

苏宁电器 (002024)

买入/维持评级

股价: RMB12.42

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:s1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

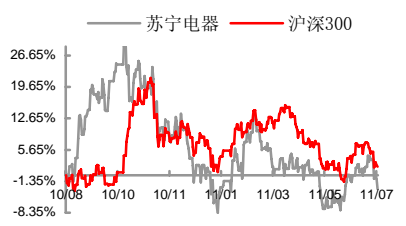
相关研究

- 《全面控股 LAOX, 海外平台初建成》-20110629
- 《新十年, 新苏宁》-2011/06/21
- 《大股东携战投溢价定增, 公司发展前景光明》-2011/06/17
- 《线下稳健, 线上迅猛》-2011/05/03
- 《四月突围, 易购发力在即》-2011/04/11
- 《线上线下, 齐头并进》-2011/03/18
- 《大白马也有春天》-2011/03/08
- 《线上线下, 硝烟渐起》-2010/11/02

基础数据

总股本 (百万股)	6,996
流通 A 股 (百万股)	6,996
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	86,893

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

平稳中孕育希望

——2011 半年度业绩快报点评

- 公司公布 2011 半年度业绩快报, 上半年实现营业收入 442.41 亿元, 同比增长 22.68%; 剔除易购收入 21.96 亿元, 同比增长 16.59%, 与一季度同比增速持平。其中可比店面 (2010 年 1 月 1 日前开设的门店) 收入同比增长 3.14%, 较一季度 4.12% 有所下滑; 实现归属母公司净利润 24.74 亿元或 EPS=0.35 元, 同比增长 25.35%。
- 公司上半年新进入 10 个地级以上城市 (共计进入 243 个), 新开门店 152 家 (净增加 140 家) 至 1451 家, 并在香港地区新开门店 5 家至 28 家, 协助 LAOX 在日本新开门店 1 家至 9 家。二季度线下业务扩张步伐较一季度明显加快 (一季度净增门店 37 家), 我们预计全年有望完成 370 家新开门店的既定目标。
- 线上易购业务二季度单季实现含税收入 12.73 亿元, 与一季度基本持平, 但鉴于电商行业正处于环比增长的快速发展阶段, 易购二季度的经营数据应该说是低于市场预期的。我们了解到, 尽管易购于今年年初宣布独立运行, 但人员的大规模招募、团队的磨合等在二季度才真正展开, 而原定 6 月上线的 40 万 SKU 的图书品类的延期 (我们判断可能是由于后台系统数据对接的相对滞后造成延期) 也是二季度易购收入低于预期的原因之一。随着三季度首个位于南京的全自动小品类仓库的投入使用和图书品类的上线, 我们预计易购全年完成 50 亿含税收入是大概率事件, 并有望达到 60-70 亿元。对于电商行业的新进入者, 我们仍需耐心地等待, 并持续地跟踪观察!
- 随着未来十年战略规划的发布, 公司已将战略中心转移到未来十年长远发展的基础平台的构建。而大股东及战投的现价定增 (锁定期 3 年), 也体现了对于公司长远前景的信心与认可。我们维持公司 11-13 年定增摊薄后 EPS=0.72、0.92 和 1.14 元, 现价对应 PE 为 17、13 和 11 倍, 买入评级! 公司将于 8 月 31 日披露 2011 年中报, 届时我们将做更为详尽的分析!
- 风险提示: 苏宁易购经营情况低于预期; 公司向三、四线市场渠道下沉进展缓慢。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	75,504.7	97,363.0	124,222.7	156,779.4
(+/-%)	29.5	28.9	27.6	26.2
归属母公司净利润(百万元)	4,011.8	5,100.6	6,504.1	8,027.3
(+/-%)	38.8	27.1	27.5	23.4
EPS(元)	0.57	0.72	0.92	1.14
P/E(倍)	21.7	17.1	13.4	10.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	34,476	44,712	56,216	71,824	营业收入	75,505	97,363	124,22	156,77
现金	19,352	25,962	32,439	41,893	营业成本	62,041	79,777	102,17	129,63
应收账款	1,105	1,387	1,770	2,234	营业税金及附	268	389	497	627
其他应收款	976	1,417	1,807	2,281	营业费用	6,809	8,510	10,658	13,169
预付账款	2,741	3,191	4,087	5,185	管理费用	1,250	1,825	2,335	2,822
存货	9,474	11,961	15,318	19,435	财务费用	(361)	(104)	(146)	(186)
其他流动资产	828	795	795	795	资产减值损失	76	65	34	41
非流动资产	9,432	12,742	6,205	19,492	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	793	793	793	793	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	3,914	6,075	8,350	10,720	营业利润	5,432	6,900	8,675	10,672
无形资产	1,331	1,712	2,033	2,294	营业外收入	72	0	0	0
其他非流动资产	3,393	4,162	5,029	5,685	营业外支出	102	0	0	0
资产总计	43,907	57,454	72,421	91,316	利润总额	5,402	6,900	8,675	10,672
流动负债	24,534	32,394	40,759	51,522	所得税	1,297	1,656	2,082	2,561
短期借款	318	0	0	0	净利润	4,106	5,244	6,593	8,111
应付账款	6,839	9,573	11,750	14,908	少数股东损益	94	4	99	104
其他流动负债	17,378	22,821	29,009	36,614	归属母公司净	4,012	5,101	6,504	8,027
非流动负债	528	528	528	528	EBITDA	6,618	8,689	10,733	13,179
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	0.72	0.92	1.14
其他非流动负	528	528	528	28					
负债合计	25,062	32,922	41,286	52,050	主要财务比率				
少数股东权益	507	551	650	753	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	6,996	7,041	7,041	7,041	成长能力				
资本公积	655	1,161	1,161	1,161	营业收入	29.5%	28.9%	27.6%	26.2%
留存收益	10,679	15,780	22,284	30,311	营业利润	0.2%	27.0%	25.7%	23.0%
归属母公司股	18,845	24,532	31,135	39,266	归属母公司净	38.8%	27.1%	27.5%	23.4%
负债和股东权	43,907	57,454	72,421	91,316	获利能力				
					毛利率(%)	17.8%	18.1%	17.8%	17.3%
					净利率(%)	5.3%	5.6%	5.5%	5.3%
					ROE(%)	21.9%	21.3%	21.3%	20.8%
					ROIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率	57.1%	57.3%	57.0%	57.0%
					净负债比率	1.72%	.34%	0.27%	0.22%
					流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
					速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	1.89	1.92	1.91	1.92
					应收账款周转	104.03	78.14	78.68	78.31
					应付账款周转	10.48	9.72	9.58	9.73
					每股指标(元)				
					每股收益(最	0.57	0.72	0.92	1.14
					每股经营现金	0.55	1.52	1.61	2.05
					每股净资产	2.62	3.41	4.33	5.47
					估值比率				
					P/E	21.7	17.1	13.4	10.9
					P/B	4.7	3.6	2.9	2.3
					EV/EBITDA	14.1	10.9	9.0	7.5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层

邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932

传真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层

邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028

传真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司