



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

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001  
(8621) 2032 8511  
du.liu@ bocichina.com

\*路晖为本报告重要贡献者

# 苏宁电器 2012 年三季报点评

## 业绩简介, 三季报业绩符合预期

2012 年前三季度苏宁电器(002024.CH/人民币 6.68, 持有)实现营业收入 724.31 亿元、同比增长 7.11%, 归属于上市公司股东的净利润 23.52 亿元、同比下降 31.28%, 每股收益 0.33 元, 扣非后净利润 23.19 亿, 同比下滑 32.45%, 每股收益 0.31 元。其中第三季度营业收入同比增长 7.89%, 归母净利润同比下滑 36.92%, 每股收益 0.08 元, 扣非后净利润同比下滑 40.82%。

图表 1.前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比(%)
营业收入	67,625.50	72,431.47	7.11
营业成本	54,979.94	59,083.33	7.46
毛利额	12,645.56	13,348.14	5.56
销售费用	6,681.14	8,566.16	28.21
管理费用	1,385.64	1,706.11	23.13
息税前利润	4,324.60	2,842.41	(34.27)
财务费用	(309.05)	(168.56)	(45.46)
净利润	3,492.79	2,268.13	(35.06)
归母净利润	3,422.41	2,351.99	(31.28)
每股收益(元)	0.49	0.33	(32.11)
扣非后净利润	3,432.47	2,318.69	(32.45)
扣非后每股收益(元)	0.49	0.31	(35.99)

资料来源: 公司数据, 中银国际

图表 2.第三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 第三季度	2012 年 第二季度	2012 年 第三季度	同比(%)	环比(%)
营业收入	23,394.34	24,550.05	25,240.40	7.89	2.81
营业成本	18,994.97	20,053.86	20,717.55	9.07	3.31
毛利额	4,399.37	4,496.19	4,522.85	2.81	0.59
销售费用	2,710.56	2,859.84	3,205.94	18.28	12.10
管理费用	529.79	477.99	572.39	8.04	19.75
息税前利润	1,076.20	1,053.76	666.26	(38.09)	(36.77)
财务费用	(72.98)	71.89	(99.02)	35.68	(237.74)
净利润	964.20	768.56	588.76	(38.94)	(23.39)
归母净利润	947.96	803.03	597.93	(36.92)	(25.54)
每股收益(元)	0.14	0.11	0.08	(41.02)	(25.36)
扣非后净利润	938.48	782.94	586.07	(37.55)	(25.14)
扣非后每股收益(元)	0.13	0.11	0.08	(40.82)	(29.07)

资料来源: 公司数据, 中银国际

公司去年同期首次对日本 LAOX 并表，并将前期持有的相应股份作为投资收益，由于 LAOX 的经营是持续的，今年也有此部分收入和利润，我们调整去年的扣非后净利润，加回这笔投资收益，所以今年 3 季度单季度的扣非后净利润增速下滑至约 41%。

### 线下门店调整力度加大，同店增速下滑幅度收窄

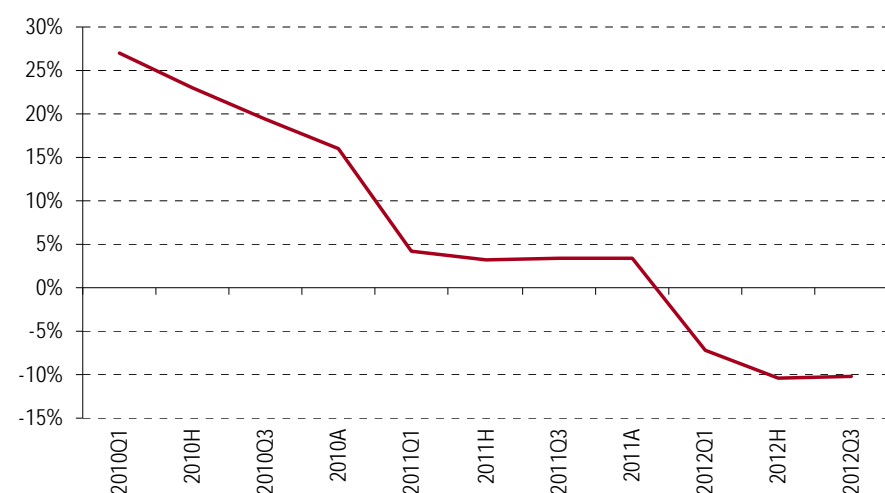
公司今年明确其战略，线上和线下协同融合发展。线下今年的经营重点在门店调整，一二线城市做 Expo 和广场店，关闭无效的社区门店，三四线城市做地区旗舰店。我们汇总了苏宁各季度单季的开店和关店数据，可以看到，3 季度开设 37 家门店的同时加大了关店幅度，单季度关店达到 59 家。与此同时，从季度的同店增速情况来看，前三季度同店增速为下滑 10.11%，较上半年下滑 10.38% 的水平有轻微的收窄，公司整体单季度的收入增速有轻微回升，公司门店数据没有再恶化，但是是否门店调整已见成效，我们认为还需要观察。

图表 3. 公司 2010 年第三季度以来大陆门店店数汇总

期间汇总	2010 年 前 3 季度	2010 年	2011 年 第 1 季度	2011 年 上半年	2011 年 前 3 季度	2011 年	2012 年 第 1 季度	2012 年 上半年	2012 年 前 3 季度
常规店	1,103	1,187	1,219	1,311	1,390	1,532	1,531	1,551	1,543
旗舰店	204	239	249	286	311	333	332	340	336
中心店	340	364	375	405	414	437	431	437	431
社区店	559	584	595	620	665	762	768	774	776
县镇店	95	114	119	128	132	134	128	123	110
精品店	8	10	10	12	15	17	15	13	10
乐购士						1	1	2	4
合计	1,206	1,311	1,348	1,451	1,537	1,684	1,675	1,689	1,667
单季度新增	2010 年 第 3 季度	2010 年 第 4 季度	2011 年 第 1 季度	2011 年 第 2 季度	2011 年 第 3 季度	2011 年 第 4 季度	2012 年 第 1 季度	2012 年 第 2 季度	2012 年 第 3 季度
常规店	87	90	39	95	88	143	22	51	35
县镇店	46	19	5	11	2	7	4	1	0
精品店	3	2	0	2	2	3	0	0	0
乐购士						1	0	1	2
新增合计	136	111	44	108	92	154	26	53	37
置换/关闭	5	6	7	5	6	7	35	39	59
净增加	131	105	37	103	86	147	(9)	14	(22)

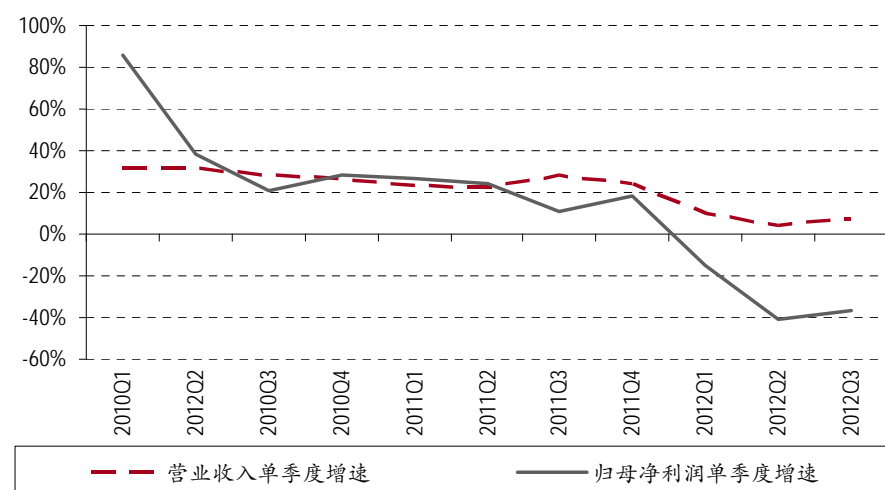
资料来源：公司数据，中银国际

图表 4.公司 2010 年以来同店增速



资料来源：公司数据，中银国际

图表 5.公司 2010 年以来单季度收入和利润增速



资料来源：公司数据，中银国际

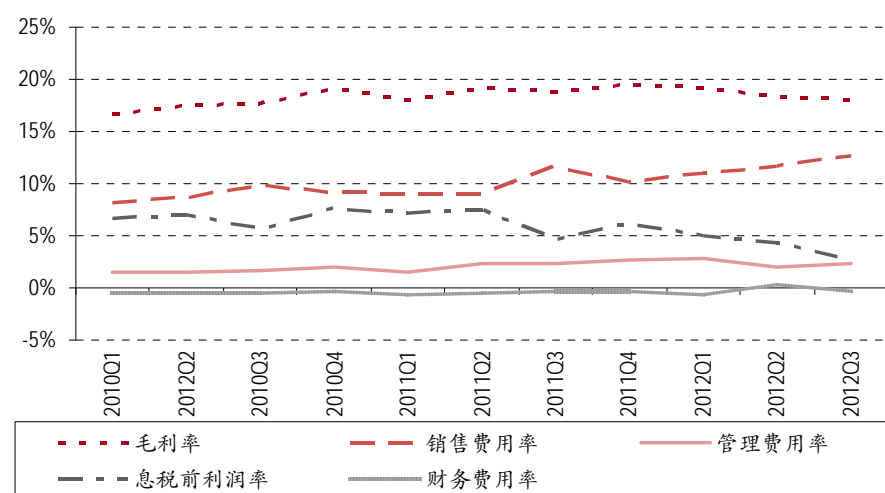
### 易购开始发力，收入季度环比提升较快

苏宁易购前三季度单季度分别录得 19.23、33.57、42.76 亿元的收入，2 季度和 3 季度的环比提升分别为 74.57%和 27.38%。今年以来，我们看到苏宁从去年提出“沃尔玛+亚马逊”的战略愿景后，开始做出实质性的线上线下融合调整措施，除了上面提到的线下门店的调整外，线上业务积极吸收专业人才和通过并购进入母婴品类的经营、易购的信息系统架构和物流体系在不断完善中，管理层同时制定出了线上线下融合的新商业模式的详细实施计划（具体计划见我们 10 月 15 日出版的《战略转型，拭目以待——苏宁电器 10 月 10-11 日业绩交流会纪要》）。

### 关店支出增加使得费用率上升，导致息税前利润率下降

公司3季度2.64%的单季息税前净利率，是2010年以来单季的最低水平。这一方面是由于单季度毛利率较去年同期下降0.89个百分点，一方面源于销售和管理费用率较去年同期分别提高1.11和0.1个百分点。今年公司关闭门店累积达到133家，占已开业门店总数的8%，其中3季度单季关店占关店总数的44%。公司电商业务8月进行了线上线下联动，这两方面使得公司销售费用单季度增长18.28%。

图表 6.公司 2010 年以来各单季度毛利率、费用率和利润率情况



资料来源：公司数据，中银国际

图表 7.公司 2011 年以来的各项财务比率汇总

	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 4 季度	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度	2011 年 前三季度	2012 年 上半年	2012 年 前三季度
毛利率(%)	18.07	19.14	18.81	19.56	19.12	18.31	17.92	18.70	18.70	18.43
销售费用率(%)	8.99	8.96	11.59	10.23	11.04	11.65	12.70	9.88	11.36	11.83
管理费用率(%)	1.55	2.27	2.26	2.68	2.90	1.95	2.27	2.05	2.40	2.36
财务费用率(%)	(0.59)	(0.48)	(0.31)	(0.36)	(0.62)	0.29	(0.39)	(0.46)	(0.15)	(0.23)
营业利润率(%)	7.43	7.89	5.41	6.79	5.33	3.96	2.88	6.89	4.62	4.01
息税前利润率(%)	7.14	7.52	4.60	6.22	4.96	4.29	2.64	6.39	4.61	3.92
实际税率(%)	25.20	24.79	24.66	23.58	24.64	22.75	21.25	24.89	23.79	23.14
净利率(%)	5.54	5.87	4.12	5.30	4.02	3.13	2.33	5.16	3.56	3.13
归属于母公司的净利率(%)	5.46	5.72	4.05	5.32	4.20	3.27	2.37	5.06	3.72	3.25
经营活动现金流比净利润	(1.58)	1.49	1.80	3.29	(0.81)	(1.45)	7.62	0.58	(1.10)	1.16
流动比率	1.45	1.39	1.28	1.22	1.23	1.20	1.28	1.28	1.20	1.28
负债率(%)	54.58	55.37	59.54	61.48	57.93	58.16	57.49	59.54	58.16	57.49
存货周转天数	48.42	43.40	58.47	60.98	62.56	56.44	64.51	59.72	61.33	69.09
应收账款周转天数	5.25	5.23	5.56	5.69	6.04	3.84	3.95	5.06	5.19	5.95
应付账款周转天数	111.93	102.07	121.55	124.71	133.71	117.28	127.43	122.26	129.74	140.18
现金周转天数	(58.26)	(53.44)	(57.53)	(58.04)	(65.12)	(57.00)	(58.97)	(57.49)	(63.22)	(65.14)

资料来源：公司数据，中银国际

## 剔除易购后毛利率维持平稳，净利率下降较多

由于易购的毛利率今年只有 5-6%（去年为 7% 左右），远低于线下 20% 左右的毛利水平，易购将苏宁整体的毛利率拉低。我们以 5.5% 粗略作为易购的毛利率，可粗略计算出剔除易购后的毛利率水平，今年前三季度各单季度基本维持在 20.4% 左右，较去年全年水平为高。我们认为这与苏宁线上与线下统一采购和大力推进独家产品、定制包销产品，以提高毛利率有关。易购去年和今年大致净利率均在 -1%，剔除易购后公司净利润率较整体有所上升，但是剔除后仍呈现单季度净利率持续下降态势，这与公司今年引入人才、发展联动促销宣传、关店、发展物流等多种因素相关。

我们认为在短期内电商行业对传统零售业的冲击仍在持续，消费者会有渠道分流，而线上线下价格体系尚未行成稳定格局，苏宁的毛利率和净利率水平可能仍会处于下行阶段。

图表 8. 剔除易购后的毛利率和净利率测算

	2011A	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度	2012 年 前三季度
易购税前收入(人民币, 百万)	5,900	1,923	3,357	4,276	9,556
易购毛利率(%)	7	5.5	5.5	5.5	5.5
易购净利率(%)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
易购税前毛利额(人民币, 百万)	413	106	185	235	526
扣除增值税后收入(人民币, 百万)	5,840	1,908	3,330	4,242	9,480
易购净利润(人民币, 百万)	(58)	(19)	(33)	(42)	(95)
剔除易购后的毛利率(%)	19.73	20.37	20.33	20.43	20.38
整体毛利率(%)	18.94	19.12	18.31	17.92	18.43
剔除易购后的净利率(%)	5.62	4.48	3.78	3.01	3.75
整体净利率(%)	5.20	4.02	3.13	2.33	3.13

资料来源：公司数据，中银国际

注：增值税粗略用 17% 计算

## 警惕经营效率的持续下降

公司去年下半年以来存货周转天数持续上升，3 季度单季达到 65 天，是单季度最高水平。线上线下协同采购、物流和库存，要求公司对于各品类的库存分配有重新的规划。公司战略涉及进入其他如母婴、家居品类的经营，以及涉及对专业品类的延伸如定制手机和应用软件等，对公司库存提出了更高的要求，非一朝一夕能够解决。我们认为公司短期内经营效率不会有较大改善，我们对此将持续关注。

**公司预计全年归母净利润下降区间为 30-40% 之间，对应每股收益为 0.39-0.46 元。**

## 维持持有评级

我们认为苏宁处于战略调整期，经营管理有了明显改善，机遇与挑战共存，我们维持**持有**评级，维持 12-14 年的盈利预测为每股收益 0.45、0.38、0.35 元，给予 12 年 15 倍市盈率，目标价格 6.75 元/股。

## 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。所有本报告期内使用的商标、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