宏源证券研究所，曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所，2009-2010年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团，提出欧亚三部曲，给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司：永辉超市、欧亚集团、苏宁电器、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、秋林集团、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798	010-88085111	010-88085756	
	guozhenju@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978	021-51782236	010-88085291	021-51782067
	zhangjun3@hysec.com	wangjunwei@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788	010-88085279	010-88085989	010-88085760
	cuixiuhong@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	leizengming@hysec.com	luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991			
	zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。