

上市公司简评报告

零售业

危中有机，强者恒强

事件

公司今日公布2008年年报：公司2008年实现营业收入498.97亿元，实现归属于母公司所有者的净利润21.7亿元，分别同比增长24.27%和48.09%；实现基本每股收益及扣除非经常性损益后每股收益均为0.74元。

08年利润分配方案：每10股送2股，以资本公积金转增3股，并派发现金股利0.3元（含税）

简评

公司全国门店布局进一步完善

2008年，公司新进地级以上城市26个，新开连锁店210家，置换连锁店30家，净增加连锁店180家，其中旗舰店、中心店和社区店分别新增30家、41家和109家。截至2008年末，公司已在178个地级以上城市总共拥有门店812家，连锁面积达到346.2万平米（比上年同期增长31%），单店平均面积达到4263平米。

公司2008年新增自有物业门店数达到9个（总面积达到11.87万平米），使得其自有物业门店总数达到17家（总面积达到21.86万平米）。

公司目前的门店分布仍然主要以华东、华北以及华南地区等经济发达地区为主，但是东北以及西南地区的门店数增速明显加快。从门店类型来看，重点城市的新增门店仍以旗舰店和中心店为主，而社区店数量则有收缩并向周边的二、三线城市发展的趋势。我们认为公司目前实施的“地区攻略”和“旗舰店攻略”有助于稳固并扩大公司的市场份额，二、三线城市门店的增加有助于其全方位、多层次的占领区域市场。

全年综合毛利率及期间费用率同比均上升，业绩增速下滑

公司2008年的综合毛利率17.72%，比2007年上升2.71个百分点，这主要源自公司销售规模的扩大所带来的规模效应、公司与供应商合作模式逐步向简单的进销差价模式转变以及各项产品毛利率的提升。其次，公司2007年底承接的加盟店纳入公司体系运营，零售业务的毛利水平高于向特许加盟商的销售业务也是08年毛利率出现较大幅度提升的一个重要原因。另外，由于公司促销的增加、租金和员工成本支出的增加，公司2008年的销售管理费用率11.15%，比去年同期上升2.49个百分点。公司全年的营业收入增速比去年同期低29.21个百分点，净利润增速比去年同期低45.33个百分点，增速下滑均比较明显。

苏宁电器（002024）

维持

增持

彭砚苹

pengyanping@csc.com.cn

陈乐华

chenlehua@csc.com.cn

010-85130996

分析日期：2009年02月28日

当前股价：16.10元

目标价格6个月：18.80元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
2.5/-2.2	-4.1/-15.4	-49.6/2.0
12月最高/最低价（元）		70.00/12.01
总股本（万股）		299,101
流通A股（万股）		202,716
总市值（亿元）		482
流通市值（亿元）		326
近3月日均成交量（万）		2,756
主要股东		
张近东		28.61%

股价表现



相关研究报告

09.02.17	零售行业动态报告-景气下行背景下关注并购重组
08.09.01	苏宁电器08中报点评-外延扩张助推公司业绩

受房地产市场及消费景气下降拖累，四季度业绩出现负增长

由于受到一线城市房地产市场成交量低迷、自然灾害以及居民整体消费增速下滑的影响，公司全年可比门店同比销售增速下滑5.72%，其中：中心店的下滑幅度要大于旗舰店和社区店的下滑幅度；一级市场门店下滑幅度要明显大于二、三级城市。从四季度单季的情况来看，公司整体营业收入同比下滑10.85%，据此我们估计公司四季度单季的可比门店销售同比下滑幅度将在11%以上。在销售下滑的同时，公司为扩大销售收入，其促销力度也明显加大，四季度单季度的销售费用率达到12.5%，比07年同期上升5.6个百分点，也比三季度单季上升3.28个百分点，为公司上市以来的最高值，期间费用的增加使得公司四季度单季度归属于母公司所有者的净利润同比下滑12.63%。如果2009年我国宏观经济增速以及消费增速放缓，房地产市场成交量持续低迷，我们预计公司2009年可比门店销售增长率将在-8%—10%左右，公司将面临较大的内生增长压力。

中标“家电下乡”有利于公司渠道下沉

凭借店面网络、物流配送、售后服务等优势，公司一举中标09年12省（市）家电下乡项目，并且在商务部随后的两次招标中，公司取得了全国28个省份和地区的渠道商资格。我们认为，由于其门店和物流体系覆盖面的限制，其在家电下乡过程中与其他以二、三线城市及农村市场发展为主的地方家电连锁企业相比并不见得有多少优势，但积极参与“家电下乡”有利于为其探索农村市场家电连锁的发展模式，并为公司以后销售渠道向二、三线城市及广大农村市场下沉积累经验。

危中有机，强者恒强

虽然2008年公司发展面临各方面的困难，但是这并没有阻挡公司各项创新步伐，公司在产品采购合作模式、商品引进、销售渠道拓展方面进行了一系列的创新。公司在2008年分别与惠而浦、LG以及伊莱克斯等国际家电巨头签署了战略合作协议，并自主研发推出了其家电延保产品——“阳光包服务计划”。另外，公司在物流体系和信息化平台也进一步完善。我们长期看好公司稳健的发展战略，其对创新以及后台建设的重视将成为其战胜其他竞争对手的有力武器。虽然公司目前短期的业绩增长面临着较大的压力，但我们认为这种不利的环境对于公司这个行业的强者而言更多的是一个发展的大好机会。

盈利预测和投资评级

根据我们的盈利预测，公司在2009—2011年的EPS将分别达到0.94元、1.24元和1.74元，公司目前的股价对应的09年的动态PE为17.15X。我们认为，虽然公司目前面临一定的可比门店增长压力，但公司仍存在较大的外延式扩张空间，并且我们相信公司持续的创新能力和后台建设将给公司的增长注入新的活力，我们仍看好公司的长期发展，维持我们前期给予的“增持”评级，认为其合理目标价格在18.8元。

风险提示

如果房地产行业住房成交量持续低迷，公司可比门店收入可能出现超预期下滑，对公司短期盈利能力产生更大的负面影响。

表 1：公司各类型门店的地区分布情况

	旗舰店	中心店	社区店	合计
华东一区	22	46	104	172
华东二区	29	43	74	146
华南地区	13	30	92	135
华北地区	19	34	68	121
西南地区	11	22	47	80
华中地区	5	19	37	61
东北地区	9	15	36	60
西北地区	4	15	18	37

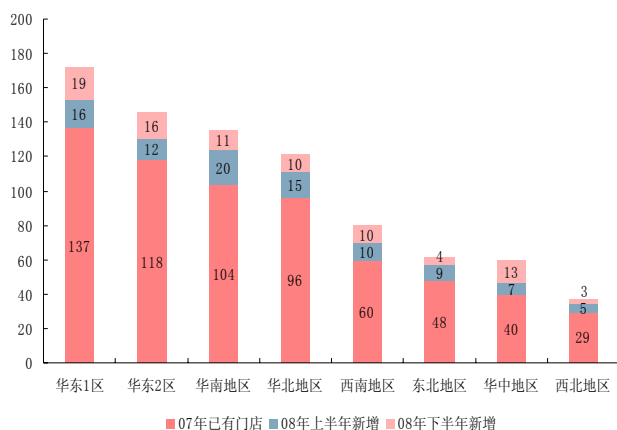
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

表 2：公司重点城市各类型门店分布情况

	旗舰店		中心店		社区店	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
上海	11	17	6	18	26	16
北京	8	14	14	15	17	19
广州	3	4	3	6	20	21
天津	3	4	3	6	18	15
深圳	3	4	2	5	16	16
南京	3	4	3	7	13	9
重庆	2	4	6	7	8	10
成都	1	3	2	3	8	6
武汉	2	2	3	4	5	7

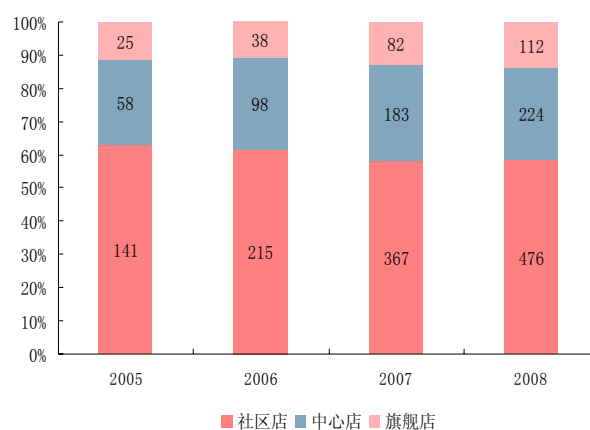
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 1：公司门店区域分布



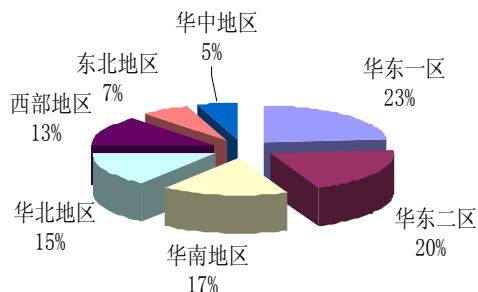
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 2：公司门店类型构成



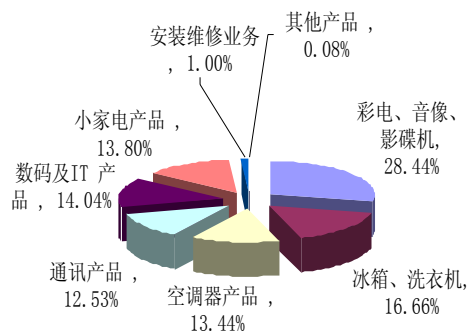
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 3：公司销售收入的地区结构



资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 4：公司销售收入的产品结构

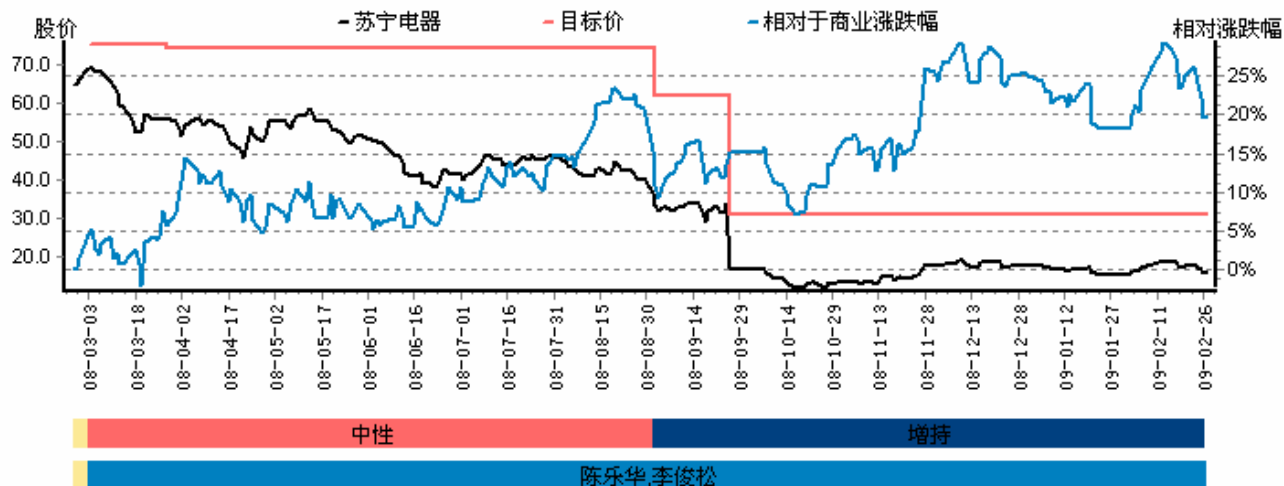


资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

表 3：公司盈利预测表

	2008A	2009E	增长率	2010E	增长率	2011E	增长率
一、总营业收入	49,896.71	61,692.29	23.64%	78,571.30	27.36%	104,672.69	33.22%
二、总营业成本	46,932.34	57,805.68	23.17%	73,464.17	27.09%	97,554.95	32.79%
营业成本	41,334.76	50,587.68	22.39%	64,428.47	27.36%	85,831.61	33.22%
主营业务税金及附加	203.49	246.77	21.27%	314.29	27.36%	418.69	33.22%
营业费用	4,780.47	6,477.69	35.50%	8,092.84	24.93%	10,467.27	29.34%
管理费用	784.52	863.69	10.09%	1,021.43	18.26%	1,360.74	33.22%
财务费用	-223.29	-370.15	65.77%	-392.86	6.13%	-523.36	33.22%
资产减值损失	52.39	0.00	-100.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
投资收益	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
四、营业利润	2,964.37	3,886.61	31.11%	5,107.13	31.40%	7,117.74	39.37%
营业外收支净额	-13.50	0.00	-100.00%	0.00	0.00%	0.00	#DIV/0!
五、利润总额	2,950.87	3,886.61	31.71%	5,107.13	31.40%	7,117.74	39.37%
减：所得税	690.95	971.65	40.63%	1,276.78	31.40%	1,779.44	39.37%
六、净利润	2,259.92	2,914.96	28.99%	3,830.35	31.40%	5,338.31	39.37%
减：少数股东权益	89.74	107.69	20.00%	123.84	15.00%	148.61	20.00%
归属母公司所有者净利润	2,170.18	2,807.27	29.36%	3,706.51	32.03%	5,189.70	40.02%
NOPLAT	2,050.13	2,544.81	24.13%	3,437.49	35.08%	4,814.94	40.07%
每股收益	0.74	0.94	29.36%	1.24	32.03%	1.74	40.07%
P/E	21.76	17.15	—	12.99	—	9.28	—
P/B	5.28	4.14	—	3.22	—	2.45	—

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

彭砚华：中信建投证券研究发展部总经理，消费行业首席分析师；
陈乐华：中央财经大学金融学硕士，2006 年 11 月进入中信建投证券研究发展部，现任批发零售贸易行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010