



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年12月13日

零售

研究部

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080004

qianbing@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080006

guohy@cicc.com.cn

推荐

苏宁电器 (002024.SZ)

高管计划增持显信心, 维持预增区间

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	49,897	58,300	75,505	93,685	117,280
(+/-)	24.3%	16.8%	29.5%	24.1%	25.2%
营业利润	2,964	3,875	5,432	6,544	8,000
(+/-)	31.7%	30.7%	40.2%	20.5%	22.3%
净利润	2,170	2,890	4,012	4,829	5,899
(+/-)	48.1%	33.2%	38.8%	20.4%	22.2%
目前总股本	6,996	6,996	6,996	6,996	6,996
每股收益(元)	0.31	0.41	0.57	0.69	0.84
市盈率	26.3	19.8	14.2	11.8	9.7
增发完成后股本	7,443	7,443	7,443	7,443	7,443
增发后每股收益(元)	0.29	0.39	0.54	0.65	0.79
市盈率	28.0	21.0	15.1	12.6	10.3

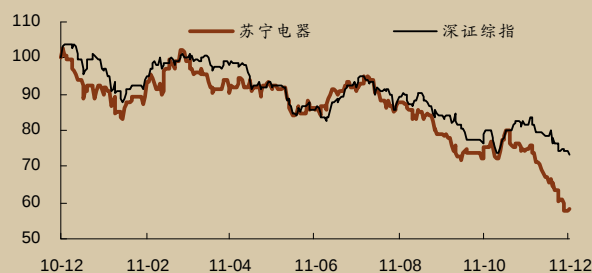
股票信息

当前股价	人民币 8.16
股票代码	002024.CH
日成交量(百万股)	28.11
总市值(百万)	57,089
52周最高价/最低价	人民币 14.65/8.08
增发完成后股数(百万股)	7443
主要股东(增发完成后持股比例,直接+间接)	张近东(33.6%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
苏宁电器	-4.2	-22.6	-26.8	-37.7
深证综指	-1.5	-10.1	-13.2	-26.4
零售指数	-5.0	-15.3	-19.4	-30.2

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

苏宁电器发布公告, 公司管理层计划在未来1个月内, 以合计不超过人民币2亿元对公司股票进行增持。同时, 公司就市场关注的定向增发进程以及近期经营、全年计划、费用等情况进行了概述, 基本与我们12月初拜访的调研纪要内容一致。

评论:

- 高管计划增持有望提升市场信心。**苏宁副董事长孙为民、总裁金明、副总裁孟祥胜、副总裁任峻及部分核心管理人员计划在未来1个月内, 以合计不超过人民币2亿元对公司股票进行增持, 增持所需资金由管理层自筹取得。近期公司股价调整较多, 高管增持体现出发展信心, 对市场也传递了一定正面信号。
- 非公开发行方案仍在按程序推进。**此前, 非公开发行股票申请已获证监会发审委审核通过。由于张近东直接或间接持股比例将由27.9%增加至30.05%, 从而触发要约收购义务, 目前正申请豁免履行要约收购义务, 履行相关审核程序。
- 2011年全年业绩维持预增区间20%-25%。**1) 预计全年新开店数将超过410家(含香港地区以及日本), 四季度以来公司组织多次有效促销, 截至目前同比增长情况良好, 苏宁易购也加快了推广速度。2) 费用由于租金、人工、广告等影响上升, 但公司通过对组织架构、业务流程等进一步优化, 运营费用得到一定的控制。
- 2012年多举措推进, 预计费用率2季度有望开始企稳。**公司预计2012年新开店数量仍将超过400家(含香港地区及日本), 细化门店定位并加大二三级市场开拓; 电子商务将继续加大投入, 跻身最优秀的B2C购物网站行列; 控制费用水平, 租金(2012-2014年租约到期52家、61家、90家)、人工和广告费用将更加注重绩效考核, 同时将精简组织, 我们预计短期费用仍有一定压力, 明年2季度开始费用率有望稳定。

估值建议:

目前苏宁2011-2012年摊薄后市盈率分别在13倍和10倍, 处于零售板块最低水平。近期调整较多主要反映了市场对行业增速和公司费用上升的担心, 此次管理层增持有望成为短期催化剂, 提振市场信心。需要指出的是, 公司后续销售和费用增长仍需重点关注, 我们将密切跟踪。

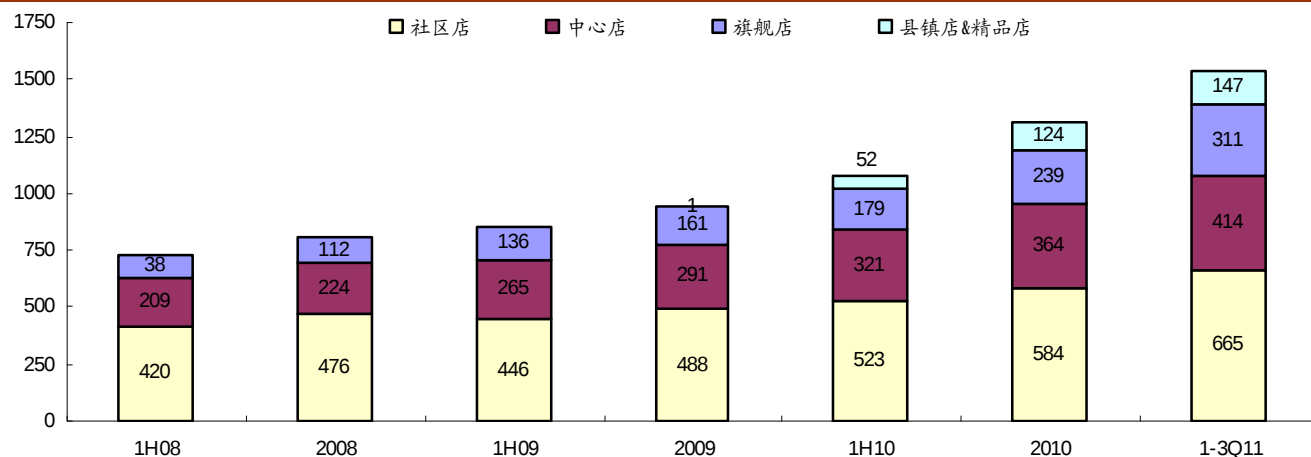
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：大股东现金增持体现中长期信心

发行对象	认购股份数量（股）	认购股份占增发股份比例	认购金额（元）
润东投资	284,552,850	63.6%	3,500,000,055
弘毅投资	97,560,980	21.8%	1,200,000,054
新华人寿保险	65,040,650	14.6%	5,500,000,104
合计	447,154,480	100.0%	10,200,000,213

资料来源：公司数据 中金公司研究部 润东投资为张近东先生全资拥有

图表 2：门店扩展情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：门店分布基本情况

店面类型分布	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	1-3Q11	+/-
旗舰店	82	97	112	136	161	179	239	311	72
中心店	183	209	224	265	291	321	364	414	50
社区店	367	420	476	446	488	523	584	665	81
精品店			2009年底开出第一家精品店		1	5	10	15	5
县镇店			2010年开始发展县镇店			47	114	132	18
合计	632	726	812	847	941	1075	1311	1537	226

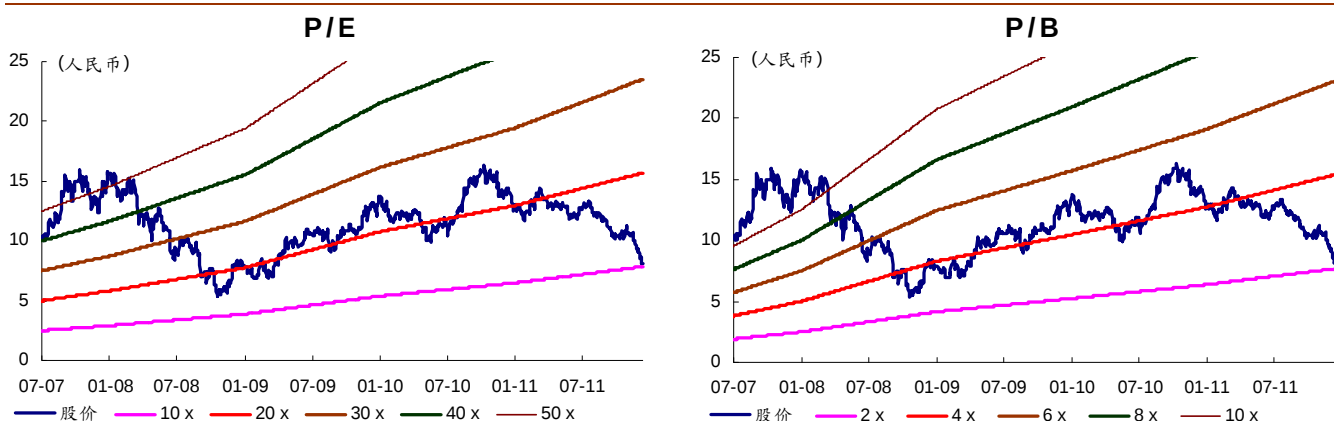
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A			2011E	2012E
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	33.00	9,693	122	-	420	245.3%	661	57.2%	0.41	1.43	2.25	79.6	23.1	14.7	133.0%	0.2
	600859.CH	王府井 (经营性全年备考)	34.71	16,063	515	-	668	29.6%	902	35.0%	1.11	1.44	1.95	31.2	24.0	17.8	32.3%	0.7
	002419.CH	天虹商场	18.58	14,868	485	36.3%	655	35.1%	873	33.2%	0.61	0.82	1.09	30.7	22.7	17.0	34.1%	0.7
	3368.HK	百盛集团	9.57	26,896	992	8.9%	1132	14.1%	1,338	18.2%	0.42	0.50	0.62	23.1	19.2	15.5	16.2%	1.2
	825 .HK	香港新世界	4.44	7,486	578	5.5%	630	9.0%	718	14.0%	0.34	0.37	0.43	13.0	11.9	10.4	11.5%	1.0
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	15.48	8,053	308	42.6%	421	36.6%	560	33.0%	0.59	0.81	1.08	26.1	19.1	14.4	34.8%	0.5
	600778.CH	友好集团	10.31	3,211	105	73.9%	184	74.7%	276	50.1%	0.34	0.59	0.88	30.6	17.5	11.7	61.9%	0.3
	000501.CH	鄂武商	15.70	7,964	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	27.1	21.3	15.8	31.0%	0.7
	600729.CH	重庆百货	35.79	13,353	527	30.5%	655	24.3%	853	30.1%	1.41	1.76	2.29	25.3	20.4	15.7	27.2%	0.8
	600697.CH	欧亚集团	25.79	4,103	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	31.1	24.9	19.1	27.7%	0.9
	600785.CH	新华百货	22.75	4,719	215	12.3%	259	20.2%	314	21.2%	1.04	1.25	1.51	21.9	18.2	15.1	20.7%	0.9
	002277.CH	友阿股份	18.21	6,359	216	44.5%	301	39.2%	408	35.6%	0.62	0.86	1.17	29.4	21.1	15.6	37.4%	0.6
	600858.CH	银座股份	18.42	5,322	111	-39.3%	181	63.0%	244	35.0%	0.38	0.63	0.84	48.0	29.4	21.8	48.3%	0.6
	600828.CH	成商集团	9.55	4,191	138	8.2%	208	50.2%	264	27.2%	0.32	0.47	0.60	30.3	20.2	15.9	38.2%	0.5
	000564.CH	西安民生	5.91	1,798	59	21.8%	72	21.2%	91	26.1%	0.20	0.24	0.30	30.3	25.0	19.8	23.6%	1.1
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	13.25	22,823	1082	38.5%	1429	32.0%	1861	30.2%	0.63	0.83	1.08	21.1	16.0	12.3	31.1%	0.5
	600628.CH	上海新世界	8.04	4,276	199	10.1%	219	10.0%	256	17.2%	0.37	0.41	0.48	21.5	19.6	16.7	13.5%	1.4
	600655.CH	豫园商城	9.10	13,080	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	19.4	16.1	13.4	20.5%	0.8
	1833.HK	银泰百货	8.10	15,525	513	54.8%	771	50.4%	1,042	35.1%	0.30	0.48	0.68	26.8	17.0	11.9	42.5%	0.4
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	16.40	31,888	959	24.9%	1215	26.7%	1536	26.4%	0.58	0.77	1.03	28.3	21.2	16.0	26.6%	0.8
	1700.HK	华帝控股	4.95	12,375	456	50.2%	571	25.2%	720	26.1%	0.21	0.28	0.37	23.1	17.6	13.2	25.7%	0.7
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	17.98	6,454	327	14.7%	382	16.8%	483	26.4%	0.91	1.06	1.35	19.7	16.9	13.4	21.5%	0.8
	600723.CH	首商股份	10.05	6,617	239	47.9%	395	65.3%	495	25.2%	0.36	0.60	0.75	27.7	16.8	13.4	43.8%	0.4
超市类公司																		
	601933.CH	永辉超市	29.13	22,369	306	20.2%	535	75.3%	762	42.2%	0.40	0.70	0.99	73.2	41.8	29.4	57.9%	0.7
	000759.CH	中百集团	8.49	5,782	251	20.1%	277	10.2%	346	25.2%	0.37	0.41	0.51	23.0	20.9	16.7	17.5%	1.2
	600361.CH	华联综超	6.26	4,168	55	-9.4%	82	49.3%	123	50.1%	0.08	0.12	0.19	75.7	50.7	33.8	49.7%	1.0
	002336.CH	人人乐	15.32	6,128	237	3.2%	280	18.1%	348	24.4%	0.59	0.70	0.87	25.9	21.9	17.6	21.2%	1.0
	002251.CH	步步高	22.80	6,164	171	3.4%	239	40.1%	319	33.1%	0.63	0.89	1.18	36.1	25.7	19.3	36.6%	0.7
	002264.CH	新华都	12.31	3,947	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.24	0.46	0.58	51.1	26.9	21.4	54.7%	0.5
	980.HK	联华超市	9.16	10,256	623	22.8%	735	18.0%	897	22.1%	0.65	0.81	1.04	14.0	11.3	8.8	20.0%	0.6
	6808.HK	高鑫零售	10.30	98,259	1,031	27.1%	1,527	48.1%	2,228	45.9%	0.13	0.20	0.30	81.0	52.1	34.0	47.0%	1.1
	6808.HK	高鑫零售 (经营性)	10.30	98,259	1,376	27.1%	1,727	25.5%	2,228	29.0%	0.17	0.22	0.30	60.7	46.1	34.0	27.2%	1.7
	814.HK	京客隆	6.63	2,733	181	22.1%	217	20.1%	263	21.2%	0.52	0.65	0.83	12.9	10.2	8.0	20.7%	0.5
	1025.HK	物美集团	17.22	22,064	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.49	0.62	0.82	35.4	27.6	21.1	23.2%	1.2
家电及电子消费品零售及分销公司																		
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	8.16	57,089	4012	38.8%	4829	20.4%	5899	22.2%	0.54	0.65	0.79	15.1	12.6	10.3	21.3%	0.6
	493.HK	国美电器	1.93	32,566	1,962	40.7%	2,365	20.5%	2,701	14.2%	0.13	0.16	0.19	15.1	11.9	9.9	17.3%	0.7
	1280.HK	汇银家电	0.64	671	117	20.4%	145	23.3%	179	24.1%	0.13	0.17	0.22	4.9	3.8	2.9	23.7%	0.2

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 6：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	26,161	40,152	49,897	58,300	75,505	93,685	117,280
营业成本	-22,269	-34,347	-41,335	-48,186	-62,041	-76,417	-95,229
营业费用	-2,208	-2,986	-4,780	-5,192	-6,809	-8,955	-11,562
管理费用	-393	-494	-785	-912	-1,250	-1,668	-2,206
财务费用	-24	88	223	173	361	448	560
营业利润	1,147	2,250	2,964	3,875	5,432	6,544	8,000
税前利润	1,147	2,241	2,951	3,926	5,402	6,514	7,970
所得税	-350	-718	-691	-938	-1,297	-1,563	-1,913
少数股东权益	-40	-58	-90	-99	-94	-122	-158
净利润	758	1,465	2,170	2,890	4,012	4,829	5,899
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	151	3,496	3,819	5,555	3,881	6,189	7,677
投资活动现金流	-433	-1,358	-2,450	-1,897	-5,661	-5,263	-5,483
融资活动现金流	1,423	-141	2,024	2,774	123	-324	-511
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
银行存款	1,503	3,501	6,894	13,325	11,677	12,278	13,962
银行承兑汇票抵押存款	1,836	3,964	3,680	8,636	7,675	8,059	8,462
应收帐款	1,180	1,249	1,315	1,453	4,856	6,285	8,194
存货	3,407	4,553	4,908	6,327	9,474	12,307	15,865
流动资产	8,076	13,598	17,188	30,196	34,476	39,722	47,276
长期投资	1	1	1	597	793	793	793
固定资产净值	384	1,869	3,316	2,896	3,914	8,418	13,122
在建工程	72	83	64	409	2,062	2,062	2,062
总资产	8,829	16,230	21,619	35,840	43,907	53,525	65,656
短期借款	276	140	156	0	318	836	1,353
应付帐款	5,151	10,922	11,810	20,182	23,372	28,363	34,949
流动负债	5,532	11,391	12,479	20,719	24,534	30,044	37,147
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	11	28	196	528	528	528
总负债	5,535	11,402	12,506	20,915	25,062	30,571	37,674
少数股东权益	136	204	336	385	507	629	787
股东权益	3,158	4,624	8,776	14,540	18,338	22,325	27,195

资料来源：公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED