



持有

10% ↑

目标价格: 人民币 6.75

目标价格: 买入 原先目标价: 人民币 18.00

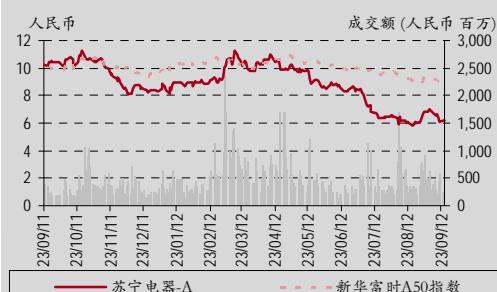
002024.CH

价格: 人民币 6.16

目标价格基础: 15 倍 12 年每股收益

板块评级: 中立

股价表现



	今年至今 (%)	1月 (%)	3月 (%)	12月 (%)
		个月	个月	个月
绝对	(26)	3	(25.9)	(40.0)
相对新华富时 A50 指数	(22)	5	(16.2)	(27.4)
发行股数(百万)		7,383		
流通股(%)		74		
流通股市值(人民币 百万)		45,480		
3个月日均交易额(人民币 百万)		479		
净负债比率(%) (2012E)			净现金	
主要股东(%)				
张近东		26		

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 9 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售及百货

刘都*

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*路晖为本报告重要贡献者

苏宁电器

苏宁电器 6,600 万美金收购红孩子

苏宁电器公告其以 6,600 万美元收购母婴用品垂直电商红孩子, 收购后将全面整合、资源共享, 运营相对独立。我们认为红孩子能给苏宁易购带来的是 750 万的用户群体和采购以及销售团队, 可使苏宁易购快速扩充母婴以及女性百货品类的销售规模并为其旗下其他品类带来部分流量, 但对于苏宁易购缺乏的“互联网基因”, 在红孩子创业团队相继离开后, 可能并不能对苏宁带来很大帮助。我们认可苏宁易购收购垂直电商平台的战略, 但对其收购红孩子这一平台持谨慎看法。由于投行财务顾问原因, 我们处于静默期至今, 这期间市场环境发生了较大的变化。我们下调公司 12-14 年的盈利预测为每股收益 0.45、0.38、0.35 元/股, 给予 12 年 15 倍市盈率, 我们计算得出目标价格 6.75 元/股, 评级下调为持有。

支撑评级的要点

- 受到家电行业不景气和网购的冲击, 苏宁今年上半年实体门店同店增速下滑 10%。苏宁积极调整门店开店位置和定位, 未来线下着重于旗舰店和二三级门店网络的建设。
- 苏宁易购发力, 凭借家电和 3C 的供应商渠道优势, 打造全新网络营销品牌, 以此增进流量。易购发展方向为全品类综合平台, 目前除家电和 3C 外的品类在逐渐丰富中。
- 苏宁重视物流配送体系建设, 除原有大电配送体系外, 百货图书等小件商品的配送中心和拣选中心以及终端到户配送体系均在不断建设和完善中。
- 线上对线下的冲击和线上价格战的常态化导致线下和线上的毛利率未来均会在一定程度上有所下降。同时, 线上销售对线下实体销售带来分流。

评级面临的主要风险

- 家电需求受房地产不景气影响从持续时间和范围上超过预期。
- 线上价格战激烈程度超过预期。

估值

- 我们下调公司 12-14 年的盈利预测为每股收益 0.45、0.38、0.35 元/股, 给予 12 年 15 倍市盈率, 我们计算得出目标价格 6.75 元/股, 评级下调为持有。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	75,237	93,519	105,763	119,766	134,171
变动(%)	30	24	13	13	12
净利润(人民币 百万)	4,012	4,821	3,248	2,767	2,602
全面摊薄每股收益(人民币)	0.572	0.690	0.453	0.375	0.353
变动(%)	38.0	20.6	(34.4)	(77.2)	(5.9)
市场预期每股收益(人民币)			0.595	0.653	0.748
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.996	1.244	
调整幅度(%)	-	-	(54.5)	(69.8)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.572	0.690	0.453	0.375	0.353
变动(%)	38.0	20.6	(34.4)	(77.2)	(5.9)
全面摊薄市盈率(倍)	10.8	8.9	13.6	16.4	17.4
核心市盈率(倍)	10.8	8.9	13.6	16.4	17.4
每股现金流量(人民币)	0.55	0.94	0.95	1.03	1.01
价格/每股现金流量(倍)	11.1	6.5	6.5	6.0	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	4.7	2.8	2.6	2.2
每股股息(人民币)	0.100	0.150	0.066	0.056	0.053
股息率(%)	1.6	2.4	1.1	0.9	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

红孩子简介

红孩子成立于 2004 年，成立初期是母婴品类的目录零售商，后期进入互联网 B2C 领域，并将品类拓展至母婴产品、化妆品、食品、保健品、家居用品等领域，SKU 超过 8 万个。目前其拥有红孩子和缤购网两个平台，其 2012 年的销售额预计在 10-10.5 亿元（含税），两个平台各占一半，客单价在 300 元左右，拥有注册用户 750 万。

红孩子走过多元化发展的路径，在传媒、物流和金融方向都曾涉猎，传媒和金融服务都为红孩子带来了亏损，而曾经自建物流的物流运营方向也被第三方物流管理取代。

红孩子成立至今经历了 5 轮融资，融资额分别为 250 万美元、300 万美元、2,500 万美元、2,000 万美元和 2,000 万美元，投资人有凯鹏华盈、北极光、凯旋资本、纪源资本等。

红孩子的企业文化和竞争优势已逐渐丧失

红孩子的管理层在专注于母婴领域和走多元化道路问题上的分歧，以及管理层与投资人之间的分歧是阻碍红孩子发展的重要原因，使其多次错失发展转折点。红孩子的创业团队最初为 4 人，其中主管业务的李阳和杨涛分别于 2009 年和 2011 年离开，目前公司的管理团队除主要负责与资本方沟通方面工作的创始人徐沛欣外均为职业经理人。我们认为红孩子在运营方面的企业文化已经逐渐丧失，并且多元化的发展使其丧失了母婴品类的竞争优势。

苏宁易购收购红孩子价格较为合理

苏宁以 6,600 万美金收购红孩子，从资金额来看，与红孩子之前的 5 轮融资水平基本持平。根据红孩子 2012 年的销售规模计算，其收购的市销率在 0.4-0.42 倍。我们认为从价格上看，苏宁收购红孩子是较为合理的。

收购红孩子可快速增长苏宁母婴品类的销售规模并带来部分流量

红孩子拥有母婴品类的采购、管理和销售体系，以及品牌优势，同时还拥有自建物流的经验，这些为苏宁易购拓展其母婴品类运营带来帮助，红孩子 750 万的用户也可为苏宁易购其他品类带来流量，并增大女性消费群体。苏宁易购战略方向是做全品类电商平台，其在家电和 3C 以外的品类运营上尚缺乏足够的供应商体系和管理经验，但是苏宁的优势是公司内部的执行能力强，通过收购其弱势品类的垂直电商可以嫁接被收购者的供应体系和学习品类管理经验，我们认可苏宁易购依靠收购垂直电商平台快速拓展品类和增大流量的做法。

未来整合是关键

我们认为收购行为短期内可带来流量和品类销售规模，长期看，需要对被收购企业做好人员、运营体系、供应链等各方面进行整合，才能显现收购效果。这除了要求收购方有较为强劲的管理和执行能力外，也需要收购方有较为强势和进取的企业文化。在电商运营方面，苏宁易购的管理人才来自苏宁内部，尚没有形成互联网企业文化，而红孩子随着创业团队的离开已经丧失了企业文化，收购红孩子并不能为苏宁易购欠缺的“互联网基因”给予弥补，对于收购红孩子我们持谨慎态度。

盈利预测与估值

由于投行财务顾问原因，我们处于静默期至今，这期间市场环境发生了较大的变化。我们下调公司12-14年的盈利预测为每股收益0.45、0.38、0.35元/股，给予12年15倍市盈率计算得出目标价格6.75元/股，评级下调为**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	75,237	93,519	105,763	119,766	134,171
销售成本	(62,041)	(76,105)	(86,548)	(99,815)	(113,172)
经营费用	(7,537)	(10,484)	(12,713)	(14,257)	(15,632)
息税折旧前利润	5,659	6,931	6,501	5,694	5,367
折旧及摊销	(522)	(972)	(2,151)	(1,974)	(1,878)
经营利润(息税前利润)	5,136	5,958	4,350	3,719	3,489
净利润收入/(费用)	361	403	37	22	(2)
其他收益/(损失)	(95)	112	0	7	39
税前利润	5,402	6,473	4,386	3,749	3,526
所得税	(1,297)	(1,587)	(1,053)	(900)	(846)
少数股东权益	(94)	(65)	(86)	(82)	(78)
净利润	4,012	4,821	3,248	2,767	2,602
核心净利润	4,005	4,828	3,252	2,769	2,607
每股收益(人民币)	0.573	0.689	0.452	0.375	0.352
核心每股收益(人民币)	0.572	0.690	0.453	0.375	0.353
每股股息(人民币)	0.100	0.150	0.066	0.056	0.053
收入增长(%)	30	24	13	13	12
息税前利润增长(%)	37	16	(27)	(15)	(6)
息税折旧前利润增长(%)	35	22	(6)	(12)	(6)
每股收益增长(%)	39	20	(34)	(17)	(6)
核心每股收益增长(%)	38	21	(34)	(17)	(6)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,402	6,473	4,386	3,749	3,526
折旧与摊销	522	972	2,151	1,974	1,878
净利息费用	(361)	(403)	(37)	(22)	2
运营资本变动	(786)	1,026	684	2,492	2,471
税金	(1,297)	(1,587)	(1,053)	(900)	(846)
其他经营现金流	401	108	662	297	406
经营活动产生的现金流	3,881	6,589	6,795	7,591	7,437
购买固定资产净值	(4,680)	(6,094)	(3,685)	(4,236)	(4,613)
投资减少/增加	3	993	0	0	0
其他投资现金流	(984)	(890)	296	443	616
投资活动产生的现金流	(5,661)	(5,990)	(3,389)	(3,793)	(3,997)
净增权益	41	48	4,633	0	0
净增债务	318	1,348	503	723	858
支付股息	(236)	(717)	(1,049)	(487)	(415)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	123	679	4,087	236	443
现金变动	(1,656)	1,277	7,492	4,034	3,883
期初现金	13,325	11,676	22,747	30,239	34,274
公司自由现金流	(1,016)	1,362	3,538	3,960	3,621
权益自由现金流	(1,059)	2,349	3,945	4,544	4,296

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	19,352	22,740	30,239	34,274	38,156
应收账款	1,107	1,849	2,124	2,405	2,694
库存	9,474	13,427	15,927	18,035	20,204
其他流动资产	4,542	5,409	6,371	7,214	8,082
流动资产总计	34,476	43,425	54,660	61,928	69,136
固定资产	5,976	8,599	11,294	14,367	17,670
无形资产	1,310	4,595	4,371	3,560	2,992
其他长期资产	2,146	3,167	1,934	1,491	875
长期资产总计	9,432	16,361	17,599	19,417	21,537
总资产	43,907	59,786	72,259	81,345	90,673
应付帐款	21,116	29,143	32,888	37,930	43,005
短期债务	318	1,666	2,169	2,892	3,750
其他流动负债	3,100	4,829	5,773	6,305	6,973
流动负债总计	24,534	35,638	40,830	47,126	53,728
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	528	1,118	1,481	1,909	2,370
股本	6,996	6,996	7,383	7,383	7,383
储备	11,342	15,332	21,777	24,057	26,244
股东权益	18,338	22,328	29,160	31,440	33,627
少数股东权益	507	702	788	870	947
总负债及权益	43,907	59,786	72,259	81,345	90,673
每股帐面价值(人民币)	2.62	3.19	3.95	4.26	4.55
每股有形资产(人民币)	2.43	2.53	3.36	3.78	4.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.62)	(1.61)	(3.80)	(4.25)	(4.66)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.5	7.4	6.1	4.8	4.0
息税前利润率(%)	6.8	6.4	4.1	3.1	2.6
税前利润率(%)	7.2	6.9	4.1	3.1	2.6
净利率(%)	5.3	5.2	3.1	2.3	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	16.5	45.4	26.7	19.1
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	10.7	8.9	13.6	16.4	17.5
核心业务市盈率(倍)	10.8	8.9	13.6	16.4	17.4
目标价对应核心业务市	11.5	9.6	14.6	17.6	18.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	1.9	1.6	1.4	1.4
价格/现金流(倍)	11.1	6.5	6.5	6.0	6.1
企业价值/息税折旧前利	5.7	4.7	2.8	2.6	2.2
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	55.7	64.4	67.2	66.0	52.0
应收帐款周转天数	5.4	7.2	7.3	7.3	6.9
应付帐款周转天数	102.4	113.7	113.5	115.6	110.1
回报率					
股息支付率(%)	17.4	21.8	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	21.9	21.6	11.1	8.8	8.0
资产收益率(%)	8.9	7.5	4.6	3.5	3.1
已运用资本收益率(%)	n.a.	27.2	14.0	11.0	10.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371