

易购助力苏宁二次腾飞

——苏宁电器（002024）调研简报

要点：

周五，我们参加了苏宁的业绩交流会，并参观雨花物流基地。提升公司投资评级至“强烈推荐”，以2011年25倍PE计，目标价20。理由如下：

- 在估值修复、主题投资之后的2011年市场更关心业绩的确定性，公司有明确的业绩成长性，预计2011年、2012年EPS分别为0.8元、0.94元，2011年、2012年净利率增长39%、18%，2011年PE16.30倍，是所有零售公司中最便宜的。
- 从国外经验看，线下企业转做线上企业更容易成功。未来，苏宁易购将以子公司方式独立运作，易购与实体店既竞争又合作，业务上竞争，物流和采购受线下业务支持，从易购的角度讲，天生有做网商的优势。此次公司明确了要坚定发展线上业务（包括用户体验上的改善、营销力度的增强、物流仓库的加紧建设），可视为提升估值的催化因素之一。
- 公司提高自有物业比例，建设物流仓库，需要大量资金（自有物业投资估计40亿，物流仓库投资估计6-7亿），会尝试包括股权融资在内的各种融资方式，或是提升估值的另一个催化因素。

市场分歧及我们的看法：

- 公司总股本69.9亿，总市值908亿，市值太大。我们的理解是今年市场的偏好是有确定增长的低估值蓝筹股，前期银行股表现说明市值并不是阻碍股价的因素。
- 担心公司网购业务低预期。公司下决心做网购是今年年初，从公司决心做这件事到现在，可以明显感受到易购的变化，包括用户体验已有改观，营销力度在加大（注册会员送SMART的活动、加大在其他网站和媒体的营销投放等），物流仓库的建设稳步推进。虽然市场会逐季验证易购的销售情况，但首先是认同易购基本面的变化，并在估值中体现这种认同。
- 若选择股权融资将摊薄股本权益。公司目前21.88%的净资产收益率在零售行业中仍是非常优秀的（排在苏宁前面的只有重庆百货、成商集团和合肥百货），融资对股本的摊薄在市场可容忍的范围，此事件更应从正面解读。

风险因素

- 消费环境发生重大变化；易购业务拓展速度持续低预期。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年04月17日

分析师

姚雯琦

☎0755-83515144 ✉ yaowenq@cgws.com

执业证书编号：S1070208080274

投资评级：强烈推荐（上调）

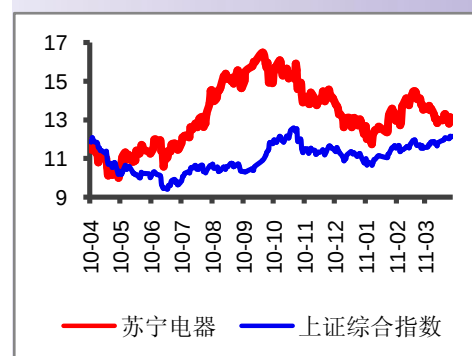
股票价格：13.00元

总市值（百万元）	91,650
流通市值（百万元）	71,291
总股本（百万股）	6,996.21
流通股本（百万股）	5,442.09
12个月最高/最低	16.75/9.9
十大流通股（%）	16.95%
股东户数	297,213

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入（万元）	7550474	9966626	12358616
（+/-%）	29.5%	32.0%	24.0%
净利润（万元）	401182	558213	659350
（+/-%）	38.8%	39.1%	18.1%
摊薄EPS	0.573	0.798	0.942
市盈率	22.7	16.3	13.8

公司股价表现图



相关报告

附：盈利预测表

利润表 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7550474	9966626	12358616	15324683	成长性				
营业成本	6204071	8172633	10134065	12566240	营业收入增长	29.5%	32.0%	24.0%	24.0%
销售费用	680911	877063	1109804	1371559	营业成本增长	28.8%	31.7%	24.0%	24.0%
管理费用	125031	149499	207625	258987	营业利润增长	40.2%	37.0%	18.1%	24.5%
财务费用	-36077	-12246	-15898	-21476	利润总额增长	37.6%	37.8%	18.1%	24.5%
投资净收益	1063	0	0	0	净利润增长	38.8%	39.1%	18.1%	24.5%
营业利润	543195	744284	879133	1094952	盈利能力				
营业外收支	-2990	0	0	0	毛利率	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
利润总额	540204	744284	879133	1094952	销售净利率	5.3%	5.6%	5.3%	5.4%
所得税	129654	186071	219783	273738	ROE	21.3%	22.9%	21.4%	21.1%
少数股东损益	9369	0	0	0	ROIC	82.2%	46.6%	42.3%	46.0%
净利润	401182	558213	659350	821214	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	9.0%	8.8%	9.0%	9.0%
流动资产	3447559	4306548	5525339	7087558	管理费用/营业收入	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%
货币资金	1935184	2313841	3054382	4023570	财务费用/营业收入	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应收帐款	110461	145809	180803	224195	投资收益/营业利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	251	0	0	0	所得税/利润总额	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	947445	1248071	1547608	1919033	应收帐款周转率	58.93	61.03	61.03	#REF!
非流动资产	943180	1401719	1595992	1788272	存货周转率	5.65	5.85	5.85	#REF!
固定资产	597607	1111039	1360205	1607377	流动资产周转率	1.95	2.03	1.96	#REF!
资产总计	4390738	5708268	7121332	8875830	总资产周转率	1.50	1.55	1.55	#REF!
流动负债	2453435	3221936	3987574	4936965	偿债能力				
短期借款	31779	31779	31779	31779	资产负债率	57.1%	57.4%	56.7%	56.2%
应付款项	2111634	2781659	3449258	4277079	流动比率	1.41	1.34	1.39	1.44
非流动负债	52764	52764	52764	52764	速动比率	1.02	0.95	1.00	1.05
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	2506199	3274701	4040338	4989729	EPS	0.573	0.798	0.942	1.174
股东权益	1884539	2433567	3080993	3886101	每股净资产	2.69	3.48	4.40	5.55
股本	699621	699621	699621	699621	每股经营现金流	0.55	1.28	1.41	1.74
留存收益	1134198	1683226	2330652	3135759	每股经营现金/EPS	1.0	1.6	1.5	1.5
少数股东权益	50720	50720	50720	50720	估值				
负债和权益总计	4390738	5708268	7121332	8875830	PE	22.7	16.3	13.8	11.1
现金流量表 (万元)					PEG	0.84	0.76	0.56	-
经营活动现金流	388134	892089	989707	1216361	PB	4.8	3.7	2.9	2.3
其中营运资本减少	-339812	288169	287388	356361	EV/EBITDA	16.83	11.66	9.99	8.13
投资活动现金流	-566087	-513432	-249166	-247172	EV/SALES	1.21	0.92	0.74	0.60
其中资本支出	-467973	-513432	-249166	-247172	EV/IC	9.80	6.46	5.60	4.93
融资活动现金流	12345	0	0	0	ROIC/WACC	7.15	4.05	3.68	4.00
净现金总变化	-164856	378657	740541	969189	REP	1.37	1.59	1.52	1.23

数据来源：长城证券研究所盈利预测模型 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 商业零售行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>