

专业连锁**署名人：樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

6-12个月目标价： 12.50元

当前股价： 8.50元

评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2223.58
总股本(百万)	7383
流通股本(百万)	5442
流通市值(亿)	462
EPS	0.69
每股净资产(元)	3.19
资产负债率	61.48%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏宁电器	-2.41	-11.36	3.64
商业贸易	-3.11	-6.43	5.49
沪深300指数	-3.37	-1.60	8.62

**相关报告****苏宁电器****002024****强烈推荐****定增尘埃落定，前景长期看好**

公司7月7日公告：1、本次非公开发行新增股份386,831,284股，将于2012年7月10日在深圳证券交易所上市；

2、润东投资（实际控制人张近东先生全资拥有）、弘毅投资按原先约定以12.15元/股的价格分别认购新股288,065,848股（35亿元）、98,765,436股（12亿元），原增发对象新华人寿爽约，未按约定参与此次增发；

3、本次非公开发行共募集资金47亿元，参与对象禁售期36个月。

公告点评：

➤ **大股东高溢价（42.94%）、高比例（74.47%）参与此次定增，彰显对公司未来发展前景的强大信心。**此前市场一直担心公司能否按时完成此次定增，尽管新华人寿最终爽约，但大股东出资35亿元（占本次定增74.47%的比例），以12.15元/股的价格参与此次定增（较前一日收盘价8.50元/股溢价42.94%），体现了其对公司中长期发展的信心，其意义要大于普通的二级市场增持行为。

➤ **募集资金的缩水对公司募投项目影响不大，募投项目的推进将助力公司快速增长。**本次定增的募投项目主要有连锁店发展、物流平台建设、信息平台升级及补充流动资金，原拟分别投入资金17.87亿元、29.5亿元、2.22亿元和5.5亿元（共55亿元），新华人寿爽约后，募集资金缩水至47亿元，公司表示“募集资金不足部分由公司以自有资金解决”，我们认为对于一个账上拥有愈200亿现金（2012年一季度末）的企业来说，顺利推进募投项目的难度不大。

➤ **本次定增完成后，公司的家电零售龙头地位将进一步巩固。**①本次募投项目的一个重要内容为推动公司连锁网络拓展，此次增发完成后将有助于苏宁保持其在实体店经营上的领先优势；②本次募投项目的另一个重要内容是物流平台和信息平台的建设（公司对这2方面更加重视），它们将不仅能提升公司实体店的竞争实力，也为苏宁易购的快速发展奠定了坚实基础。

➤ **盈利预测及投资建议：**短期看，公司受经济下行以及发力苏宁易购所带来的毛利率下降、费用率上升等因素影响，业绩将承受较大压力；中长期看，公司发展战略清晰，具备可持续成长动力。按增发后股本计算，公司12-14年EPS分别为0.70、0.83、0.96元，现价对应PE为12、10、8.8倍，“强烈推荐”！

➤ **风险提示：**同店增速大幅下降、租金上涨明显、苏宁易购销售额不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	93889	113605	138598	166318
收入同比(%)	24%	21%	22%	20%
归属母公司净利润	4821	5202	6156	7107
净利润同比(%)	20%	8%	18%	15%
毛利率(%)	18.9%	18.9%	19.1%	19.2%
ROE(%)	21.6%	19.4%	18.6%	17.7%
每股收益(元)	0.65	0.70	0.83	0.96
P/E	13.02	12.06	10.19	8.83
P/B	2.81	2.34	1.90	1.56
EV/EBITDA	5	6	5	4

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	43425	50568	63571	79461
现金	22740	30013	36570	47076
应收账款	1842	1520	2199	2708
其他应收款	382	689	1051	980
预付账款	3643	3430	4834	5743
存货	13427	14133	18042	21980
其他流动资产	1391	784	875	973
非流动资产	16361	15960	16778	17901
长期投资	555	648	665	623
固定资产	7347	7623	7550	7307
无形资产	4368	5516	7012	8860
其他非流动资产	4091	2171	1551	1111
资产总计	59786	66528	80349	97361
流动负债	35638	38290	45727	55449
短期借款	1666	661	882	1069
应付账款	8526	10010	12374	14827
其他流动负债	25447	27619	32471	39552
非流动负债	1118	580	708	768
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1118	580	708	768
负债合计	36756	38870	46435	56217
少数股东权益	702	798	896	1019
股本	6996	7383	7383	7383
资本公积	517	517	517	517
留存收益	14800	18953	25108	32215
归属母公司股东权益	22328	26860	33018	40126
负债和股东权益	59786	66528	80349	97361

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	6589	9284	7041	11016
净利润	4886	5298	6254	7229
折旧摊销	972	925	959	979
财务费用	-403	-996	-1311	-1649
投资损失	-152	-81	-117	-99
营运资金变动	1026	4391	1110	4504
其他经营现金流	260	-253	146	52
投资活动现金流	-5990	-1217	-2016	-2347
资本支出	6094	22	22	22
长期投资	-190	-122	61	0
其他投资现金流	-87	-1317	-1933	-2325
筹资活动现金流	679	-793	1532	1837
短期借款	1348	-1005	220	188
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	387	0	0
资本公积增加	-138	0	0	0
其他筹资现金流	-530	-176	1312	1649
现金净增加额	1273	7273	6557	10506

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	93889	113605	138598	166318
营业成本	76105	92087	112162	134370
营业税金及附加	370	461	561	648
营业费用	9367	12269	15246	18794
管理费用	2089	2840	3742	4657
财务费用	-403	-996	-1311	-1649
资产减值损失	70	59	68	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	152	81	117	99
营业利润	6444	6966	8247	9532
营业外收入	118	101	97	105
营业外支出	88	84	91	88
利润总额	6473	6983	8253	9549
所得税	1587	1685	1999	2320
净利润	4886	5298	6254	7229
少数股东损益	65	96	98	122
归属母公司净利润	4821	5202	6156	7107
EBITDA	7013	6896	7895	8861
EPS (元)	0.69	0.70	0.83	0.96

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.3%	21.0%	22.0%	20.0%
营业利润	18.6%	8.1%	18.4%	15.6%
归属于母公司净利润	20.2%	7.9%	18.3%	15.5%
盈利能力				
毛利率	18.9%	18.9%	19.1%	19.2%
净利率	5.1%	4.6%	4.4%	4.3%
ROE	21.6%	19.4%	18.6%	17.7%
ROIC	217.2	-204.1	-196.1	-96.7%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	58.4%	57.8%	57.7%
净负债比率	4.86%	1.70%	1.90%	1.90%
流动比率	1.22	1.32	1.39	1.43
速动比率	0.84	0.95	0.99	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.81	1.80	1.89	1.87
应收账款周转率	62	66	73	66
应付账款周转率	9.91	9.94	10.02	9.88
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.70	0.83	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.26	0.95	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.64	4.47	5.43
估值比率				
P/E	13.02	12.06	10.19	8.83
P/B	2.81	2.34	1.90	1.56
EV/EBITDA	5	6	5	4

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士，通过 CFA 二级考试，1 年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011 年加盟中投证券。

重点覆盖公司：海宁皮城、海印股份、永辉超市、苏宁电器、小商品城、农产品、华联综超、吉峰农机等。

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳，百货零售行业分析师，中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所，3 年机构销售从业经验，1 年行业研究经验。

免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434