

日期: 2012 年 4 月 5 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 (最新)

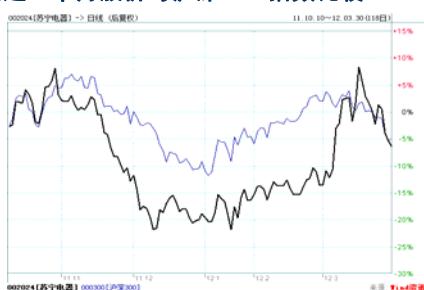
报告日股价 (元)	9.75
12mth A 股价格区间 (元)	13.53/7.98
总股本 (百万股)	6,996.21
无限售 A 股/总股本	77.72%
流通 A 股市值 (百万元)	53,011.98
每股净资产 (元)	3.19
PBR (X)	3.06
DPS (Y11, 元)	0.15(含税)

主要股东 (2011Y)

张近东	27.90%
苏宁电器集团有限公司	13.47%

收入结构 (2011Y)

零售批发	97.52%
安装维修	0.97%
其他业务	1.52%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号: LL12-CT05

相关报告: LL11-CT14 LL11-CT12

首次日期报告: 2008 年 2 月 29 日

费用增长较快拉低业绩增速**■ 动态事项:**

苏宁电器发布年报: 公司 2011 年度实现营业收入 938.89 亿元, 同比增长 24.35%; 归属于上市公司股东的净利润 48.21 亿元, 同比增长 20.16%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 46.24 亿元, 同比增长 14.75%; 2011 年公司每股收益为 0.689 元。公司 2011 年分配预案为每 10 股派发现金 1.50 元 (含税)。

■ 主要观点:**门店持续扩张推动收入增长, 费用快增影响净利增速**

在公司门店规模持续扩张以及原有门店保持内生性增长 (可比店面销售收入同比上升 3.39%) 的共同推动下, 公司 2011 年全年实现 24.35% 的营业收入增长, 其中主营业务收入同比增长 24.57%。在与供应商合作持续深化及提高自营能力等因素作用下, 公司主营毛利率同比提升 1.37 个百分点, 其他业务利润率同比下降 0.28 个百分点, 综合毛利率同比增长 1.09 个百分点。公司毛利额也因此同比增长 32.08%。但公司销售费用和管理费用的增幅快于收入增长, 主要受到新开店成本上升 (租赁费同比增长 38.53%)、人员待遇提升 (人员费用同比增长 61.99%) 等因素影响, 销售费用和管理费用分别同比增长 37.57% 和 67.05%, 销售费用率和管理费用率同比上升 1.54 个百分点。最终影响公司归属于上市公司股东的净利润同比增速 (20.16%) 不及收入增速。

实体门店持续快速扩张, 贯彻渠道下沉战略

2011 年全年苏宁新进地级以上城市 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。截至 2011 年末, 公司已在全国 256 个地级以上城市拥有连锁店 1,684 家, 其中常规店 1,532 家、精品店 17 家、县镇店 134 家、乐购仕生活广场 1 家, 连锁店面积合计达 682.88 万平方米, 同比增长 32.32%。另外, 公司在香港地区和日本市场分别拥有连锁店 30 家和 10 家。

在实体店方面, 公司目前已基本形成 “Expo 超级旗舰店”、“常规店”、“精品店”、“县镇店” 四种店面业态, “苏宁”、“乐购仕” 双品牌的连锁网络架构。在当前发展中, 公司一直在贯彻重点发展旗舰店、自建店的战略; 并加快三、四级市场的发展, 2011 年末, 公司三、四级市场连锁店数量占比提升 5.48 个百分点, 达到 36.52%。

2012 年公司计划在大陆市场新进入 39 个地级城市, 新开各类连锁店 416 家, 将继续推进 “旗舰店战略”, 加快核心区域自建店布局建设, 推进乐购仕生活广场的快速开发。乐购仕生活广场是公司引入日本

LAOX 品牌后所开设的全自营店面形态,首家乐购仕生活广场于 2011 年 12 月 31 日在南京开业,2012 年计划在北京、上海、广州、杭州等城市新开 18 家。另外,计划全年在香港地区新开店面 8 家,日本市场新开店面 2 家。

持续发力网购市场,易购 2012 年冲刺销售 300 亿

公司 B2C 业务逐步实现公司化方式运作,品类拓展已突破家电范畴,拟打造综合性购物网站平台。2011 年,公司 B2C 业务共实现销售收入约 59 亿元(含税),注册会员超过 1000 万。根据艾瑞咨询的数据,苏宁易购在 2011 年中国 B2C 购物网站市场份额(含平台式 B2C)中占比为 3.3%,位居第三。2012 年,苏宁易购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。

物流体系等后台建设奠定发展坚实基础

截至 2011 年末,公司已有 8 家物流基地运营,10 家物流基地进入施工阶段,另完成签约储备 24 家;全面设计和试运营小件商品的仓储、快递体系,有效支撑线上销售业务的快速发展和图书、百货、日用品等新品种的拓展。此外,公司在信息平台、人力资源平台等方面也持续加大投入,奠定未来稳定发展的坚实基础。

■ 投资建议

维持评级为“跑赢大市”

公司整体发展战略清晰,未来将致力于线上线下综合发展,目前正处于按照既定战略发展的转型关键期,也是 A 股中少有的电子商务投资标的。我们预计公司 2012 年、2013 年每股收益分别为 0.82 元和 1.02 元,对应动态市盈率分别为 11.84 倍和 9.60 倍;若考虑定增摊薄,则 2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.77 元和 0.95 元,对应动态市盈率分别为 12.60 倍和 10.21 倍,估值较低,维持其“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (亿元)	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	75,504.74	93,888.58	114,102.47	139,334.23
年增长率 (%)	29.51	24.35	21.53	22.11
归属于母公司的净利润	4,011.82	4,820.59	5,760.98	7,105.39
年增长率 (%)	38.82	20.16	19.51	23.34
每股收益 (元)	0.57	0.69	0.82	1.02
PER (X)	17.00	14.15	11.84	9.60
每股收益 (元, 定增后摊薄)	0.54	0.65	0.77	0.95
PER (X, 定增后摊薄)	18.09	15.05	12.60	10.21

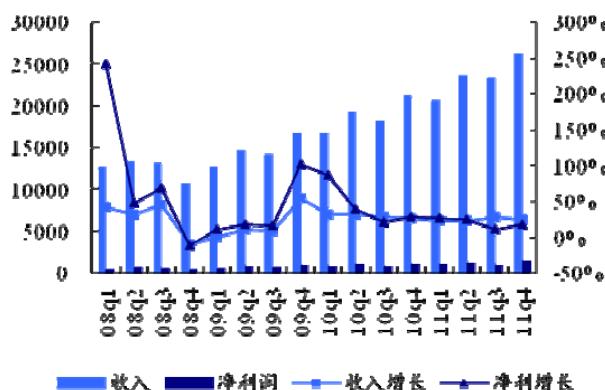
注: 股价采用 2012 年 3 月 30 日收盘价

表 1 苏宁电器 2011 年利润表主要项目变化 (单位: 百万元)

指标名称	2010Y	2011Y	增加额	同比增长
营业收入	75,504.74	93,888.58	18,383.84	24.35%
营业成本	62,040.71	76,104.66	14,063.94	22.67%
毛利	13,464.03	17,783.92	4,319.90	32.08%
营业税金及附加	268.13	369.75	101.62	37.90%
销售费用	6,809.11	9,367.35	2,558.24	37.57%
管理费用	1,250.31	2,088.64	838.33	67.05%
财务费用	-360.77	-403.24	-42.47	11.77%
期间费用	7,698.65	11,052.75	3,354.10	43.57%
资产减值损失	75.92	69.54	-6.39	-8.41%
投资收益	10.63	152.19	141.57	1332.40%
营业利润	5,431.95	6,444.08	1,012.13	18.63%
营业外收入	72.47	117.56	45.09	62.22%
营业外支出	102.37	88.41	-13.96	-13.64%
利润总额	5,402.04	6,473.23	1,071.18	19.83%
所得税	1,296.54	1,587.22	290.68	22.42%
净利润	4,105.51	4,886.01	780.50	19.01%
少数股东损益	93.69	65.41	-28.28	-30.18%
归属于母公司所有者的净利润	4,011.82	4,820.59	808.77	20.16%

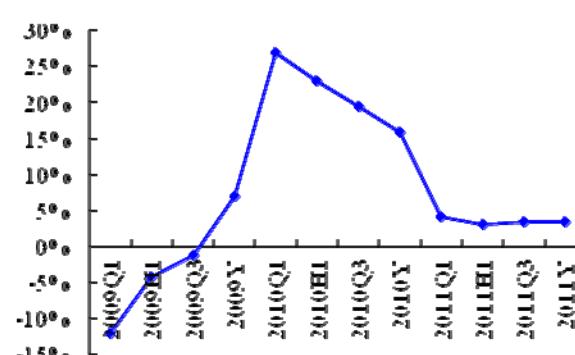
数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所

图 1 苏宁电器单季度收入利润增长 (2008-2011Y)



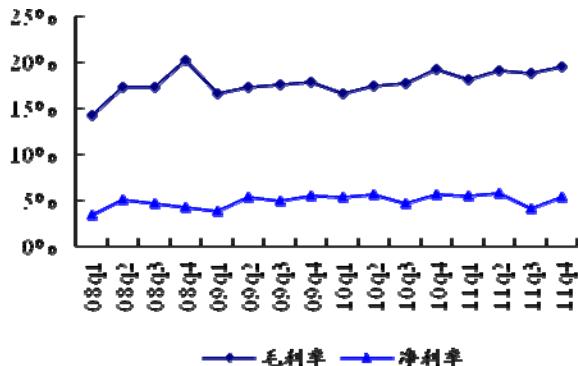
数据来源: 公司报告 上海证券研究所

图 2 苏宁电器可比门店增长 (2009-2011Y, 季度累计)



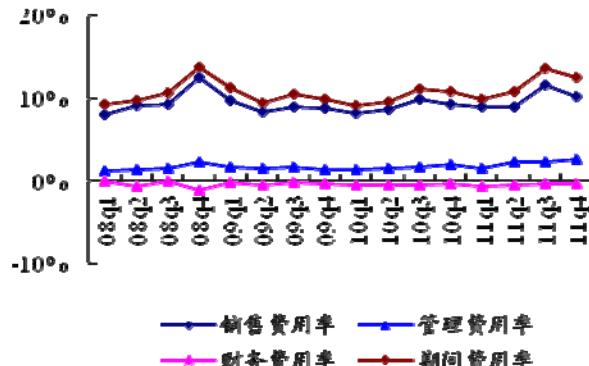
数据来源: 公司报告 上海证券研究所

图 3 苏宁电器单季度毛利率与净利率 (2008-2011Y)



数据来源：公司报告 上海证券研究所

图 4 苏宁电器单季度期间费用率 (2008-2011Y)



数据来源：公司报告 上海证券研究所

表 2 苏宁电器损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	75,504.74	93,888.58	114,102.47	139,334.23
营业成本	62,040.71	76,104.66	92,308.90	112,721.39
营业税金及附加	268.13	369.75	445.00	543.40
销售费用	6,809.11	9,367.35	11,410.25	13,933.42
管理费用	1,250.31	2,088.64	2,510.25	3,065.35
财务费用	-360.77	-403.24	-490.64	-599.14
资产减值损失	75.92	69.54	100.00	100.00
投资收益	10.63	152.19	0.00	0.00
营业利润	5,431.95	6,444.08	7,818.71	9,569.80
营业外收入	72.47	117.56	0.00	0.00
营业外支出	102.37	88.41	0.00	0.00
利润总额	5,402.04	6,473.23	7,818.71	9,569.80
所得税费用	1,296.54	1,587.22	1,954.68	2,392.45
净利润	4,105.51	4,886.01	5,864.03	7,177.35
少数股东损益	93.69	65.41	103.06	71.95
归属于母公司所有者的净利润	4,011.82	4,820.59	5,760.98	7,105.39
每股收益 (元)	0.57	0.69	0.82	1.02
每股收益 (元, 定增后摊薄)	0.54	0.65	0.77	0.95

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。