

## 专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 8.60 元

当前股价: 7.15 元

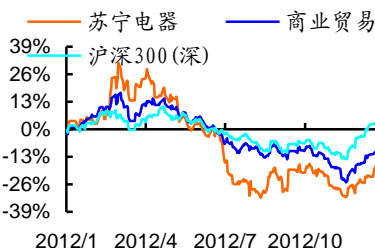
评级调整: 首次

## 基本资料

上证综合指数	2311.74
总股本(百万)	7383
流通股本(百万)	5442
流通市值(亿)	389
EPS	0.32
每股净资产(元)	3.83
资产负债率	57.5%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏宁电器	13.31%	4.53%	-11.62%
商业贸易	9.72%	0.90%	-6.47%
沪深	9.42%	11.85%	5.19%



## 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\_易购加速扩张是公司毛利率下降、费用率上升主因  
2012-10-31

## 苏宁电器

002024

强烈推荐

## 借力品牌+渠道优势, 苏宁有望首批获得虚拟运营商牌照

**事件:** 1、近日, 工信部公布《移动通信转售业务试点方案》(征求意见稿), 拟放开移动通信转售业务, 《试点方案》要求基础电信运营商需至少与 2 家以上转售企业签署合作协议;

2、另据媒体报道, 苏宁电器总裁金明表示, 苏宁电器正筹备虚拟运营商申报工作, 力争首批获得虚拟运营商 (MVNO) 牌照。

## 投资要点:

- **具有品牌+渠道优势的零售企业, 有望成为移动通信转售业务的显著受益者。**除了市场普遍认可的通信服务类公司, 3C 手机等大型连锁零售类企业 (如苏宁、天音控股、爱施德等) 也将是受益品种。**原因:** ①《试点方案》对申请企业要求的门槛并不高 (并无行业限制); ②根据国外经验, 大型零售企业 (如家乐福、全家超市、7-11 等) 都有涉足虚拟运营业务; ③大型零售企业的品牌+渠道营销优势, 比通信服务类公司更贴近消费者, 从而更易营销自己的产品与服务。
- **移动通信转售业务市场空间大, 但竞争也会较为激烈。**①据工信部数据, 2012 年 1-11 月, 我国电信业务收入 9833 亿元, 以国际平均 5%-8% 的虚拟运营商市占率计算, 则未来中国移动通信转售业务市场空间有 500-800 亿元; ②由于门槛不高+放开后竞争对手将较多+基础运营商的强势, **预计该业务盈利能力不高。**
- **苏宁有望第一批“吃螃蟹”。**据了解, 苏宁目前正在按照试点方案的入围条件进行各项准备工作, 凭借过往与三大基础运营商的良好合作关系, 以及自身在品牌、渠道网络、营运、服务等方面的优势, **苏宁有望首批获得虚拟运营商牌照。**
- **获得虚拟运营商牌照, 对苏宁的深层意义在于提升客户体验, 协同融合线上线下业务, 更好实现其“沃尔玛+亚马逊”的战略构想。意义:**
  - ①**增加苏宁新的盈利增长点。**苏宁凭借自身在品牌、渠道以及客户基础上的优势 (拥有 1700 多家线下门店+160 亿的线上电商+近 8000 万实名制会员), 有望在 MVNO 领域占据较高市场份额 (20%+), 新增公司收入 100-160 亿元 (长期看);
  - ②**更深层次在于提升客户体验, 更好协同融合其线上线下业务。**拥有 MVNO 牌照后, 苏宁可以增加客户粘性, 给客户提供更多优质服务, 提升购物体验 (享受苏宁虚拟运营商提供的各种增值服务, 如积分兑换话费、个人生活娱乐管理等服务), 未来苏宁线上线下将更好的融合发展, 也更符合移动互联网发展趋势。
- **坚定“强烈推荐”:** 预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.42、0.49、0.61 元, 维持“①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, 市场已充分预期); ②而在于市场预期的改变 (预期正在起变化) 以及电子商务格局出现利于苏宁的变化”观点, 坚定“强烈推荐”, 建议适当从左侧考虑布局, 目标价 8.6 元。
- **风险提示:** 线下利润增速继续下降, 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	11.78	17.43	15.01	11.95
P/B	2.54	1.92	1.70	1.49
EV/EBITDA	5	7	6	5

## 附录：移动通信转售业务试点方案（征求意见稿）

为贯彻落实《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发[2010]13号）精神，根据《工业和信息化部关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》（工信部通[2012]293号），决定开展移动通信转售业务试点工作，结合电信行业及移动通信转售业务特点，制定本试点方案。

### 一、试点目标

鼓励、支持和引导民间资本进一步进入电信业，充分发挥民间资本灵活、创新的优势，鼓励服务和业务创新，满足移动用户个性化、差异化的应用需求，探索基础电信业务经营者与移动通信转售企业（以下简称转售企业）之间合作竞争的模式和监管政策，提升移动市场竞争层次和服务水平，保护用户合法权益，为正式商用奠定基础。

### 二、业务定义

移动通信转售业务是指从拥有移动网络的基础电信业务经营者购买移动通信服务，重新包装成自有品牌并销售给最终用户的移动通信服务。移动通信转售企业不自建无线网、核心网、传输网等移动通信网络基础设施，必须建立客服系统，可依需建立业务管理平台，计费、营账等业务支撑系统。移动通信转售业务不包括卫星移动通信业务的转售。

移动通信转售业务为第二类基础电信业务，比照增值电信业务管理。

### 三、试点业务审批条件和程序

#### （一）审批条件

申请经营移动通信转售业务的企业，应当符合《中华人民共和国电信条例》第十三条、《电信业务经营许可管理办法》第六条的规定。并满足下列要求：

#### 1、关于经营者为依法设立的公司

申请者为依法设立的中资民营企业（作者提示：意味着腾讯、阿里巴巴等注册地在海外的企业可能无法申请或需新成立公司申请）。

#### 2、关于有与开展经营活动相适应的专业人员

企业技术负责人应当有8年以上信息通信行业工作经验，并具有信息通信及相关专业高级技术职称或同等专业水平；企业财务负责人应当具有中级以上

(含中级)会计职称或同等专业水平;企业管理人员中至少有 5 人应具有 5 年以上信息通信行业的工作经验。在省、自治区、直辖市范围内经营的,企业应具有信息通信及管理相关专业初级以上(含初级)职称或者同等专业水平的技术和管理人员不少于 30 人。在全国或者跨省、自治区、直辖市范围经营的,企业应具有通信及管理相关专业初级以上(含初级)职称或者同等专业水平的技术和管理人员不少于 50 人,并应根据业务发展情况增加相适应的人员。

### 3、关于为用户提供长期服务的能力

申请者必须设有专门的客服部门和客服人员,建立服务质量管理体系,公布监督电话,受理用户投诉,有服务质量保证措施和市场退出善后处理方案。

### 4、关于有必要的场地及设施

申请者应有固定的办公地点,有与转售业务相适应的营业场所或营销渠道。必须建立客户服务系统,可依需建立计费管理系统和业务管理系统,能够保障系统运行安全。

### 5、关于具备网络与信息安全保障能力

申请者应成立安全管理部门,明确安全责任人和联系人,建立网络与信息安全管理制度和应急处置机制,按照相关要求和技术标准建立健全网络与信息安全技术保障措施。

### 6、关于移动通信转售业务商业合同

申请者应与基础电信业务经营者签订移动通信转售业务商业合同。合同中应包括用于转售的移动通信用户号码资源、双方服务质量保障责任划分、用户权益和用户信息安全保护等内容。

## (二) 申请材料

申请经营移动通信转售业务试点的企业,应当向工业和信息化部或者省、自治区、直辖市通信管理局(以下简称电信管理机构)提交《电信业务经营许可管理办法》第八条规定的申请材料以及符合本试点方案审批条件的其他证明材料。

## (三) 试点时间及审批程序

试点时间初定 2 年,自试点启动的 1 年内,拟开展移动通信转售业务的中资民营企业可向电信管理机构提出参与试点业务申请。电信管理机构依据

《中华人民共和国电信条例》、《电信业务经营许可管理办法》以及本方案相关规定对申请材料进行审查。

申请材料齐全、符合法定形式的，由电信管理机构对申请者的人员、场地、设施、网络与信息安全保障措施进行符合性实质审查。予以批准的，颁发移动通信转售业务试点批文。不予批准的，书面通知申请人并说明理由。

工业和信息化部颁发试点批文的转售企业，在开展业务前，应凭试点批文以及与基础电信业务经营者签订的商业合同到相关试点地区电信管理机构办理备案手续。

#### 四、试点保障

（一）拥有移动网络的基础电信业务经营者应保障在试点期间至少与 2 家以上转售企业签署合作协议，并开展合作。

（二）基础电信业务经营者向转售企业提供的业务接入质量不得低于自营业务的接入质量。

（三）基础电信业务经营者应根据转售企业的需求，结合码号资源情况，分配连续号码资源或整个号段供其使用。

（四）基础电信业务经营者给予转售企业的批发价格水平应低于其当地公众市场上同类业务的最优惠零售价格水平。

（五）基础电信业务经营者不得与转售企业签订含有排他性条款的协议。

（六）转售企业应当遵守《中华人民共和国电信条例》、《互联网信息服务管理办法》、《电信业务经营许可管理办法》、《通信网络安全防护管理办法》、《电信服务规范》等相关规定。

（七）转售企业应符合电信网码号资源、业务资费、服务质量、设施建设和运行、安全生产及网络与信息安全等行业管理要求，规范市场经营行为，做好经营服务工作，接受电信管理机构的监督检查。

（八）转售企业在出具长期服务保障措施证明的前提下，可采用预付费方式开展业务，最多只能向用户预收 1 年的服务费用。

（九）转售企业如提前终止试点经营的，其发展的用户原则上由为其提供基础网络的基础电信业务经营者承接。

（十）转售企业与企业之间发生的服务质量问题，由试点地区电信管理机构所属申诉受理中心处理。

（十一）试点期间，转售企业与基础电信业务经营者在业务合作方面如有争议，由电信管理机构进行协调裁决。

（十二）试点期间，电信管理机构将切实做好试点的审查批准工作，紧密跟踪试点进展情况，加强市场监管，保障试点工作有序进行。

#### 五、试点总结

工业和信息化部将根据试点开展情况和结果再行研究移动通信转售业务的正式商用事宜。



## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	43425	50285	58167	70457	<b>营业收入</b>	93889	103277	118769	142523
现金	22740	31411	34735	42329	营业成本	76105	84326	96939	116299
应收账款	1842	1382	1885	2321	营业税金及附加	370	419	481	556
其他应收款	382	626	900	840	营业费用	9367	12269	14110	16746
预付账款	3643	3141	4178	4970	管理费用	2089	2561	3029	3563
存货	13427	12942	15594	19024	财务费用	-403	-716	-925	-1074
其他流动资产	1391	784	875	973	资产减值损失	70	59	68	66
<b>非流动资产</b>	16361	15960	16778	17901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	555	648	665	623	投资净收益	152	0	0	0
固定资产	7347	7623	7550	7307	<b>营业利润</b>	6444	4359	5067	6367
无形资产	4368	5516	7012	8860	营业外收入	118	101	97	105
其他非流动资产	4091	2171	1551	1111	营业外支出	88	84	91	88
<b>资产总计</b>	59786	66245	74945	88358	<b>利润总额</b>	6473	4375	5073	6384
<b>流动负债</b>	35638	35352	40077	48596	所得税	1587	1056	1229	1551
短期借款	1666	661	882	1069	<b>净利润</b>	4886	3319	3844	4833
应付账款	8526	9166	10694	12833	少数股东损益	65	60	60	82
其他流动负债	25447	25524	28501	34693	<b>归属母公司净利润</b>	4821	3259	3784	4751
<b>非流动负债</b>	1118	580	708	768	EBITDA	7013	4568	5101	6272
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.42	0.49	0.61
其他非流动负债	1118	580	708	768	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	36756	35932	40785	49364	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	702	762	823	905	<b>成长能力</b>				
股本	6996	7770	7770	7770	营业收入	24.3%	10.0%	15.0%	20.0%
资本公积	517	4763	4763	4763	营业利润	18.6%	-32.4%	16.3%	25.7%
留存收益	14800	17010	20794	25545	归属于母公司净利润	20.2%	-32.4%	16.1%	25.6%
归属母公司股东权益	22328	29551	33337	38089	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	59786	66245	74945	88358	毛利率	18.9%	18.4%	18.4%	18.4%
<b>现金流量表</b>					净利率	5.1%	3.2%	3.2%	3.3%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROE	21.6%	11.0%	11.3%	12.5%
<b>经营活动现金流</b>	6589	6409	4311	8778	ROIC	217.2%	-287.3	-522.5	-112.1
净利润	4886	3319	3844	4833	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	972	925	959	979	资产负债率	61.5%	54.2%	54.4%	55.9%
财务费用	-403	-716	-925	-1074	净负债比率	4.86%	1.84%	2.16%	2.17%
投资损失	-152	0	0	0	流动比率	1.22	1.42	1.45	1.45
营运资金变动	1026	3148	301	3991	速动比率	0.84	1.05	1.06	1.06
其他经营现金流	260	-267	132	49	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-5990	-1299	-2133	-2446	总资产周转率	1.81	1.64	1.68	1.75
资本支出	6094	22	22	22	应收账款周转率	62	63	71	66
长期投资	-190	-122	61	-0	应付账款周转率	9.91	9.53	9.76	9.89
其他投资现金流	-87	-1398	-2050	-2424	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	679	3560	1146	1261	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.42	0.49	0.61
短期借款	1348	-1005	220	188	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.82	0.55	1.13
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.80	4.29	4.90
普通股增加	0	774	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-138	4246	0	0	P/E	11.78	17.43	15.01	11.95
其他筹资现金流	-530	-455	926	1073	P/B	2.54	1.92	1.70	1.49
<b>现金净增加额</b>	1273	8671	3325	7593	EV/EBITDA	5	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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。**2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

**重点覆盖公司：**海宁皮城、海印股份、文峰股份、永辉超市、苏宁电器、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、新华都等。

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，旨在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