

专业连锁**署名人：樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

6-12个月目标价：9.80元

当前股价：6.16元

评级调整：调高

基本资料

上证综合指数	2033.19
总股本(百万)	6996
流通股本(百万)	5434
流通市值(亿)	329
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	-1.63	-30.54	-43.85
商业贸易	-3.86	-15.04	-20.09
沪深300指数	-3.77	-11.81	-13.22

**相关报告**

苏宁电器_定增尘埃落定，前景长期看好

2012-07-09

苏宁电器**002024****强烈推荐****苏宁并购红孩子：优势互补，结局双赢**

公司公告：苏宁易购9月24日签署《收购协议》，拟以6600万美元的价格，全面收购红孩子公司在中国国内以“红孩子”、“缤购”等品牌开展的母婴、化妆品等产品的销售业务、品牌与相关资产。

投资要点：

- 本次收购，双方优势互补，结局双赢，最后效果有望“1+1>2”。
- 1、对于苏宁易购来说：①时间非常关键，如果自己做大母婴用品，需要2-3年时间（这对于急于长大的易购而言，显然没有足够时间等待），通过并购红孩子，易购实现了在母婴、化妆品方面的快速切入，丰富了产品品类和SKU，缩短了新品类的培育时间，有效提升了公司市场规模；②通过对接红孩子的专业技术、人才团队，将给苏宁在百货类供应链管理能力、客户研究能力、市场推广能力与服务保障能力方面带来帮助，持续优化其购物体验；
- 2、对于红孩子来说：①借助苏宁易购领先的仓储配送网络和市场推广资源，自身成本能够有效降低，同时背靠苏宁这棵大树，公司可以突破资金、物流方面的瓶颈，快速提升其规模和利润；②红孩子的客户群体以中青年女性为主，这与易购现在以男性为主的用户群体形成了有效补充；③借助苏宁线下零售渠道，红孩子也将进一步拓展其线下市场，此外苏宁实体店的运营效率以及用户体验也将有效提升。
- 收购价格合理，风投折价出售。本次收购价6600万美元(折合人民币约4.16亿元)，相对于红孩子2012年预计销售额10-10.5亿元来说，市销率0.40-0.42，价格较为合理。此外，红孩子过往四轮融资共融资约8000万美元，此次以6600万美元售出，苏宁支付的对价也不高（红孩子发展到今天，总共投入的资金也大于5亿元）。
- 并购红孩子打响了苏宁电商整合的第一枪。一方面，“超电器化”是苏宁易购的既定战略，公司已经明确将通过战略合作、参股、并购等多种方式快速实现品类扩张；另一方面，目前海外资本市场趋冷，垂直类电商上市已非常困难，加之目前行业恶性竞争加剧，被大平台收购或许是不错的出路。**红孩子将不会是苏宁的最后一个。**
- 盈利预测及投资建议：公司12-14年EPS分别为0.52、0.58、0.67元，维持“短期内苏宁的投资机会不在于业绩（近2年业绩增速都将较慢），而在于电子商务的格局出现利于苏宁的变化”观点，强烈推荐！目标价9.8元。
- 风险提示：并购后双方的整合能否顺利、线下同店增速大幅下降，线上增长缓慢

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	93889	107972	124168	149001
收入同比(%)	24%	15%	15%	20%
归属母公司净利润	4821	4007	4506	5234
净利润同比(%)	20%	-17%	12%	16%
毛利率(%)	18.9%	17.7%	17.8%	18.1%
ROE(%)	21.6%	13.2%	12.9%	13.1%
每股收益(元)	0.62	0.52	0.58	0.67
P/E	10.33	12.43	11.05	9.52
P/B	2.23	1.64	1.43	1.24
EV/EBITDA	4	5	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				
现金	43425	52768	61551	74618
应收账款	22740	32932	36952	45160
其他应收款	1842	1445	1970	2426
预付账款	382	655	941	878
存货	3643	3311	4398	5216
其他流动资产	13427	13642	16415	19964
	1391	784	875	973
非流动资产				
长期投资	16361	15960	16778	17901
固定资产	555	648	665	623
无形资产	7347	7623	7550	7307
其他非流动资产	4368	5516	7012	8860
资产总计	4091	2171	1551	1111
	59786	68727	78329	92519
流动负债				
短期借款	35638	37073	41967	50771
应付账款	1666	661	882	1069
其他流动负债	8526	9662	11258	13468
长期借款	25447	26750	29827	36234
	1118	580	708	768
非流动负债				
少数股东权益	0	0	0	0
其他非流动负债	1118	580	708	768
负债合计	36756	37653	42675	51539
	702	776	848	938
股本	6996	7770	7770	7770
资本公积	517	4763	4763	4763
留存收益	14800	17757	22264	27497
归属母公司股东权益	22328	30298	34807	40041
负债和股东权益	59786	68727	78329	92519

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
净利润	6589	7509	4436	8749
折旧摊销	4886	4080	4578	5324
财务费用	972	925	959	979
投资损失	-403	-1056	-1380	-1617
营运资金变动	-152	-81	-117	-99
其他经营现金流	1026	3901	262	4114
	260	-260	133	50
投资活动现金流				
资本支出	-5990	-1217	-2016	-2347
长期投资	6094	22	22	22
其他投资现金流	-190	-122	61	0
	-87	-1317	-1933	-2325
筹资活动现金流				
短期借款	679	3900	1601	1805
长期借款	1348	-1005	220	188
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	774	0	0
其他筹资现金流	-138	4246	0	0
	-530	-115	1380	1617
现金净增加额	1273	10192	4020	8208

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	93889	107972	124168	149001
营业成本	76105	88890	102046	122047
营业税金及附加	370	438	503	581
营业费用	9367	11661	13658	16837
管理费用	2089	2699	3353	4172
财务费用	-403	-1056	-1380	-1617
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	5362	6036	7015
营业外收入	118	101	97	105
营业外支出	88	84	91	88
利润总额	6473	5379	6041	7032
所得税	1587	1298	1463	1708
净利润	4886	4080	4578	5324
归属于母公司净利润	7013	5231	5615	6376
EBITDA	4821	4007	4506	5234
EPS (元)	0.69	0.52	0.58	0.67

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.3%	15.0%	15.0%	20.0%
营业利润	18.6%	-16.8%	12.6%	16.2%
归属于母公司净利润	20.2%	-16.9%	12.5%	16.1%
盈利能力				
毛利率	18.9%	17.7%	17.8%	18.1%
净利率	5.1%	3.7%	3.6%	3.5%
ROE	21.6%	13.2%	12.9%	13.1%
ROIC	217.2%	-189.7	-266.9	-92.4%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	54.8%	54.5%	55.7%
净负债比率	4.86%	1.76%	2.07%	2.08%
流动比率	1.22	1.42	1.47	1.47
速动比率	0.84	1.05	1.07	1.07
营运能力				
总资产周转率	1.81	1.68	1.69	1.74
应收账款周转率	62	64	71	66
应付账款周转率	9.91	9.77	9.76	9.87
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.52	0.58	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.97	0.57	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.90	4.48	5.15
估值比率				
P/E	10.33	12.43	11.05	9.52
P/B	2.23	1.64	1.43	1.24
EV/EBITDA	4	5	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、文峰电器、友谊股份、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

本报告由中国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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

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

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

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