

高管增持彰显未来信心，短期超跌不掩长期价值

公司研究简报

◆公告梗概:

1) 公司高管计划在未来 1 个月内，以合计不超过人民币 2 亿元对本公司股票进行增持，增持所需资金由管理层自筹取得。2) 公司 2011 年非公开发行方案，发行价格为 12.3 元，并无修改意向，且正按规定履行审批程序。

◆管理层增持，彰显其对未来发展信心:

公司管理层增持，彰显其未来的决心。相较投资者而言，管理层对公司未来的发展前景有更加明晰的认识，增持意味着其对将来的发展充满信心。之前我们有对苏宁电器的访谈，发现管理层对门店拓展计划（包括渠道下沉、收缩一线城市社区店、重点经营旗舰店等），电商业务（包括物流和购物体验等）以及营销模式和人力资源等公司发展的关键方面都有很好的想法。另外，管理层出手说明其认为公司已到估值底部，属于跌出了价值的情况。虽然我们认为在光明的前景到来之前，公司仍会经历一段阵痛期（目前公司的电商业务风评不佳，传统的一线城市市场又已近饱和且竞争者众多），开拓三四线城市以及完善电商业务都需要时间，在成功转型之前，我们认为公司还会经历一段波折，但中长期而言我们看好苏宁电器的观点不曾改变。

◆租金、人工上涨，未来费用仍有一定压力:

连锁发展方面，根据目前已开设店面以及 12 月开店计划统计，全年新开连锁店将超过 410 家（含香港地区以及日本），年度开店计划能够较好完成；展望 2012 年，公司计划新开店数量仍将超过 400 家。从租金方面来看，公司未来每年租约到期门店数量属可控范围，未来三年（2012-2014 年）中国的大陆地区租约到期的连锁店分别为 52 家、61 家、90 家，占比较小，因此续租租金的一定上涨对公司整体租金费用的增加不会产生实质的影响。但是从公司拓展计划来看，未来仍将保持实体店的高速拓展，由于 2011 年商业租金上涨幅度较大，因此我们判断刚性的租金费用压力将导致公司未来租售比继续攀升（国美 2011 年 1-9 月租售比同比去年提高 0.2 个百分点，管理层判断未来几年仍将保持每年上涨 0.3% 个百分点的增长态势）。同时人工薪酬不断攀升也将对公司费用造成一定压力。

◆11 月行业增速有所回暖，但未来政策面取消将带来短暂影响:

短期家电销售数据分析：2011 年 11 月社销零售拆分数据中家电销售同比 25% 增长（2011 年 10 月/11 月增速分别为 15.3% 和 25%，2010 年 10-11 月均为 22.6%），我们认为 12 月环比增速将继续攀升，但同时我们也要提醒投资者 2012 年政策面取消家电下乡及以旧换新后，对于家电零售整体销售短期会带来一定销售影响（政策结束前的加大销售力度会对 2012 年 11/12 月的销售同比增速造成一定压力，2011 年 11/12 月的数据反弹，我们认为也有政策利好结束前的“赶末班车”因素）。

◆维持买入评级，中长期有较好绝对收益:

我们认为苏宁电器已经跌出了价值，中长期来看将有较好的绝对收益回报，短期不排除仍将有干扰和波动，但不妨碍其中长期的投资价值。我们维持以定增后股本摊薄，2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.66/0.82/1.03 元，12 个月目标价 16.40 元，对应 2012 年 20 倍 PE，未来三年复合增长率为 24.1%，买入评级。

◆风险提示：渠道下沉扩展受阻，未来通胀情况下租金上涨侵蚀公司利润。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	58,300	75,505	95,104	117,102	147,167
营业收入增长率	16.84%	29.51%	25.96%	23.13%	25.67%
净利润（百万元）	2,890	4,012	4,898	6,135	7,662
净利润增长率	33.17%	38.82%	22.08%	25.25%	24.91%
EPS（元）	0.39	0.54	0.66	0.82	1.03
ROE（归属母公司）	19.88%	21.88%	17.47%	18.22%	18.83%
P/E	21	15	12	10	8

买入（维持）

当前价/目标价：8.16/16.40 元

目标期限：12 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

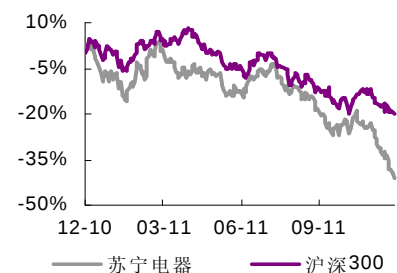
总股本(亿股)：69.96

总市值(亿元)：570.89

一年最低/最高(元)：8.08/14.65

近 3 月换手率：31.02%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.52	-16.81	-20.33
绝对	-22.58	-26.75	-41.98

相关研报

苏宁电器：业绩基本符合预期，期间费用上升较快---3Q2011 季报点评

.....2011-10-30

苏宁电器：积极应对行业景气度下滑，可持续发展是王道---公司中期业绩交流大会纪要

.....2011-09-21

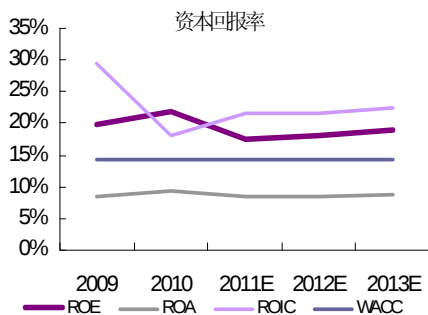
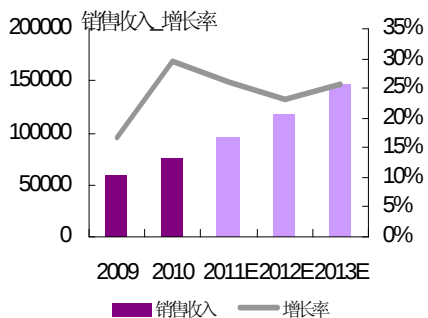
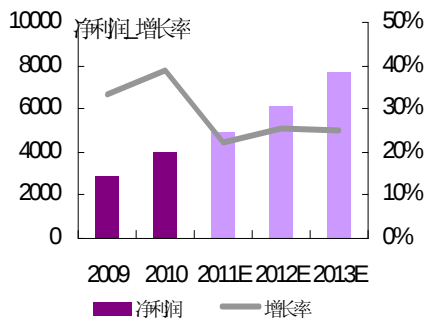
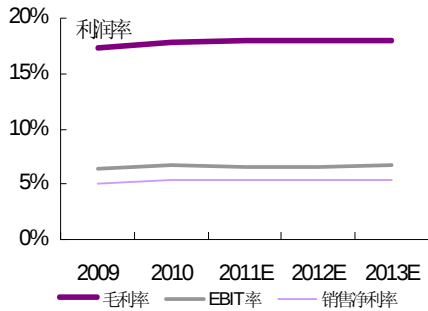
苏宁电器：业绩符合预期，行业增速有所放缓---1H2011 中报点评

我们对于苏宁电器中长期的观点归纳如下：

- 1. 物流建设是公司未来最大的护城河工程：**公司积极推进物流基地标准化建设，以实现“优质、快速、满意”的物流服务。目前，沈阳物流基地正式投入使用；无锡、成都、重庆等 10 家物流基地进入施工阶段；签约储备项目 17 家。强大的物流能力，不仅为实体店提供了有效支持，也为未来网购业务的发力奠定了坚实的基础。我们认为每个物流中心 2 个亿左右的成本，未来 60 个物流中心，大约需要 120 亿的投资金额。而目前 A 股市场的格局，没有一家零售企业可以花如此大的投入去建设后台物流体系，因此未来将形成天然的行业护城河。物流基地的建设周期在 3 年左右，一旦 2015 年苏宁销售额达到 2000 亿元以上，物流基地的规模效应马上就可以体现出来，实现盈利。市场目前低估了物流建设对于毛利率以及净利率未来的提升潜力。
- 2. 对于苏宁未来盈利模式的再思考，毛利率提升是大方向：**公司未来的看点，我们认为第一阶段仍然是毛利率提升，而且是依靠规模优势的进销差价之内单纯的提升。但公司随着管理能力的提升，以及后台物流以及科技技术的推动，我们认为公司费用率下降，快速扩张中间的成本管理运营来下降，未来净利率仍有一定提升空间。未来家电零售必定是多渠道运营，一方面有三四级市场这个强大的潜力空间尚未被挖掘，另一方面一二级市场的超级旗舰店以及其他增值能力的提升，包括 OEM 等比重的提升，目前还有一定提升空间。**我们认为 2011-2012 年将是苏宁业务转型变革的阵痛期**，一旦物流形成优势，网购销售形成一定规模，2013 年苏宁将有突破式增长。我们不认为电商会取代传统的实体店，以海外美国的情况来看，2009 年 Amazon 等电商占市场份额不过 5% 左右，因此对于更为广阔的二三线城市，苏宁凭借物流后台，具有厚积薄发的优势。
- 3. 网购业务是今后两年的发展重点，苏宁在奋起直追，请给予一定的时间考验：**公司不断丰富与扩充传统家电、3C 产品的 SKU 数量，试点经营日用百货、家居用品、化妆品、母婴用品等品类，目标打造综合性线上零售商。我们认为网络零售，得物流者得天下。苏宁易购具有共享苏宁实体店现有物理仓储的先天优势，并且随着未来 3、5 年 60 个物流中心的全面铺开，将在物流方面占具极大优势，因此未来将爆发较强的盈利能力。我们承认目前公司网购业务短期在购物体验上仍然有一定缺陷，目前网购的销售收入并没有给客户带来超预期的惊喜，但观念是不断变化的，
- 4. 3C 产品是未来销售趋势，苏宁产品调整符合这一大趋势：**我们认为公司 2010 年 3C 产品的销售占比提高较大，从静态看会给公司毛利率带来向下的变化。但是从动态来看，由于目前苏宁 3C 产品的毛利率处于较低水平，仅有 10% 左右，而在竞争激烈的香港，苏宁辐射的 3C 毛利率在 14% 左右，日本 LAOX 3C 毛利率高达 20% 左右，因此有较大提升空间。通过 3C 业务规模的不断增大，带动电脑附件、软件等周边高毛利率产品的销售，是未来产品结构调整的大方向。

相关报告

- 20100607 迎来二次发展的蓝筹股---公司研究动态
- 20100608 行使 LAOX 新股预约权，增厚 2010 年 EPS 0.01 元---公司快评
- 20100611 与其临渊羡鱼，不如退而结网—光大 2010 年中期策略会苏宁电器一对多见面会纪要—公司快评
- 20100617 占领 3C 制高点，大树底下好乘凉---6 月 18 日黑莓部分手机在苏宁电器首次独家销售---公司快评
- 20100621 产品多元化，小荷才露尖尖角---6 月 18 日苏宁电器首家乐器专卖店开业
- 20100628 产业链扩张，家电连锁业划时代的变革—6 月 24 日国美宣布未来五年计划及新产品点评
- 20100628 要和气生财，还是两败俱伤？--近日安徽格力和苏宁电器全面中止合作关系点评—公司快评
- 20100712 认同公司未来发展战略—7 月 9 日苏宁实地调研简报
- 20100802 稳健求变的进取型白马股—1H2010 苏宁电器中报业绩快报动态点评
- 20100806 雄关漫漫真如铁，去黄光裕化第一步--国美对前任执行董事黄光裕进行法律起诉快评
- 20100825 “人和”制度彰显未来业绩信心—苏宁筹划股权激励制度点评
- 20100826 懂得分享的公司更能长远---苏宁公布股权激励计划草案点评
- 20100831 业绩符合预期，优异的中报经营答卷—苏宁 2010 年中报业绩点评
- 20100906 变革拉动内生增长，战略向海外市场看齐---9 月 2 日苏宁实地调研简报
- 20100906 重回扩张快车道，醉翁之意不在酒---国美 2010 年 9 月 3 日公告点评
- 20100929 家和万事兴，国美未来仍生死未卜---国美 2010 年 9 月 28 日特别股东大会结果点评
- 20101018 日本门店加速拓展，业绩扭亏为盈是主因---苏宁日本市场门店开拓快评
- 20101101 业绩符合预期，且行且珍惜---苏宁 2010 年三季报点评
- 20101105 好风凭借力，“换新”迎契机---以旧换新政策拉动消费超千亿点评
- 20101116 国美 3Q2010 季报经营效率提升显著---国美 3Q2010 业绩点评
- 20101129 言必行，行必果---苏宁电器更改募投项目门店地址点评
- 20110110 以旧换新数据符合预期，看好未来需求潜力---商务部公布 2010 年以旧换新销售数据点评
- 20110131 行业深度报告：“网购”如此多娇，引无数商家竞折腰---网购销售专题报告
- 20110228 业绩符合预期，在变革中探索、前进！---2010 业绩快报点评
- 20110316 苏宁电器：业绩符合预期，打上时代烙印的零售龙头---2010 公司年年报点评
- 20110418 苏宁电器：虚实结合开拓规模，科技创新提升效率-----2010 年业绩交流会点评
- 20110503 业绩符合预期，毛利率显著提升---1Q2011 公司季报点评
- 20110617 苏宁电器：大股东参与非公开定增，彰显未来业绩信心----2011 年非公开增发预案点评
- 20110730 苏宁电器：业绩符合预期，业务转型必然的阵痛期---1H2011 业绩快报点评
- 20110831 苏宁电器：业绩符合预期，行业增速有所放缓---1H2011 中报点评
- 20110921 苏宁电器：积极应对行业景气度下滑，可持续发展是王道---1H2011 中期业绩交流纪要
- 20111030 苏宁电器：业绩基本符合预期，期间费用上升较快---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	58,300	75,505	95,104	117,102	147,167
营业成本	48,186	62,041	78,000	96,063	120,730
折旧和摊销	250	261	384	595	807
营业税费	272	268	285	351	442
销售费用	5,192	6,809	8,987	11,008	13,834
管理费用	912	1,250	1,569	1,932	2,355
财务费用	-173	-361	-440	-509	-538
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-4	11	-100	0	0
营业利润	3,875	5,432	6,539	8,236	10,318
利润总额	3,926	5,402	6,629	8,296	10,358
少数股东损益	99	94	140	170	210
归属母公司净利润	2,889.96	4,011.82	4,897.82	6,134.61	7,662.44

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	35,840	43,907	60,411	73,780	91,336
流动资产	30,196	34,476	47,618	57,516	71,789
货币资金	21,961	19,352	34,309	41,288	51,587
交易型金融资产	7	0	0	0	0
应收账款	347	1,105	375	461	580
应收票据	7	3	10	12	15
其他应收款	111	976	1,088	1,237	1,425
存货	6,327	9,474	9,345	11,513	14,473
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	597	793	783	783	783
固定资产	2,896	3,914	7,478	10,851	14,028
无形资产	765	1,309	1,277	1,245	1,214
总负债	20,915	25,062	31,727	39,296	49,610
无息负债	20,818	24,632	31,627	39,196	49,510
有息负债	97	430	100	100	100
股东权益	14,925	18,845	28,684	34,484	41,726
股本	4,664	6,996	7,443	7,443	7,443
公积金	3,493	1,402	6,944	7,558	8,324
未分配利润	6,383	9,933	13,641	18,659	24,924
少数股东权益	385	507	647	817	1,027

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5,555	3,881	13,726	10,533	13,790
净利润	2,890	4,012	4,898	6,135	7,662
折旧摊销	250	261	384	595	807
净营运资金增加	-4,317	8,575	-2,569	2,391	3,280
其他	6,732	-8,966	11,012	1,412	2,040
投资活动产生现金流	-1,897	-5,661	-4,071	-4,000	-4,000
净资本支出	1,193	4,677	4,028	4,000	4,000
长期投资变化	597	793	10	0	0
其他资产变化	-3,687	-11,131	-8,109	-8,000	-8,000
融资活动现金流	2,774	123	5,302	445	509
股本变化	1,673	2,332	447	0	0
债务净变化	-212	333	-330	0	0
无息负债变化	8,620	3,814	6,995	7,569	10,314
净现金流	6,431	-1,649	14,958	6,978	10,299

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.84%	29.51%	25.96%	23.13%	25.67%
净利润增长率	33.17%	38.82%	22.08%	25.25%	24.91%
EBITDA 增长率	33.25%	29.21%	23.70%	26.41%	27.23%
EBIT 增长率	35.20%	36.55%	22.49%	24.64%	26.58%
估值指标					
PE	21	15	12	10	8
PB	4	3	2	2	1
EV/EBITDA	8	11	8	7	5
EV/EBIT	9	12	9	7	6
EV/NOPLAT	12	16	12	9	7
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	3	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	17.35%	17.83%	17.98%	17.97%	17.96%
EBITDA 率	7.13%	7.12%	6.92%	7.11%	7.19%
EBIT 率	6.36%	6.70%	6.52%	6.60%	6.65%
税前净利润率	6.73%	7.15%	6.97%	7.08%	7.04%
税后净利润率 (归属母公	4.96%	5.31%	5.15%	5.24%	5.21%
ROA	8.34%	9.35%	8.34%	8.55%	8.62%
ROE (归属母公司) (摊	19.88%	21.88%	17.47%	18.22%	18.83%
经营性 ROIC	29.36%	17.98%	21.53%	21.51%	22.34%
偿债能力					
流动比率	1.46	1.41	1.54	1.51	1.51
速动比率	1.15	1.02	1.24	1.21	1.20
归属母公司权益/有息债务	149.70	42.65	280.36	336.67	406.99
有形资产/有息债务	355.47	97.13	585.54	719.56	895.43
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.39	0.54	0.66	0.82	1.03
每股红利	0.03	0.09	0.07	0.08	0.11
每股经营现金流	0.75	0.52	1.84	1.42	1.85
每股自由现金流(FCFF)	0.86	-1.21	0.50	0.01	0.13
每股净资产	1.95	2.46	3.77	4.52	5.47
每股销售收入	7.83	10.14	12.78	15.73	19.77

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

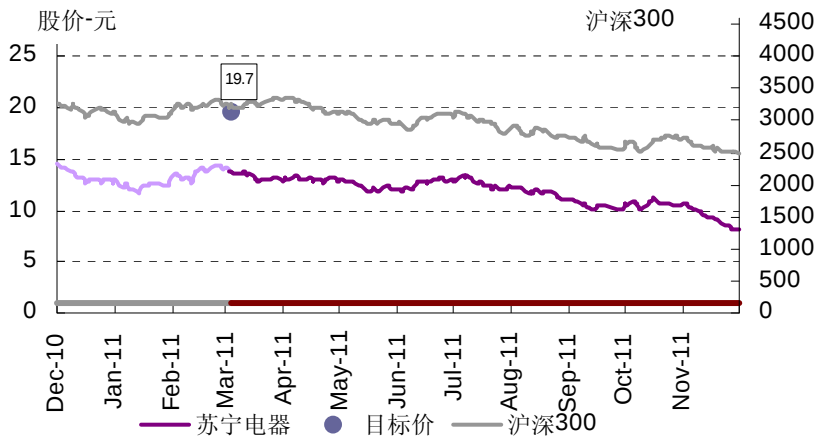
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

苏宁电器 (002024)



日期	股价	目标价	评级
2011-03-16	13.78	19.70	买入
2011-04-17	12.99	19.70	买入
2011-05-02	12.91	19.70	买入
2011-06-17	11.98	17.50	买入
2011-07-30	12.70	17.50	买入
2011-08-31	11.78	17.25	买入
2011-09-21	10.43	17.25	买入
2011-10-30	11.25	16.40	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com