

苏宁电器(002024.sz)

2011年一季度季报点评

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

收入利润稳定增长

苏宁电器 2011 年一季度实现营业收入 205.83 亿, 同比增长 23.16%, 实现归属于上市公司股东净利润 11.23 亿, 同比增长 27.05%。净利润增速快于收入增速, 主要得益于综合毛利率水平较去年同期增长 1.48 个百分点到 18.07%, 但受公司去年下半年新开门店较多, 租赁和人工费上升较快, 导致销售费用率和管理费用率较上年同期增加 0.89 个百分点。同时公司期末存货较上年同期末增长较多, 以及公司持续推进定制包销、OEM 等自主产品的销售, 相应带来计提的存货跌价准备增加, 使得资产减值损失较上年同期增加 98.92%影响了当期利润。截至报告期末, 公司已在大陆、香港、日本市场共拥有连锁门店 1380 家, 净增加 37 家门店, 同店收入增长 4.12%。同时网购销售增长迅速, 实现销售收入 11.08 亿, 预计全年实现网购销售 50-80 亿元。

2011年经营展望

预计全年将新增 350 家门店, 截止到 4 月份新增门店数量已经达到 100 家, 预计能够完成年初规划; 公司将加大在易购业务上的投入, 着力于把易购建设成综合性购物平台, 同时将继续加大物流基地的建设和自有门店的建设和购买, 预计全年资本开支在 50 亿左右。

投资建议

公司显著受益于一系列扩内需、促消费政策, 全国化扩张战略继续推进, 渠道不断向三、四线城市下沉。我们认为易购与实体店协同效应明显, 增长迅速, 2011 年末合理的静态 P/S 估值应该在 3-5 倍之间, 按照 50 亿的销售目标计算, 则增厚股价 2.9 元。我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76 元、0.98 元和 1.28 元。给予 2011 年 20 倍估值, 实体部分对应股价 15 元。因此, 我们认为公司 12 个月合理股价应在 18 元

风险提示

扩内需政策执行不利, 地产调控政策持续发酵, 易购销售低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	58,300.15	75,504.74	94369.18	115763.9	139656.6
增长率(%)	16.84%	29.51%	24.98%	22.67%	20.64%
EBITDA(百万元)	4,031.49	5,148.99	7260.43	9265.73	11991.40
净利润(百万元)	2,889.96	4,011.82	5338.75	6884.68	8943.83
增长率(%)	33.17%	38.82%	33.08%	28.96%	29.91%
每股收益(元)	0.620	0.573	0.76	0.98	1.28
市盈率	33.54	22.85	18.06	14.00	10.78
市净率	6.66	5.00	4.78	3.56	2.68
EV/EBITDA	18.71	14.22	9.71	6.86	4.56

数据来源: 苏宁电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	12.91
目标价格(元)	18.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-1.07%	3.61%	17.04%
沪深 300	-2.95%	4.12%	3.32%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

6,996.21/5,442.09

主要股东:

张近东

主要股东持股比例

27.90%

财务比率

ROE	21.88%
ROA	12.64%
资产负债率	57.08%
每股净资产(元)	2.62

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

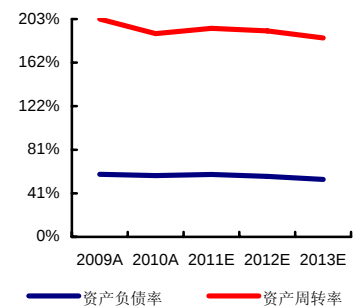
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	30,196	34,476	40,233	50,056	61,587
货币资金	21,961	19,352	26,280	33,222	42,126
应收及预付	1,413	4,824	3,990	5,163	6,063
存货	6,327	9,474	9,963	11,671	13,398
其他流动资产	495	825	0	0	0
非流动资产	5,644	9,432	13,013	17,361	21,697
长期股权投资	597	793	793	793	793
固定资产	2,896	3,914	5,152	6,493	7,828
在建工程	409	2,062	4,562	7,262	10,062
无形资产	1,061	1,862	1,988	2,295	2,497
其他长期资产	680	801	518	518	518
资产总计	35,840	43,907	53,246	67,417	83,284
流动负债	20,719	24,534	28,913	36,056	42,711
短期借款	0	318	318	318	318
应付及预收	20,387	23,786	28,596	35,738	42,393
其他流动负债	332	431	0	0	0
非流动负债	196	528	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	196	528	0	0	0
负债合计	20,915	25,062	28,913	36,056	42,711
股本	4,664	6,996	6,996.21	6,996.21	6,996.21
资本公积	2,976	655	655.29	655.29	655.29
留存收益	6,901	10,679	12,522.7	19,372.9	28,339.6
归属母公司股东权益	14,540	18,338	20,174.2	27,024.4	35,991.1
少数股东权益	385	507	660.49	838.72	1,084.00
负债和股东权益	35,840	43,907	49,748	63,919	79,786

利润表

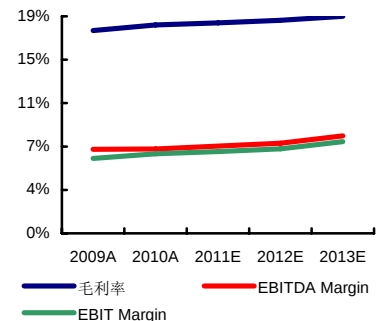
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	58300	75505	94369	115764	139657
营业成本	48186	62041	77372	94664	113727
营业税金及附加	272	268	340	405	447
销售费用	5192	6809	8493	10419	12290
管理费用	912	1250	1567	1910	2235
财务费用	-173	-361	-664	-872	-1110
资产减值损失	32	76	53	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	11	6	7	7
营业利润	3875	5432	7214	9236	12066
营业外收入	112	72	86	81	83
营业外支出	60	102	88	93	91
利润总额	3926	5402	7211	9224	12057
所得税	938	1297	1716	2195	2846
净利润	2988	4106	5495	7028	9212
少数股东损益	99	94	153	178	245
归属母公司净利润	2890	4012	5341	6850	8967
EBITDA	4191	5449	7037	8923	11646
EPS (元)	0.62	0.57	0.76	0.98	1.28

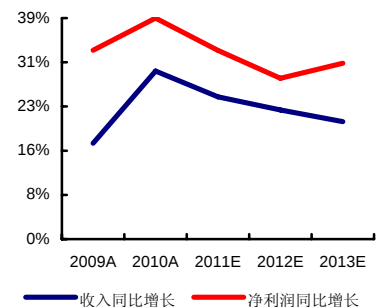
资产负债率趋势



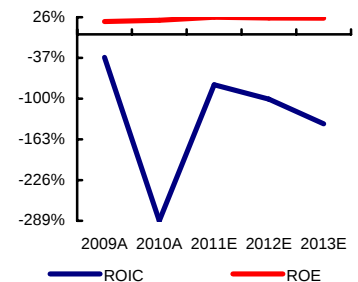
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5,555	3,881	11,868	11,868	13,945
净利润	2,988	4,106	5,495	7,028	9,212
折旧摊销	453	313	440	557	687
营运资金变动	2,165	-577	5,618	4,252	4,019
其它	-51	40	315	30	26
投资活动现金流	-1,897	-5,661	-4,302	-4,909	-5,026
资本支出	-1,193	-4,677	-4,307	-4,917	-5,032
投资变动	-704	-984	6	7	7
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	2,773	131	-638	-16	-16
银行借款	0	413	0	0	0
债券融资	-156	-95	-605	0	0
股权融资	3,021	41	0	0	0
其他	-92	-228	-33	-16	-16
现金净增加额	6,431	-1,649	6,928	6,943	8,903
期初现金余额	10,574	21,961	19,352	26,280	33,222
期末现金余额	17,006	20,312	26,280	33,222	42,126

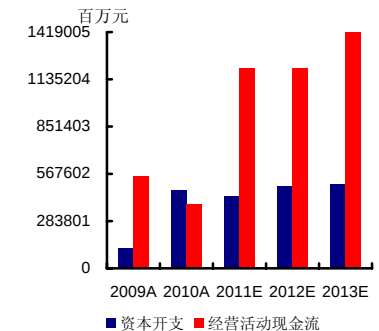
主要财务比率

单位：

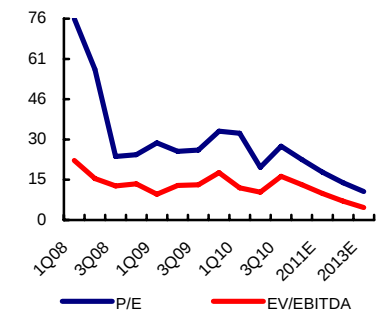
%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.8%	29.5%	25.0%	22.7%	20.6%
营业利润	30.7%	40.2%	32.8%	28.0%	30.7%
归属于母公司净利润	33.2%	38.8%	33.1%	28.2%	30.9%
获利能力					
毛利率	17.3%	17.8%	18.0%	18.2%	18.6%
净利率	5.1%	5.4%	5.8%	6.1%	6.6%
ROE	19.9%	21.9%	26.5%	25.3%	24.9%
ROIC	-35.7%	-288.5%	-78.1%	-100.4%	-138.5%
偿债能力					
资产负债率	58.4%	57.1%	58.1%	56.4%	53.5%
净负债比率	-146.5%	-100.4%	-124.6%	-118.1%	-112.8%
流动比率	1.46	1.41	1.39	1.39	1.44
速动比率	1.11	0.91	0.95	0.96	1.03
营运能力					
总资产周转率	2.03	1.89	1.94	1.92	1.85
应收账款周转率	255.06	104.03	121.67	125.86	135.19
存货周转率	8.58	7.85	7.77	8.11	8.49
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.57	0.76	0.98	1.28
每股经营现金流	1.19	0.55	1.70	1.70	1.99
每股净资产	3.12	2.62	2.88	3.86	5.14
估值比率					
P/E	33.5	22.8	18.0	14.1	10.8
P/B	6.7	5.0	4.8	3.6	2.7
EV/EBITDA	17.9	13.3	10.0	7.1	4.7

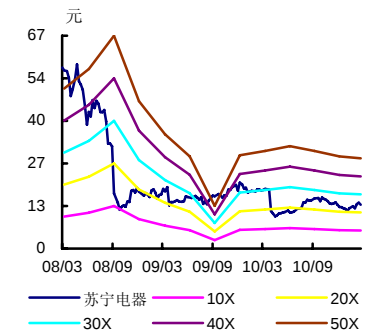
资本支出与经营活动现金流



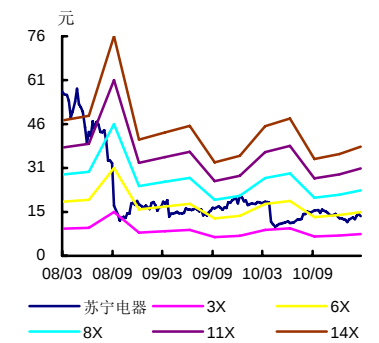
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

相关研究报告

苏宁电器（002024.sz）_公司调研简报	欧亚菲	2011-04-21
业绩符合预期，2011 易购提升估值_年报点评	李旭	2011-03-17
苏宁电器（002024.sz）_年报点评	欧亚菲	2010-03-16

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。