

不惊喜，不悲观

增持 维持

- **三季报摘要。**2012 年 3 季度公司实现营业收入 252.40 亿元，同比增长 7.89%，归属于上市公司股东的净利润 5.98 亿元，同比下滑 36.92%。3 季度摊薄每股收益 0.0824 元。1-3 季度，公司营业收入 724.31 亿元，同比增加 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%。1-3 季度公司摊薄每股收益 0.332 元。
- **今年 3 季度毛利率较去年同期下降 0.89 个百分点至 17.92%，主要由低毛利线上业务快速增长所致。**公司线下业务进一步深化差异化采购，自营商品占比提高，毛利率保持稳定增长；但由于今年低毛利率的线上业务促销力度大，增速较快，拉低了公司综合毛利率。预计随着第 4 季度线上业务持续高速增长，公司毛利率将进一步下降。
- **3 季度销售费用率较去年同期大幅上升 1.11 个百分点至 12.70%，管理费用率上升 0.31 个百分点至 5.07%。**公司销售费用率环比来看继续呈现上升趋势，但较去年同期费用率差额较前两季度有所收窄。公司费用率上升主要由于引进较多的应届大学毕业生及电子商务人员。此外，电子商务业务的广告宣传、促销等各项投入持续增加；8 月开展的线上线下业务联动也带动费用进一步增长。我们判断 4 季度公司销售费用率仍将保持高位。
- **3 季度净关闭门店 22 家，其中县镇店关闭幅度最大。**3 季度，公司关闭门店 22 家，其中县镇店关闭 13 家，中心店关闭 6 家，旗舰店关闭 4 家，仅社区店和乐购仕持续增加，显示出公司门店定位转型明显。
- **可比门店增速下滑趋势放缓，1-3 季度负增长 10.11%。**公司同店负增长下滑幅度得到一定控制，3 季度单季下滑幅度应明显小于 2 季度。
- **苏宁易购持续发力，全年预计 150 亿元含税收入。**易购 3 季度收入单季同比增长 183%，达 42.76 亿元，同比增速不断提高，我们认为苏宁易购的增长仍有较大潜力，值得进一步期待。
- **盈利预测：**我们认为目前公司估值较为合理，3 季报虽无明显超预期的惊喜，但也不宜过度悲观，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.51、0.46 及 0.56 元，对应 12 年 PE13X，维持“增持”评级。

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	75505	93,889	96,236	110,671	132,805
增长率	29.51%	24.35%	2.50%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润	4012	4821	3798	3419	4124
增长率	38.82%	20.16%	-21.22%	-9.98%	20.64%
每股收益	0.570	0.653	0.514	0.463	0.559
PE	11.68	10.20	12.96	14.38	11.91

消费服务研究组

高级分析师：

陈炫如（陈旭）(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

研究助理：

姜天骐

电话：010-8801 3525

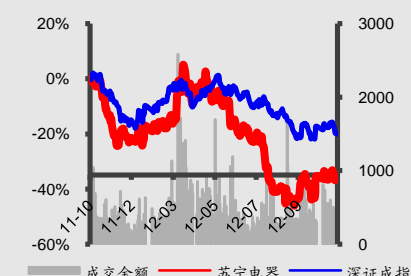
Email: jiangtianjiao@hysec.com

邓锐

电话：010-8808 5986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	6.66
52 周内高 (前复权)	11.16
52 周内低 (前复权)	5.57
总市值(亿元)	493
流通市值(亿元)	363
总股本(百万股)	7383
A 股(百万股)	7383
—已流通(百万股)	5437
—限售股(百万股)	946

资料来源：宏源证券

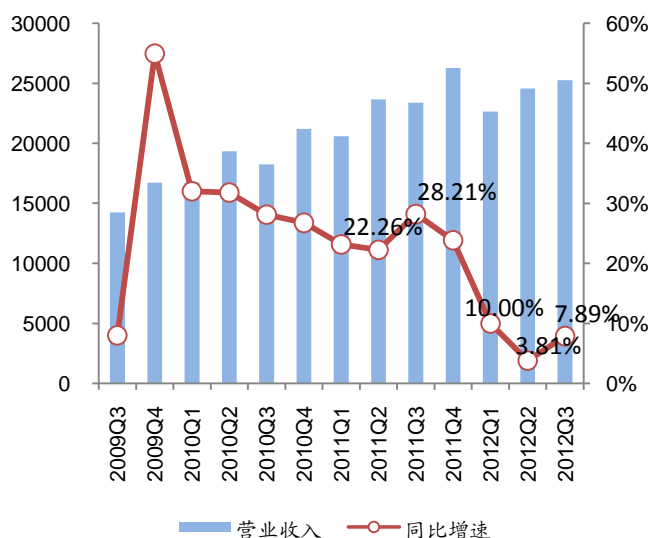
相关研究

1、苏宁电器：痛苦但仍需坚持的渠道转型
2012/08/07

表 1:苏宁电器损益表拆分指标

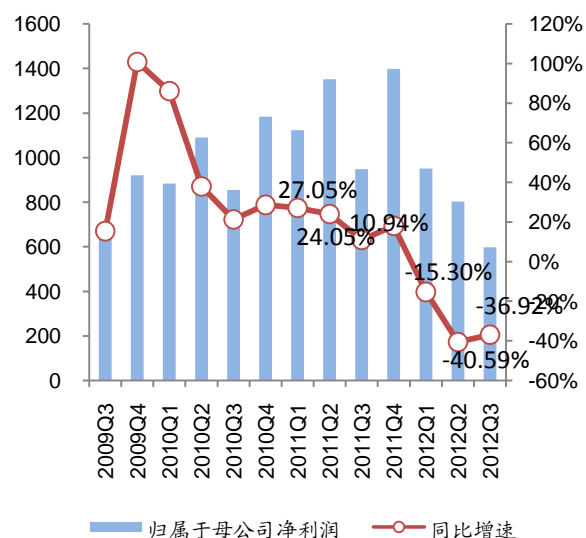
单位: 百万元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	20583.10	23648.06	23394.34	26263.08	22641.02	24550.05	25240.40
同比增速	23.16%	22.26%	28.21%	23.86%	10.00%	3.81%	7.89%
营业成本	16863.75	19121.22	18994.97	21124.71	18311.92	20053.86	20717.55
同比增速	20.98%	19.76%	26.54%	23.36%	8.59%	4.88%	9.07%
销售毛利率	18.07%	19.14%	18.81%	19.56%	19.12%	18.31%	17.92%
营业税金及附加	79.56	91.80	82.82	115.57	50.60	104.60	78.26
同比增速	136.42%	33.51%	2.96%	35.53%	-36.40%	13.94%	-5.51%
销售费用	1850.59	2119.99	2710.56	2686.20	2500.38	2859.84	3205.94
同比增速	34.96%	26.24%	50.40%	37.31%	35.11%	34.90%	18.28%
管理费用	319.07	536.78	529.80	702.99	655.73	477.99	572.39
同比增速	32.96%	89.20%	66.15%	72.41%	105.52%	-10.95%	8.04%
财务费用	-122.13	-113.94	-72.99	-94.18	-141.43	71.89	-99.02
同比增速	32.82%	10.56%	-15.36%	18.42%	15.80%	-163.10%	35.67%
期间费用合计	2047.53	2542.84	3167.37	3295.01	3014.68	3409.73	3679.31
同比增速	34.78%	36.71%	55.65%	44.23%	47.24%	34.09%	16.16%
销售费用率	8.99%	8.96%	11.59%	10.23%	11.04%	11.65%	12.70%
管理费用率	1.55%	2.27%	2.26%	2.68%	2.90%	1.95%	2.27%
财务费用率	-0.59%	-0.48%	-0.31%	-0.36%	-0.62%	0.29%	-0.39%
期间费用率	9.95%	10.75%	13.54%	12.55%	13.32%	13.89%	14.58%
利润总额	1523.63	1846.69	1279.83	1823.08	1208.62	994.94	747.61
同比增速	27.55%	28.40%	11.27%	12.60%	-20.68%	-46.12%	-41.59%
归属于母公司净利润	1122.88	1351.58	947.95	1398.19	951.03	803.02	597.94
同比增速	27.05%	24.05%	10.94%	18.09%	-15.30%	-40.59%	-36.92%

图 1: 今年 3 季度收入增增速放缓至 13.45%



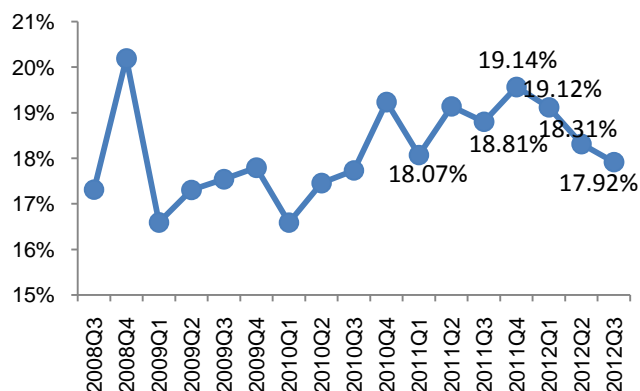
资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 3 季度净利润同比下降 37%



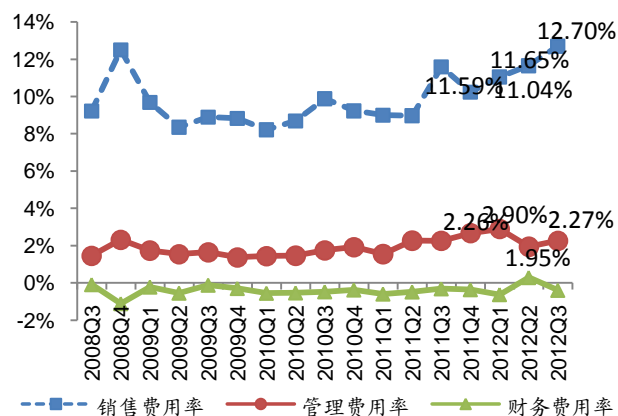
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 前 3 季度毛利率进一步下降至 17.92%



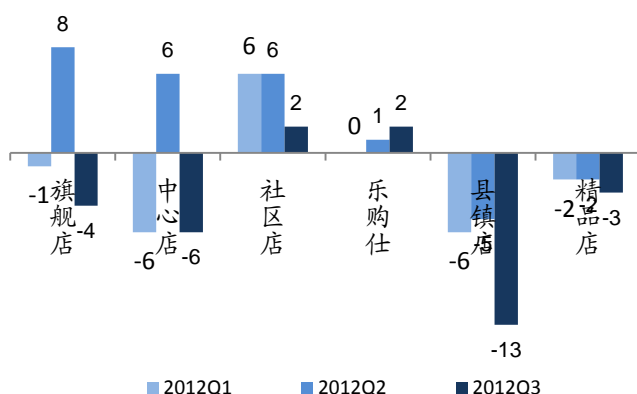
资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 前 3 季度销售费用率较去年上升较快



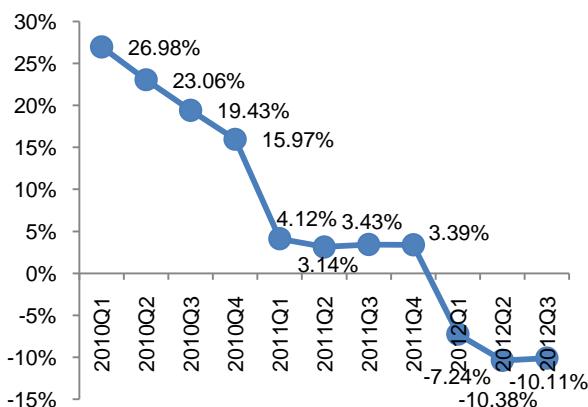
资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 3 季度关店力度明显增大, 县镇店减少明显



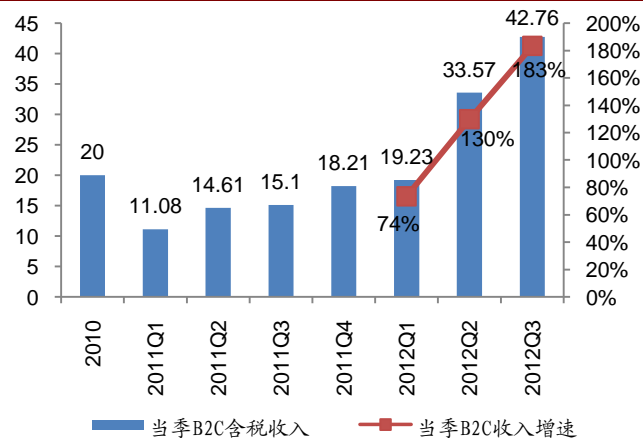
资料来源: wind, 宏源证券

图 6: 1-3 季度同店增长为-10.11%



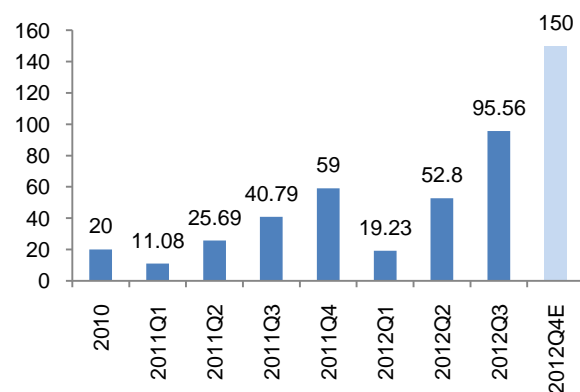
资料来源: wind, 宏源证券

图 7: 苏宁易购继续发力, 三季度单季增长 183%



资料来源: wind, 宏源证券

图 8: 预计全年苏宁易购含税销售收入 150 亿元



资料来源: wind, 宏源证券

表 2: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	93888.58	96235.79	110671.16	132805.40	收益率				
减: 营业成本	76104.66	79105.82	91303.71	109564.45	毛利率	18.94%	17.80%	17.50%	17.50%
营业税金及附加	369.75	389.64	448.09	537.71	三费/销售收入	11.77%	12.10%	12.95%	12.92%
营业费用	9367.35	9671.70	12173.83	14608.59	EBIT/销售收入	6.09%	4.78%	3.53%	3.52%
管理费用	2088.64	2140.85	2461.98	2954.38	EBITDA/销售收入	7.13%	6.80%	5.28%	4.67%
财务费用	-403.24	-171.14	-303.29	-400.08	销售净利率	5.20%	4.00%	3.13%	3.15%
资产减值损失	69.54	0.00	0.00	0.00	资产利润率				
加: 投资收益	152.19	0.00	0.00	0.00	ROE	21.59%	14.49%	11.64%	12.43%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.77%	8.69%	5.45%	6.51%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	424.58%	96.24%	-239.03%	-101.57%
营业利润	6444.08	5098.92	4586.84	5540.35	增长率				
加: 其他非经营损益	29.15	33.58	33.58	33.58	销售收入增长率	24.35%	2.50%	15.00%	20.00%
利润总额	6473.23	5132.50	4620.43	5573.93	EBIT 增长率	19.64%	-19.54%	-15.18%	19.83%
减: 所得税	1587.22	1283.12	1155.11	1393.48	EBITDA 增长率	26.21%	-2.16%	-10.67%	6.03%
净利润	4886.01	3849.37	3465.32	4180.45	净利润增长率	19.01%	-21.22%	-9.98%	20.64%
减: 少数股东损益	66.41	51.53	46.39	55.97	总资产增长率	35.69%	-9.59%	35.22%	0.43%
归属母公司股东净利润	4820.59	3797.84	3418.93	4124.48	股东权益增长率	21.76%	17.41%	12.02%	12.95%
					经营营运资本增长率	-48.75%	-28.31%	-1.84%	-32.49%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	22074.20	29144.50	34701.12	45125.62	资产负债率	60.65%	49.77%	58.38%	53.19%
应收和预付款项	5874.63	1420.74	6987.91	3102.47	投资资本/总资产	6.08%	-2.29%	-4.79%	-13.60%
存货	13426.74	7141.12	16598.25	11889.00	带息债务/总负债	4.69%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	1309.06	1309.06	1309.06	1309.06	流动比率	1.23	1.54	1.46	1.65
长期股权投资	554.79	554.79	554.79	554.79	速动比率	0.81	1.20	1.02	1.29
投资性房地产	684.42	609.45	534.48	459.51	股利支付率	14.51%	7.81%	7.81%	7.81%
固定资产和在建工程	8600.97	7641.61	6682.25	5722.89	收益留存率	85.49%	92.19%	92.19%	92.19%
无形资产和开发支出	4688.79	4198.57	3708.35	3218.14	资产管理效率				
其他非流动资产	1320.02	899.17	478.33	478.33	总资产周转率	1.60	1.82	1.55	1.85
资产总计	58533.62	52919.02	71554.54	71859.80	固定资产周转率	12.78	12.59	16.56	23.21
短期借款	1665.69	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	50.78	-205.55	53.82	-981.83
应付和预收款项	32237.43	34735.77	40173.00	36619.95	存货周转率	5.67	11.08	5.50	9.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
其他负债	1599.97	1599.97	1599.97	1599.97	EBIT	5717.94	4600.51	3902.16	4675.88
负债合计	35503.08	26335.73	41772.96	38219.92	EBITDA	6690.41	6545.91	5847.56	6200.43
股本	6995.21	7383.00	7383.00	7383.00	NOPLAT	4297.69	3425.20	2901.43	3481.72
资本公积	517.07	517.07	517.07	517.07	净利润	4820.59	3797.84	3418.93	4124.48
留存收益	14815.05	18316.26	21468.16	25270.51	EPS	0.653	0.514	0.463	0.559
归属母公司股东权益	22328.33	26216.34	29368.24	33170.58	DPS	3.024	3.551	3.978	4.483
少数股东权益	702.20	753.74	800.13	856.10	PE	8.88	11.28	12.52	10.38
股东权益合计	23030.54	26970.08	30168.37	34026.68	PBG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	58533.62	53305.81	71941.33	72246.59	PB	1.92	1.63	1.46	1.29
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	0.46	0.44	0.39	0.32
经营性现金流量	6940.57	8475.44	5080.19	9823.40	PCF	6.17	5.05	8.43	4.36
投资性现金流量	-5990.45	25.19	25.19	25.19	EV/EBIT	3.81	3.35	2.57	-0.03
筹资性现金流量	679.40	-1430.32	451.23	575.91					
现金流量净额	1624.74	7070.30	5556.61	10424.50					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如（陈旭）：商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5年证券行业从业经验，2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司：永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18682185141	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。