

**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: 8.60元**

当前股价: 6.93元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2058.94
总股本(百万)	6996
流通股本(百万)	5434
流通市值(亿)	377
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	9.13	9.31	-28.61
商业贸易	0.20	-4.32	-21.48
沪深300指数	-2.50	-4.82	-14.86


**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\_苏宁并购红孩子: 优势互补, 结局双赢 2012-09-26

**苏宁电器**
**002024**
**强烈推荐**
**易购加速扩张是公司毛利率下降、费用率上升主因**
**——2012年三季报点评**

公司公告2012年三季报: 1、1-9月, 公司实现营业收入724.31亿元, 同比增7.11%, 实现归属净利润23.52亿元, 同比降31.28%, EPS 0.33元;

2、7-9月, 公司实现营业收入252.4亿元, 同比增7.89%, 实现归属净利润5.98亿元, 同比降36.92%, EPS 0.08元; 2012年业绩预测: 预计净利润同比降30% - 40%。

**投资要点:**

➤ **业绩略低于预期, 线下部分利润继续下滑, 线上部分销售额基本符合预期。**

**线下部分:** ①**营收:** 1-9月份, 公司营收同比增7.11%, 同店增速-10.11% (相比半年报的-10.38%, 略有好转), 原因主要是宏观经济尚未好转、公司门店的调整 (1-9月净关店17家) 以及渠道竞争的加剧; ②**毛利率:** 公司的综合毛利率同比下降0.28个百分点 (达到18.69%), 主要是受低毛利率的线上业务快速增长所致, 线下业务毛利率继续稳定增长; ③**费用率:** 1-9月期间费用率同比大幅增加2.49个百分点, 至13.96%, 主要是一次性的关店支出增加、员工人数增长以及易购大力促销所致; ④**净利率:** 同比下降1.81个百分点至3.25%, 主要是实体门店承压, 以及易购加大投入带来的费用率增加所致。

**线上部分:** 1-9月销售额95.56亿元, 同比增加134.27% (较半年报的同比增速106%有进一步加快), 显示公司今年8月以来开展的线上线下业务联动, 取得了明显的效果。其中**Q1-Q3单季销售额分别为19.2、33.6和42.8亿元, 销售规模及收入增速呈现明显的逐季加快趋势 (Q3环比增速为27%)**。我们预计全年苏宁易购销售额在170-180亿元。

➤ **四季度展望:** ①**营收:** 随着公司门店的调整优化, 可比门店销售增速将有所好转, 加之互联网业务的快速发展, **Q4公司销售收入将保持同比、环比增长态势**; ②**毛利率:** 线下业务将持续稳中有升, 线上部分由于即将于11、12月到来的电商大战 (预计公司将加大在价格、促销方面的投入), **整体毛利率将略有下降**。③**费用率:** 基于前三季度的门店调整、人员结构优化, **Q4费用率将基本稳定**。

➤ **盈利预测及投资建议:** 下调公司12-14年EPS至0.42、0.49、0.61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8.6元。**

➤ **风险提示:** 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	103277	118769	142523
收入同比(%)	24%	10%	15%	20%
归属母公司净利润	4821	3259	3784	4751
净利润同比(%)	20%	-32%	16%	26%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	18.4%	18.4%
ROE(%)	21.6%	11.0%	11.3%	12.5%
每股收益(元)	0.62	0.42	0.49	0.61
P/E	10.77	15.92	13.72	10.92
P/B	2.32	1.76	1.56	1.36
EV/EBITDA	4	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
<b>流动资产</b>	43425	50285	58167	70457
现金	22740	31411	34735	42329
应收账款	1842	1382	1885	2321
其他应收款	382	626	900	840
预付账款	3643	3141	4178	4970
存货	13427	12942	15594	19024
其他流动资产	1391	784	875	973
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	59786	66245	74945	88358
<b>流动负债</b>	35638	35352	40077	48596
短期借款	1666	661	882	1069
应付账款	8526	9166	10694	12833
其他流动负债	25447	25524	28501	34693
<b>非流动负债</b>	1118	580	708	768
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1118	580	708	768
<b>负债合计</b>	36756	35932	40785	49364
少数股东权益	702	762	823	905
股本	6996	7770	7770	7770
资本公积	517	4763	4763	4763
留存收益	14800	17010	20794	25545
归属母公司股东权益	22328	29551	33337	38089
<b>负债和股东权益</b>	59786	66245	74945	88358

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	6589	6409	4311	8778
净利润	4886	3319	3844	4833
折旧摊销	972	925	959	979
财务费用	-403	-716	-925	-1074
投资损失	-152	0	0	0
营运资金变动	1026	3148	301	3991
其他经营现金流	260	-267	132	49
<b>投资活动现金流</b>	-5990	-1299	-2133	-2446
资本支出	6094	22	22	22
长期投资	-190	-122	61	0
其他投资现金流	-87	-1398	-2050	-2424
<b>筹资活动现金流</b>	679	3560	1146	1261
短期借款	1348	-1005	220	188
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	774	0	0
资本公积增加	-138	4246	0	0
其他筹资现金流	-530	-455	926	1073
<b>现金净增加额</b>	1273	8671	3325	7593

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
<b>营业收入</b>	93889	103277	118769	142523
营业成本	76105	84326	96939	116299
营业税金及附加	370	419	481	556
营业费用	9367	12269	14110	16746
管理费用	2089	2561	3029	3563
财务费用	-403	-716	-925	-1074
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	0	0	0
<b>营业利润</b>	6444	4359	5067	6367
营业外收入	118	101	97	105
营业外支出	88	84	91	88
<b>利润总额</b>	6473	4375	5073	6384
所得税	1587	1056	1229	1551
<b>净利润</b>	4886	3319	3844	4833
少数股东损益	65	60	60	82
<b>归属母公司净利润</b>	4821	3259	3784	4751
EBITDA	7013	4568	5101	6272
<b>EPS (元)</b>	0.69	0.42	0.49	0.61

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.3%	10.0%	15.0%	20.0%
营业利润	18.6%	-32.4%	16.3%	25.7%
归属于母公司净利润	20.2%	-32.4%	16.1%	25.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.9%	18.4%	18.4%	18.4%
净利率	5.1%	3.2%	3.2%	3.3%
ROE	21.6%	11.0%	11.3%	12.5%
ROIC	217.2	-287.3	-522.5	-112.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.5%	54.2%	54.4%	55.9%
净负债比率	4.86%	1.84%	2.16%	2.17%
流动比率	1.22	1.42	1.45	1.45
速动比率	0.84	1.05	1.06	1.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.81	1.64	1.68	1.75
应收账款周转率	62	63	71	66
应付账款周转率	9.91	9.53	9.76	9.89
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.42	0.49	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.82	0.55	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.80	4.29	4.90
<b>估值比率</b>				
P/E	10.77	15.92	13.72	10.92
P/B	2.32	1.76	1.56	1.36
EV/EBITDA	4	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、文峰股份、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	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