

强烈推荐-A (维持)

苏宁电器 002024.SZ

当前股价: 8.16 元

2011 年 12 月 13 日

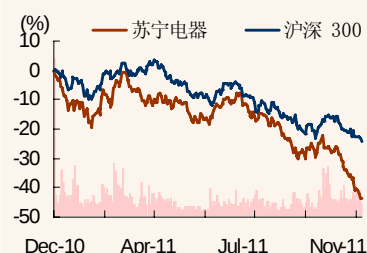
高管增持、定增维持显信心，行业景气下滑难幸免

基础数据

上证综指	2292
总股本 (万股)	699621
已上市流通股 (万股)	544209
总市值 (亿元)	571
流通市值 (亿元)	444
每股净资产 (MRQ)	3.0
ROE (TTM)	21.7
资产负债率	59.5%
主要股东	张近东
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-22	-32	-41
相对表现	-14	-16	-19



来源: 港澳资讯 招商证券

相关报告

1、《苏宁电器 (002024) - 超越总在弯道时》06/05/2009

杨夏

0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn
S1090511030014

一、公告内容简介:

- 1、副董事长孙为民、总裁金明、副总裁孟祥胜、任峻及部分管理层，计划在 1 个月以内，以合计不超过人民币 2 亿元增持公司股票；
- 2、对于 2011 年定向增发事宜，维持向张近东、联想弘毅、新华人寿等三名特定投资者发行股票 4.47 亿股，增发价 12.3 元不变；
- 3、公告 2011 全年新开门店超过 410 家，2012 年新店超过 400 家，并指出，明年实体店发展的亮点在于一级市场的高端细分市场、旗舰店及二、三级市场的规模优势体现，易购随着后台系统搭建的完善，将在 3C 类产品上实现重点突破，2012 年跨越式发展。认为租金上涨及老店租约到期的新签租约对租金成本不会产生实质影响（2012 - 14 年租约到期门店为 52、61、90 家），人工及广告费用在经历了 2011 年大幅上升后，2012 年会平稳增长。公司预计 2011 年净利润增长率在 20 - 25% 左右。

二、评论:

- 1、管理层的增持计划与定增价格的维持，短期内无疑将会注入一剂强心针，管理层大规模自掏腰包的增持与联想、新华人寿等战略投资者不惧短期内帐面浮亏的投资举动，显示管理层及长期投资者仍然看好公司长期发展，能够坚定不少长期投资者的信心；
- 2、短期看，在经历了网商分流及盈利增速下滑带来的估值水平大幅下降之后，当前苏宁所面对的问题是明年家电行业景气下滑，尤其是白电的增速放缓，我们认为，在行业不景气的时候，苏宁的市占率会得到更大程度的提升，能一定程度上对冲家电行业景气下滑的风险，但一级市场的较高市占率及占自身销售占比高和传统家电 80% 左右的毛利额占比，仍然将使公司难以避免受到行业景气下滑的冲击；
- 3、我们认为，在今年新店超过 410 家，明年仍然有 400 家的情况下，苏宁明年的收入增速能有 15% - 20% 增长；在行业景气下滑的背景下，厂家将更加依赖能够大量出货的强势渠道，苏宁的议价能力将得到增强，综合毛利率仍会上升，而费用中，人工、广告促销等将不会再大幅上升，网购明年可能将会以牺牲部分利润增长的策略来竞争上规模，因此明年利润增速应在 15 - 20% 左右。

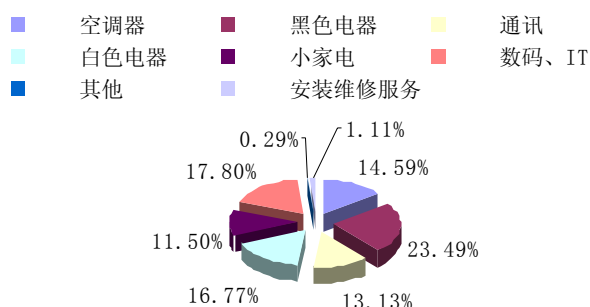
三、投资策略

今年苏宁股价表现较差的主要原因在于估值重心的大幅下移，除了网购分流压估值及市场整体估值重心下移的原因之外，原有的增长逻辑所支撑的盈利的增速下滑也是估值向下走的主要原因，我们认为苏宁如能焕发第二春则需要投资者能够看到新的增长蓝图，由于公司本身基数较大及中国城乡消费能力差异较大，原有实体店的增长难以使公司业绩增速再重回高增长，在没有看到新的增长点以前，公司的估值区间可能就在 PE10 - 15 倍之间震荡。

行业的不景气将带给龙头公司市场整合的机会，苏宁市占率的提升是毋庸置疑的，这使得其在行业景气时将获得更多的收益。当前的低估值已经反应了非常悲观的预期。这次管理层增持及定增方案的维持，能使得短期内公司股价有较好表现，后期需关注此次管理层增持的最终力度及明年家电行业的景气情况。在行业不景气的背景下，电商的经营也将面临困难的局面，或许明后年将逐渐迎来电商行业的大洗牌，那时将是苏宁估值提升的较佳时机。我们仍然维持强烈推荐 A 评级，预计 2011、12 年 EPS 为 0.71、0.85 元。

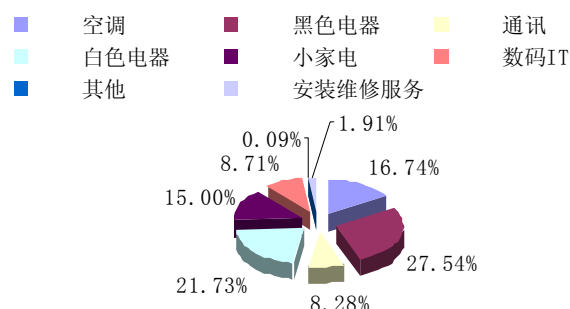
风险因素：家电行业下滑幅度大，易购销售未见起色。

图 1：2011H 各品类主营业务收入占比



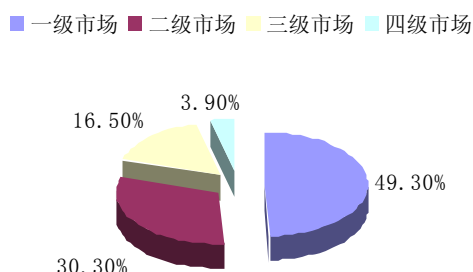
资料来源：招商证券研发中心，公司公告

图 2：2011H 各品类主营业务毛利额占比



资料来源：招商证券研发中心，公司公告

图 3：2011H 各级市场面积占比



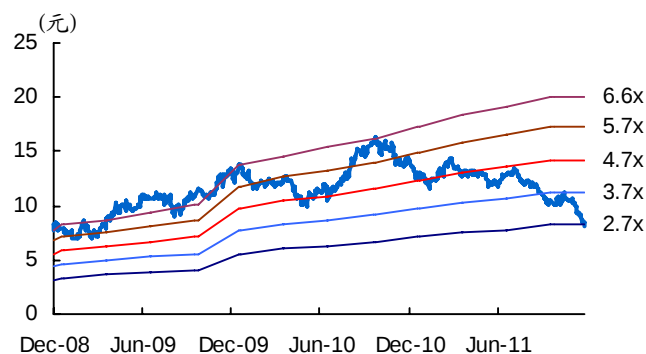
资料来源：招商证券研发中心，公司公告

图 4: 苏宁电器历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

图 5: 苏宁电器历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

参考报告:

1、《苏宁电器（002024）- 超越总在弯道时》06/05/2009

参考百思买的成长历程，从苏宁电器发展历史的角度探寻公司能够在长期竞争中脱颖而出的理由，并初步探讨了苏宁未来的发展方向。

2、《苏宁电器（002024）- “家电以旧换新”将对公司业绩带来较大正面刺激》06/07/2009

大众观点普遍认为此方案对苏宁电器销售业绩刺激不大，我们认为由于方案主要面对消费力较强的城镇市场的更新换代需求，且公司在试点城市有较高市场占有率，因此该方案的实施将对公司的销售带来较大的正面刺激。

3、《苏宁电器（002024）- 定向增发加快布局》06/22/2009

我们认为此次增发将使得公司未来发展战略更加清晰：加大二、三级市场门店布局，并调整门店结构；大力建设物流配送服务体系，构建公司核心竞争力；进一步扩大定制包销、OEM、差异化产品占比，盈利模式向买断经营转变。

4、《苏宁电器（002024）- 业绩回暖态势明显，上调盈利预测及目标价位》07/30/2009

5、《苏宁电器（002024）- 营销转型是下一阶段主要看点》09/14/2009

6、《苏宁电器（002024）- 三季度业绩符合预期，上调目标价位至 20 元》11/02/2009

7、《苏宁电器（002024）- 并购进军香港，继续关注家电以旧换新投资机会》12/31/2009

8、《苏宁电器（002024）- 业绩回升迅猛，上调 2010 年盈利预测及目标价位》03/01/2010

9、《苏宁电器（002024）- 股价严重低估》04/29/2010

10、《苏宁电器（002024）- 股权激励彰显管理层对未来发展信心》08/26/2010

11、《苏宁电器（002024）- 股价依然便宜》09/01/2010

12、《苏宁电器（002024）- 发力网购，成就未来》02/24/2011

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。