

2009-03-01

电脑与电子产品零售

苏宁电器 002024.SZ

维持

增持

当前价格	16.10 元
目标价格	22.50 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

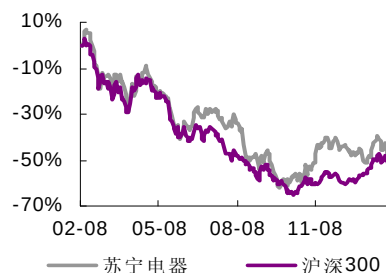
021-22169127

huangzg@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,991
总市值(百万元)	48,155
流通比例(%)	66.43%
12 个月最高/最低(元)	70.00/12.01
近 3 月日均成交量(百万股)	27.30
主要股东	张近东

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.82	-28.41	3.26
绝对收益	2.48	-11.44	-50.95

相关报告:

行业下行加剧, 业绩低于预期
..... 2009-01-20
利用行业冬天提升市场份额
..... 2009-01-14
国美电器黄光裕接受调查对苏宁电器的可能
影响分析
..... 2008-11-24

销售压力加大, 管理提升效率

◇ 报告起因: 公布 08 年年报

08 年实现营业收入 498.97 亿元, 同比增长 24.27%; 归属于母公司净利润 21.70 亿元, 同比增长 48.09%; 每股收益 0.73 元。向全体股东每 10 股送 2 股红股并派发现金红利 0.3 元人民币(含税), 同时以公积金转增股本每 10 股转增 3 股。

◆ 同店增长最坏的时期过去, 维持全年-5%的预测:

同店销售全年同比下降 5.72%。08 年四季度或许是最差的时期, 随后同店增速开始好转。

维持对 09 年的同店增长-5%的预测, 一方面我们认为 09 年行业情况会逐步好转, 虽然过程可能会比较长。另一方面考虑到 08 年基数较低的原因, 09 年同店增长进一步下滑的可能性较小。同时家电下乡政策会有一定的刺激。

◆ 行业增速大幅下滑, 对公司影响显著:

08 年行业增速下滑 8 个百分点达到 6%。目前公司市场份额达到了 6.3%, 如果用商务部的数据核算, 则市场份额达到 12%, 行业面对公司的影响日益显著。行业绝对增速对公司的参考意义不大, 但是增速变化的影响明显。

如果 09 年行业增速不进一步下滑, 甚至起稳回升, 则公司较大的业绩弹性会得到释放, 带来业绩增速的快速回升。

◆ 综合毛利率持续提升, 同店销售下滑拖累费用率:

08 年主营业务毛利率同比增长 3.28 个百分点, 其他业务利润同比下降 0.57 个百分点, 综合毛利率同比增长 2.71 个百分点。未来毛利率提升的空间仍然来自于供应链合作优化带来的双赢。剔除偶然性因素, 毛利率提升幅度在 0.5 个百分点之内。

费用率变化和同店增长密切相关。相对固定的那部分费用的销售比下降需要销售额的持续增长。而同店负增长将不可避免地导致费用率上升。

◆ 营业周期进一步优化, 充裕现金保证逆势扩张的能力:

面对销售疲软, 苏宁在供应链上的各个环节快速做出反应, 及时调整订单和存货, 各项周转率都得到改善, 营业周期进一步优化。08 年末公司货币资金余额 105.7 亿元, 扣除银行承兑汇票保证金 36.3 亿元, 还有现金 70 亿元。和竞争对手相比有明显优势。经营性现金流增加 9%, 达到 38.2 亿。

◆ 微调盈利预测, 维持增持评级:

预计 09-11 年公司实现收入 586 亿、734 亿和 899 亿元。对应 EPS 分别为 0.9 元、1.14 元和 1.41 元。我们依旧看好公司优秀的管理和先进的运营。并对公司在行业冬天里稳步提升市场份额表示积极乐观。维持增持的投资评级, 目标价格 22.5 元, 对应 09 年 25 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	40,152	49,897	58,629	73,462	89,917
营业收入增长率	53.48%	24.27%	17.50%	25.30%	22.40%
净利润(百万元)	1,465	2,170	2,682	3,410	4,225
净利润增长率	93.42%	48.09%	23.57%	27.16%	23.90%
EPS(元)	1.02	0.73	0.90	1.14	1.41
ROE	31.55%	24.80%	23.32%	22.89%	22.21%
P/E	16	22	18	14	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

08 年公司实现营业总收入 498.97 亿元，同比增长 24.27%；实现归属于母公司净利润 21.70 亿元，同比增长 48.09%；每股收益 0.73 元。实现经营活动产生的现金流量净额 38.19 亿元。向全体股东每 10 股送 2 股红股并派发现金红利 0.3 元人民币（含税），同时以公积金转增股本每 10 股转增 3 股。

销售面临压力，但仍将保持接近 20% 的增长

1. 同店增长最坏的时期过去，维持全年-5% 的预测

公司可比店面销售收入出现阶段性下降，全年同比下降 5.72%。08 年四季度或许是最差的时期。

去年四季度实现销售收入 121 亿，今年 108 亿，下降了 11%，扣除掉元旦和国庆的因素，我们估计销售额持平。

不考虑元旦和国庆前置的影响，四季度同店销售下滑明显。同店增长在短短几个季度大幅下滑体现了家电销售很强的周期性，这也超出我们在 08 年中期的预期。

地域来看，一线城市同店增长放缓最为明显。门店类型上看，旗舰店表现出了较好的涨多跌少的态势。

可比门店 销售增长	旗舰店	中心店	社区店	一级市场	二级市场	三级市场
2007	18.76%	14.91%	15.21%	16.99%	13.53%	20.03%
2008	-5.39%	-7.27%	-4.57%	-6.02%	-5.62%	-3.41%

09 年的同店趋势我们维持在-5%，一方面我们认为 09 年的行业情况会逐步好转，虽然过程可能会比较长。另一方面考虑到 08 年基数较低的原因，09 年同店增长进一步下滑的可能性较小。同时家电下乡政策会对家电销售有一定的刺激。

2. 行业增速大幅下滑，对公司影响显著

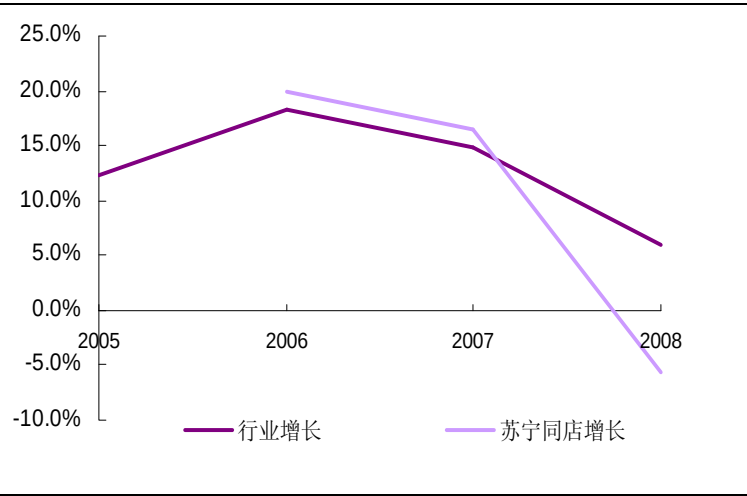
2008 年全年行业的增长较预期有所下降。中怡康的数据显示，2008 年国内家电及消费类电子产品的市场总规模为 7920 亿元，比去年同期增长 6%，增幅放缓约 8 个百分点。此前预期 08 年市场容量可以达到 8300 亿元。

公司目前的市场份额达到了 6.3%，如果用上报商务部的数据核算，则市场份额已经达到 12%，行业对公司的影响日益显著。行业绝对增速对公司的参考意义不大，但是增速变化的影响明显。

如果 09 年行业增速不进一步下滑，甚至起稳回升，则公司较大的业绩弹性会得到释放，带来业绩增速的快速回升。

图 1：同店增长受行业变动影响

增速比较



资料来源：光大证券研究所

3. 外延式扩张预计会放缓，门店调整构筑长期优势

公司已在全国 178 个地级以上城市拥有连锁店 812 家，连锁店面面积达 346.20 万平方米，比上年同期增长 31.03%；平均单店面积 4,263 平方米，比上年同期增长 1.99%。公司的旗舰店策略使得平均单店面积持续提升，有助于加快 3C 品类转换并提升单店经营效率。

08 年公司重置门店为 30 家，显著高于 07 年的 14 家和 06 年的 9 家。净增门店 180 家。

我们预期 09 年重置门店的数量会增长，这也是公司优化门店资源，提升经营效率的必由之路。基于这点考虑，预计 09 年公司净增门店仍然维持在 180 家，10 年将加速达到 200 家。

4. 产品结构朝 3C 进一步转型，但成熟仍需时日

黑电仍然是业务占比的绝对龙头，同时毛利贡献在进一步提升。数码 IT 和小家电表现抢眼。空调和通讯产品下滑比较明显，对利润贡献相应下滑。

	主营收入占比		主营毛利占比		主营增长	主营毛利率
	2007	2008	2007	2008	2008	2008
彩电、音像、碟机	29.4%	28.4%	33.0%	35.8%	20.7%	18.3%
冰箱、洗衣机	16.8%	16.7%	18.3%	19.6%	24.1%	17.1%
数码及 IT 产品	12.0%	14.0%	4.0%	5.4%	46.1%	5.6%
小家电产品	11.5%	13.8%	15.9%	15.9%	49.4%	16.8%
空调器产品	15.4%	13.4%	15.7%	13.3%	9.4%	14.4%
通讯产品	13.9%	12.5%	9.0%	6.4%	12.7%	7.5%
安装维修业务	0.8%	1.0%	3.4%	3.0%	53.7%	44.0%
其他产品	0.2%	0.1%	0.7%	0.4%	-53.3%	78.3%

毛利率和费用率有喜有忧

1. 综合毛利率持续提升

08年公司主营业务毛利率同比增长3.28个百分点，其他业务利润同比下降0.57个百分点，综合毛利率同比增长2.71个百分点。

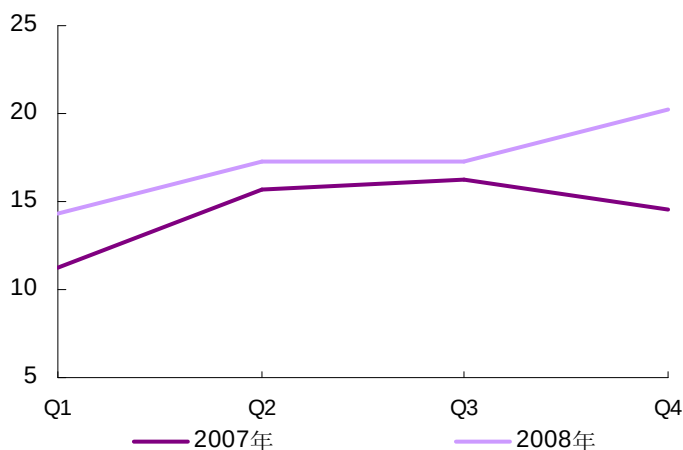
公司一至四季度综合毛利率分别为14.3%、17.3%、17.3%和20.2%。毛利率持续上升的内在原因是公司对供应商供应链合作环节的优化、包销定制产品份额的提升和收购加盟店。

而毛利率在二季度的异常变动分别是因为二季度家电涨价明显，四季度因销售低迷，供应商固定返利等收入相对平稳，导致毛利率超常提升。

未来公司毛利率提升的空间仍然来自于供应链合作优化带来的双赢。剔除偶然性因素，我们认为毛利率提升幅度在0.5个百分点之内。

图2：综合毛利率持续提升

综合毛利率季度变化



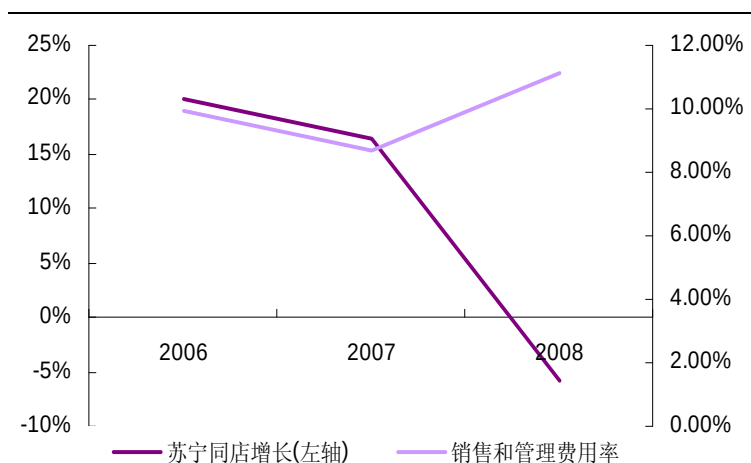
资料来源：光大证券研究所

2. 同店销售下滑拖累销售费用率

费用率变化和同店增长密切相关。相对固定的那部分费用占销售比率下降需要销售额的持续增长。而同店负增长将不可避免地导致费用率上升。

图 3：同店销售下降拖累费用率

同店增长和费用率水平



资料来源：光大证券研究所

从费用细分表可以看出，占比最大的两项费用，租赁费和人员费用占比出现了明显上升。考虑到这两类费用的刚性特点（租赁费，特别是先有门店的租赁费用是相对固定的；人员费用也相对刚性），我们认为同店下滑是费用率上升的最重要原因。

根据这个结论我们认为，09 年-5%的同店增长会带来费用率进一步上升。

	2008 年 1-12 月		2007 年 1-12 月		费用占比变动
	金额	占主营收入比	金额	占主营收入比	
运杂费	217,836	0.45%	123,142	0.32%	0.13%
广告促销费	823,291	1.70%	597,082	1.54%	0.16%
租赁费	1,820,194	3.77%	1,008,690	2.61%	1.16%
人员费用	1,564,997	3.24%	910,464	2.35%	0.89%
水电费	317,826	0.66%	221,132	0.57%	0.09%
装潢费	240,298	0.50%	169,159	0.44%	0.06%
其他费用	580,547	1.20%	449,450	1.16%	0.04%
小计	5,564,989	11.52%	3,479,119	8.99%	2.53%

营运能力逆势得到提升

1. 营业周期进一步优化

一般而言，在销售疲软的情况下，企业运营效率会明显降低，除非企业在供应链上的各个环节可以快速对销售疲软作出反应，及时调整订单和存货。苏宁在这一点上表现出了非常好的管理能力。

项目	2008 年	2007 年	2006 年
应付票据周转天数(天)	59.63	51.21	33.79
应付账款周转天数(天)	29.55	25.34	27.95
应收款总周转天数	49.4	42.8	31.8
存货周转天数	41.2	41.8	43.8

各项周转率都得到进一步改善，而存货周转和应收款周转天数差距进一步加大，体现出了公司经营效率明显提升，经营风险进一步降低。

2. 充裕现金保证逆势扩张的能力

08 年末公司货币资金余额 105.7 亿元，扣除银行承兑汇票保证金期末余额 36.3 亿元，公司还有现金 70 亿元。和竞争对手相比有明显优势。经营性现金流增加 9%，达到 38.2 亿。

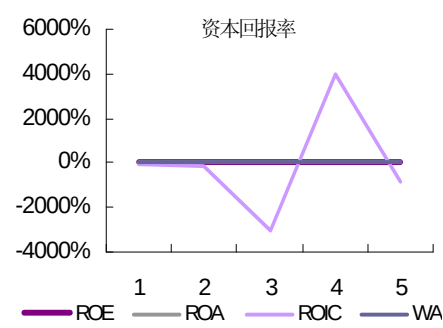
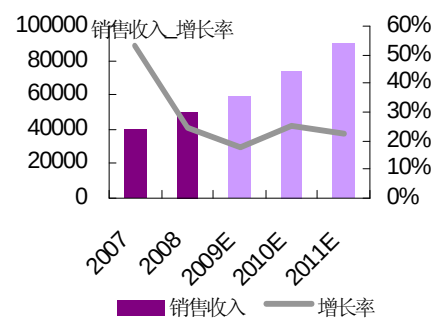
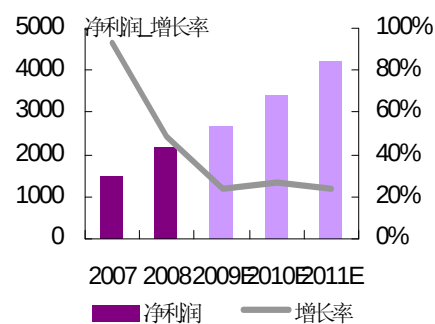
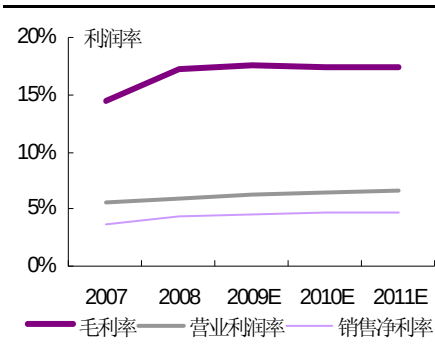
盈利预测和投资评级：

我们根据毛利率和净增门店数略微调整了盈利预测。我们的关键假设包括毛利率，费用率，净新增门店和同店增长率。这些在上文中已经阐述。

预计 09-11 年公司实现收入 586 亿、734 亿和 899 亿元。对应 EPS 分别为 0.90 元、1.14 元和 1.41 元。

我们依旧看好公司优秀的管理和先进的运营。并对公司在行业冬天里稳步提升市场份额表示积极乐观。维持增持的投资评级，目标价格 22.5 元，对应 09 年 25 倍 PE。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	40,152	49,897	58,629	73,462	89,917
营业成本	34,347	41,335	48,369	60,679	74,272
EBITDA	2,153	2,728	3,536	4,551	5,701
折旧和摊销	64	128	197	271	345
销售费用	2,986	4,780	5,628	6,979	8,452
管理费用	494	785	938	1,102	1,349
财务费用	-88	-223	-224	-279	-363
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	2,250	2,964	3,696	4,703	5,867
利润总额	1,465	2,170	3,696	4,703	5,867
少数股东损益	58	90	90	117	176
归属母公司净利润	1,465.43	2,170.19	2,681.71	3,410.15	4,225.02

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	16,230	21,619	26,889	34,503	43,479
流动资产	13,598	17,188	21,368	27,751	35,357
货币资金	7,465	10,574	11,947	15,346	20,192
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	108	110	147	184	225
应收票据	24	0	12	15	18
其他应收款	69	94	112	142	174
存货	4,553	4,908	6,772	9,102	11,141
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	1	1	1	2	2
固定资产	1,869	3,316	4,548	5,723	7,029
无形资产	374	566	538	510	481
总负债	11,402	12,506	15,015	19,121	23,696
无息负债	11,155	12,197	14,862	18,968	23,543
有息负债	247	309	153	153	153
股东权益	4,828	9,112	11,884	15,411	19,812
股本	1,442	2,991	2,991	2,991	2,991
公积金	580	1,866	2,395	3,055	3,839
未分配利润	2,743	4,334	6,600	9,482	13,046
少数股东权益	204	336	426	543	719

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3,496	3,819	2,574	4,403	5,943
净利润	1,465	2,170	2,682	3,410	4,225
折旧摊销	64	128	197	271	345
净营运资金增加	-337	2,502	1,687	2,311	5,381
其他	2,303	-981	-1,991	-1,588	-4,007
投资活动产生现金流	-1,358	-2,450	-1,290	-1,319	-1,500
净资本支出	1,650	1,302	1,335	1,539	1,538
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	-3,007	-3,753	-2,625	-2,858	-3,038
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	721	1,550	0	0	0
债务净变化	-137	62	-156	0	0
其它长期负债变化	11,313	1,042	2,664	4,106	4,575
净现金流	1,998	3,393	1,373	3,399	4,846

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	53.48%	24.27%	17.50%	25.30%	22.40%
净利润增长率	93.42%	48.09%	23.57%	27.16%	23.90%
EBITDA 增长率	83.75%	26.68%	29.65%	28.71%	25.25%
EBIT 增长率	83.87%	26.68%	27.29%	27.41%	24.43%
EPS 增长率	-3.29%	-28.63%	23.57%	27.16%	23.90%
估值指标					
PE	16	22	18	14	11
PB	5	5	4	3	2
EV/EBITDA	7	14	10	7	5
EV/EBIT	7	14	10	7	5
EV/NAPLAT	8	14	14	10	7
EV/Sales	0	1	1	0	0
EV/IC	-6	-29	-561	520	-73
盈利能力 (%)					
毛利率	14.46%	17.16%	17.50%	17.40%	17.40%
EBITDA 率	5.36%	5.47%	6.03%	6.20%	6.34%
EBIT 率	5.36%	5.47%	5.92%	6.02%	6.12%
税前净利润率	5.58%	5.91%	6.30%	6.40%	6.53%
税后净利润率	3.65%	4.35%	4.57%	4.64%	4.70%
ROA	9.39%	10.45%	10.31%	10.22%	10.12%
ROE	31.55%	24.80%	23.32%	22.89%	22.21%
ROIC	-83.04%	-199.63%	-4031.39%	5259.08%	-1079.05%
偿债能力					
净负债 / 权益	-1.52	-1.14	-1.01	-1.00	-1.02
资产负债率	70.25%	57.85%	55.82%	55.37%	54.46%
流动比率	1.19	1.38	1.43	1.46	1.50
速动比率	0.79	0.98	0.97	0.98	1.03
每股指标					
EPS	1.02	0.73	0.90	1.14	1.41
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	1.28	0.86	1.47	1.99
每股净资产	3.35	3.05	3.97	5.15	6.62
每股销售收入	27.85	16.68	19.60	24.56	30.06
每股 EBITDA	1.49	0.91	1.18	1.52	1.91

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

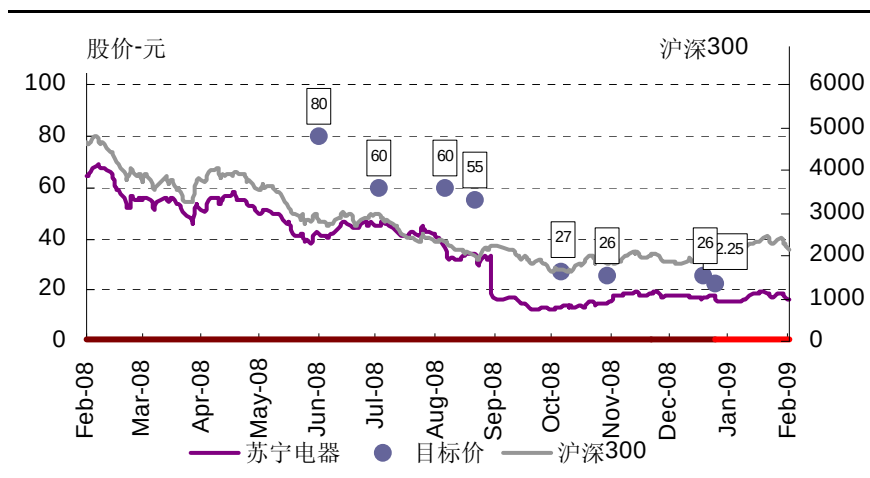
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

苏宁电器（002024）

分析师：黄志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-07-12	48.26	57.60	买入
2007-08-31	71.01	76.00	买入
2007-10-18	65.00	76.00	买入
2007-10-29	70.71	76.00	买入
2007-12-05	61.70	80.00	买入
2008-06-27	43.02	80.00	买入
2008-07-28	45.30	60.00	买入
2008-09-01	40.71	60.00	买入
2008-09-16	34.00	55.00	买入
2008-10-31	13.50	27.00	买入
2008-11-24	14.64	26.00	买入
2009-01-14	16.61	26.00	买入
2009-01-20	17.46	22.25	增持

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

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

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				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

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，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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。