

2009-03-16

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

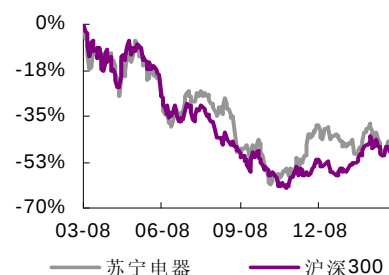
021-22169127

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)	59.50/12.01
近 3 月日均成交量(百万股)	28.64
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	-10.35	-22.03	0.90
绝对收益	-16.91	-8.54	-45.18

相关报告:

销售压力加大, 管理提升效率	2009-03-01
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

销售有望逐步回暖

- ◇ 调研地点: 南京
- ◇ 拜访对象: 董事会秘书任峻先生

◆销售压力存在, 房地产回暖影响存在滞后:

1-2 月限额以上零售企业销售中, 家用电器和音像器材类增长 2.7%, 虽然远低于去年同期的 20%, 但是比去年四季度的-6%出现明显好转。

1-2 月公司整体销售增长达到 12%左右, 同店下滑幅度在-6%左右。虽然销售压力较大, 但比去年四季度有明显好转。与超市和百货业态不同, 家电销售变化的趋势大致和整个经济活动变化的趋势相符, 没有明显的滞后性。

分城市来看, 北京、上海、南京的同店增长大致在-6%到-7%左右。深圳的同店增长维持在正的水平。分品类来看, 1-2 月的通讯和空调销售下降比较大, 其他品类销售增速表现较好。

房地产市场回暖对公司经营情况有积极的影响, 但是可能存在一定的时滞。如果房地产市场持续回暖, 公司销售在未来几个月可能出现明显回升。

◆毛利率维持稳定, 受销量波动影响明显:

无论在会计处理上如何变动, 公司的整体毛利都来自于进销差价和供应商返利。公司目前进一步推进业务规范, 把返利和促销费等通过进价的方式体现出来。

整体毛利中有部分固定返利, 在销售相对疲软的情况下, 毛利率可能因为固定返利的原因而出现上升。这在去年四季度明显体现。这对业绩起到一定的稳定器作用。

中短期来看, 我们认为公司已经占据了相当的市场地位, 并在价值链上处于强势, 即使行业不景气持续, 毛利率也将保持稳中有升。

◆费用率控制压力仍然会比较大:

公司会加大费用控制的力度, 主要通过精细化管理和资源的更有效利用来实现。但是在同店销售负增长的前提下, 费用率控制的压力很大。我们预计 09 年公司的费用率能够控制到持平已经是不错的水平。

◆维持盈利预测和投资评级:

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。维持增持投资评级, 目标价格 22.5 元, 对应 09 年 25 倍 PE。

同时房地产市场的明显回暖, 在 3 个月左右滞后期后, 会在二季度体现在公司的销售增长上。

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
P/B	5	5	4	3	2

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。

公司近期销售情况要明显好于四季度，但压力仍然存在。预计一季报业绩会好于其他零售企业，估值仍有优势，维持增持评级。催化因素是房地产市场持续回暖对公司业绩产生积极影响。

销售压力存在，房地产回暖影响存在滞后

1-2月限额以上零售企业销售中，家用电器和音像器材类增长2.7%，虽然远低于去年同期的20%，但是比去年四季度的-6%出现明显好转。

1-2月公司整体销售增长达到12%左右，同店下滑幅度在-6%左右。虽然销售压力较大，但比去年四季度有明显好转。

与超市和百货业态不同，家电销售变化的趋势大致和整个经济活动变化的趋势相符，没有明显的滞后性。

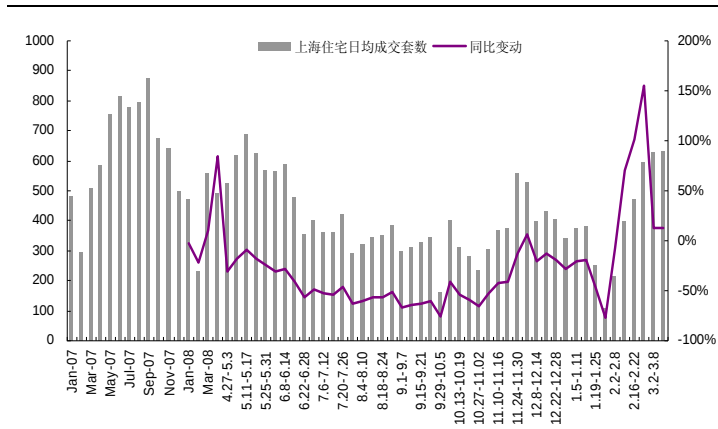
分城市来看，公司北京、上海、南京的同店增长大致在-6%到-7%左右。深圳的同店增长维持在正的水平。

分品类来看，1-2月的通讯和空调销售下降比较大，其他品类销售增速表现较好。

房地产市场回暖对公司经营情况有积极的影响，但是可能存在一定的时滞，而且影响的程度不好估计。

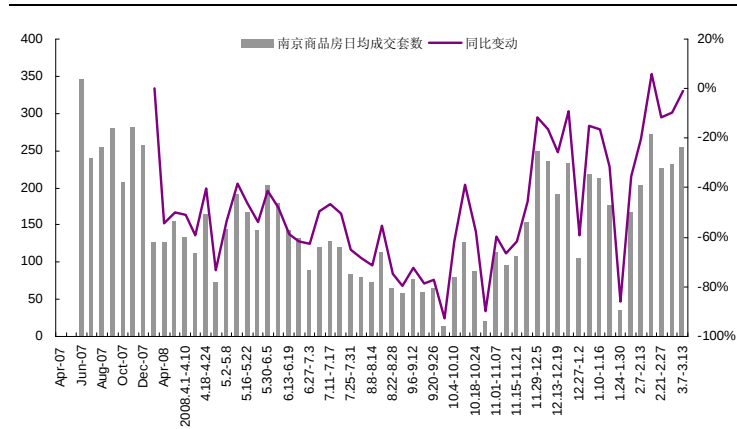
我们认为白电的销售受房地产交易量的影响最大，白电占公司销售额的三分之一，所以影响客观存在。如果房地产市场持续回暖，公司销售可能会在一定程度上出现回升。

图 1：上海房地产市场成交情况



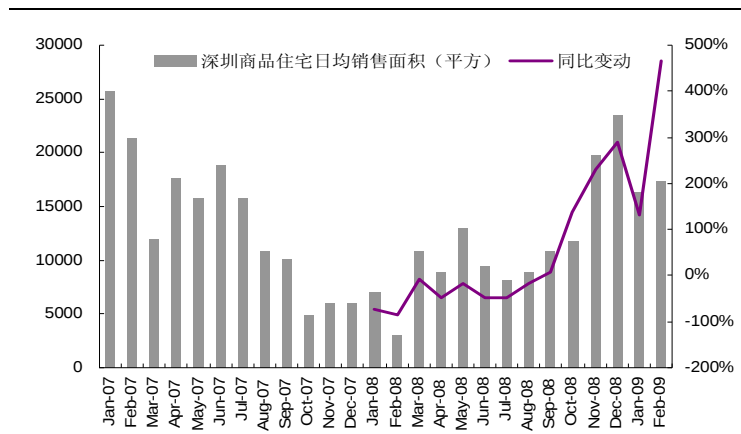
资料来源：光大证券研究所

图 2：南京房地产市场成交情况



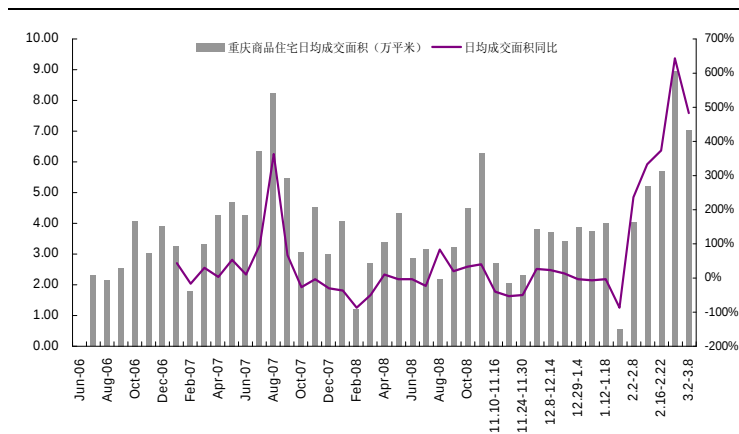
资料来源：光大证券研究所

图 3：深圳房地产市场成交情况



资料来源：光大证券研究所

图 4：重庆房地产市场成交情况



资料来源：光大证券研究所

毛利率维持稳定，受销量波动影响明显

无论在会计处理上如何变动，公司的整体毛利都来自于进销差价和供应商返利。公司目前进一步推进业务规范，把返利和促销费等通过进价的方式体现出来。

整体毛利中有部分固定返利，一般为年初谈定，与全年的整体销售目标相关，在销售相对疲软的情况下，毛利率可能因为固定返利的原因而出现上升。这一点在去年第四季度明显体现。这对公司的业绩起到一定的稳定器作用。

未来毛利内生的提升来自于公司对整个价值链的更大参与。目前公司在定制包销等方式上已经取得了一定的进展。目前正在酝酿在某些小家电领域推广自有品牌。这些产品的毛利率是一般产品的 2-3 倍。

中短期来看，我们认为公司已经占据了相当的市场地位，并在价值链上处于强势，即使行业不景气持续，毛利率下降也是个小概率事件，同时因为上述业务占比仍然较小，毛利率保持稳中有升。

县级城市开店计划有望提前展开

公司目前维持之前的开店计划，新增 200 家门店，重置 20 家左右，净新增为 180 家。但是在开店思路，已经有所调整。

在一线和省会城市，公司门店经营策略是关小开大，调整门店结构，发挥旗舰店效应，获得更大的规模和效率优势。

下半年公司会开始着力推进县级市场布点，一方面是家电下乡政策的推动，另一方面金融危机下家电制造商专卖店生存环境恶化，公司可以借机扩大市场分额。

如果重置门店控制在 20-30 家，整体的开店费用可以得到较好的控制。如果新店中县级门店占比显著增加，则销售额增速会受到影响，但利润率水平有望得到提升。

费用率控制压力仍然会比较大

公司会加大费用控制的力度，主要通过精细化管理和资源的更有效利用来实现。但是在同店销售负增长的前提下，费用率控制的压力很大。

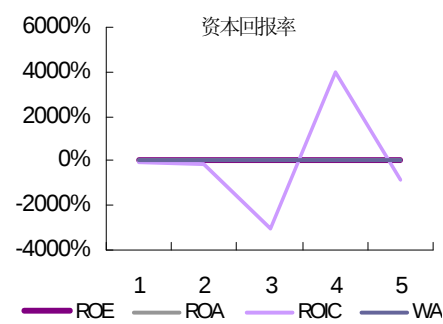
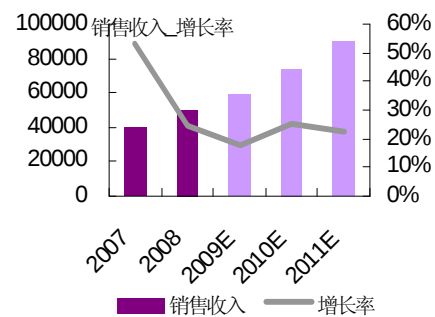
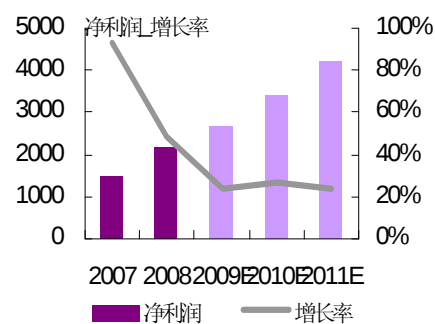
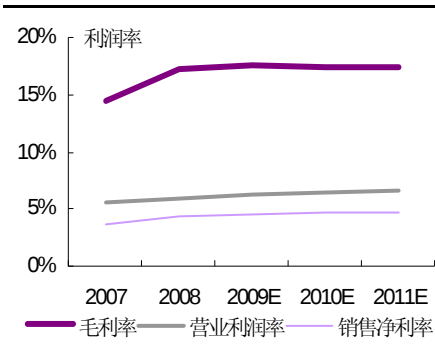
我们预计 09 年公司的费用率能够控制到持平已经是不错的水平。

维持盈利预测和投资评级

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。维持增持投资评级，目标价格 22.5 元，对应 09 年 25 倍 PE。

同时房地产市场的明显回暖，在 3 个月左右滞后期后，会在二季度体现在公司的销售增长上。

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
应收账款	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

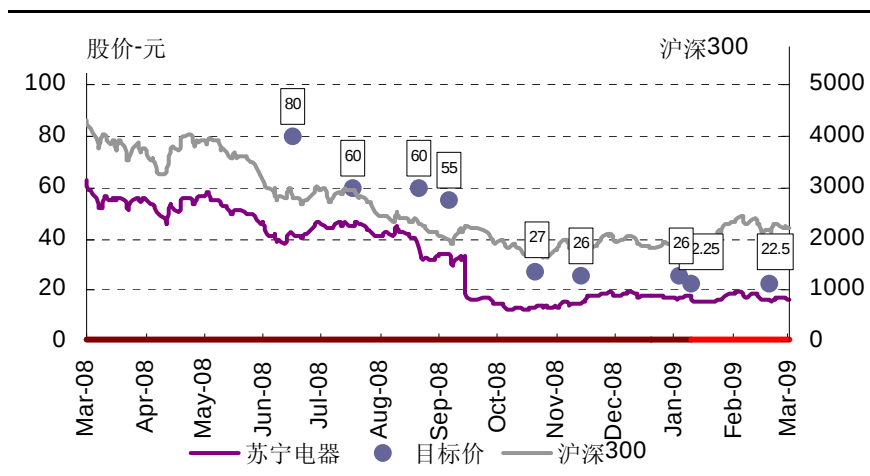
分析师声明

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
2009-03-01	16.10	22.50	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@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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。