

苏宁电器 (002024)**开源节流利在长远**

✍ **徐晓芳** **许娟娟**
 ☎ 010-59312829 021-38676545
 ✉ xuxiaofang@gtjas.com xujuanjuan@gtjas.com

本报告导读:

- 公司开源节流利在长远，09年前三季度行业难以反转，全年公司经营业绩难有较大增长。

事件:

- 2008年3月26日，我们参加了苏宁电器2008年业绩交流会，与公司董事长张近东、总裁孙为民、董秘任峻、副总裁金明、副总裁孟祥胜等进行了交流。

评论:

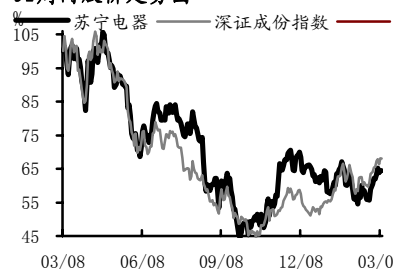
受到经济危机影响，2008年9月份开始，居民收入和预期下降，房地产成交量大幅下滑，家电连锁行业景气度下滑。另外，08年地震、雪灾、水灾、五一节缩短以及国庆限行对家电销售产生较大负面影响。根据专业咨询公司调研结果，09年公司的主要竞争对手均开始收缩战线，而公司依然采取较为积极的扩张方式，每年新开200家店。

09年公司计划扩张规模、提升毛利率、压缩费用多举并施，力促销售利润双增长。我们认为家电连锁行业最快于09年第四季度复苏，受到行业景气度下滑、消费者持币待购的影响，公司09年业绩难有较高增长。

评级: **中性**
 上次评级: 中性
目标价格: **¥19.80**
 上次预测: ¥16.20
当前价格: ¥18.59
 2009.03.31

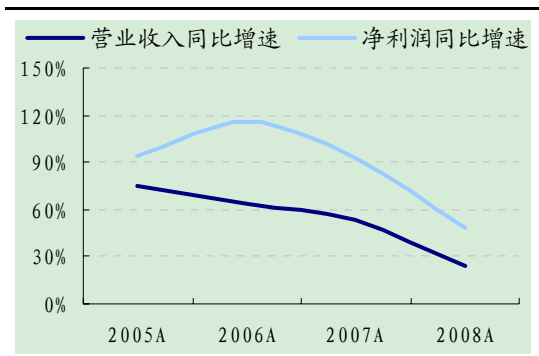
交易数据

52周内股价区间(元)	12.01 ~ 59.50
总市值(百万元)	55,603
总股本/流通A股(百万股)	2,991/1,987
流通B股/H股	
流通股比例	66.4%
日均成交量(百万股)	12.9
日均成交值(百万元)	260.8

52周内股价走势图**相关报告**

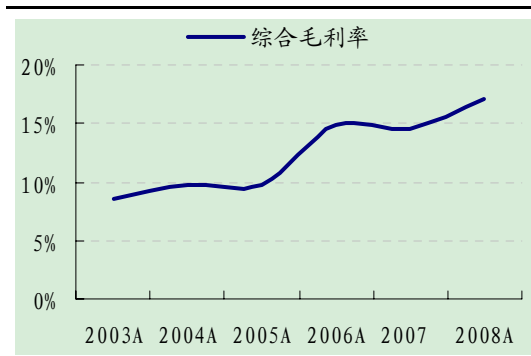
可比门店收入下滑 业绩增长趋缓
 (09.03.02)
 收入增速呈放缓趋势
 (08.11.03)

图 1: 公司营业收入、净利润同比增速 (05-08 年)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 2: 公司综合毛利率 (03-08 年)



数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

1. 09 年第一季度公司销售增幅预计将继续放缓

08 年公司的销售收入、净利润增速均有所放缓, 但毛利率有所提升。08 年 9 月份开始, 受经济危机影响, 家电市场需求萎缩, 同等规格型号的可比商品销售价格下降 10% 以上, 从而导致公司销售、净利增速由 07 年 53.48%、93.42%, 回落到 08 年的 24.27% 和 48.09%。

09 年 1 月份有春节和元旦因素, 公司销售情况良好, 但 2 月份开始至今, 销售收入同比有所下降。公司 09 年 1-2 月份销售收入同比增速约为 12%, 可比门店销售收入同比下降 6%, 主要原因是: 一是消费者收入水平下降、对经济和收入的预期变差, 导致家电行业需求萎缩; 二是随着房地产市场的低迷, 部分与房地产相关性较高的商品销量大幅下降; 三是自 08 年经济危机爆发以来, 原材料价格下降, 生产企业为了降低库存, 上游部分厂商从 08 年开始减产, 导致货源供应不足, 在一定程度上影响了销售。尽管一季度统计数据尚未公布, 但公司 09 年一季度销售增幅有所回落应是大概率事件。

2. 09 年行业竞争趋缓

根据专业咨询公司调研以及其他的公开信息, 2009 年除苏宁电器以外的其他国内家电连锁企业均采取了固守本地或收缩战线的发展策略, 家电连锁行业抢夺销售网点的市场竞争可能趋缓。

目前中国家电连锁市场形成了国美、苏宁双寡头垄断格局。2008 年连锁百强数据显示, 苏宁电器销售收入 1023 亿元, 国美电器销售收入 1045 亿元, 可见公司与主要竞争对手的规模差距在缩小。国美电器自 2004 年开始并购了约 27 家企业, 其网点布局存在相对较多的低效或重复门店, 在当前的宏观经济下行周期中, 国美电器将以内部结构调整为主, 计划关闭部分低效重复门店。

外资家电连锁企业 BBY 自 05 年收购五星电器开始进入中国家电连锁市场, 截止 08 年底, BBY 在上海开设了约 7 家门店, 其扩张策略较为保守。BBY 在除中国以外的地区均主营 IT 电子产品, 仅在中国通过收购五星电器, 开始涉及传统家电。目前公司与 BBY 的产品重合度约为 60%。综合比较, 当前 BBY 并非公司的主要竞争对手。

3. 诸多因素保障 09 年业绩有一定的增长

3.1. 市场发展空间较大

全国 34 个省会城市, 公司已进入了 32 个; 地级以上城市 333 个, 公司已进入了 179 个; 县级城市 2004 个, 公司进入了 129 个。因此全国尚有诸多地级城市和县级城市公司尚未进入, 新进市场将提供较多的市场增量。目前, 公司的发展重点依然是省会城市、地级城市及少数富裕的县级城市。

3.2. 08 年低基数效应

08 年低基数为 09 年增长创造了条件：08 年诸多因素影响了当年销售，如五一节假日较往年有所缩短，2 月份雪灾，5 月份地震，华南地区水灾，奥运期间全国大型城市的促销限制等等。基于 08 年的低基数、以及当前宏观调控的效果开始显现，预计公司 09 年经营业绩增长的可能性较大。

3.3. 房地产局部回暖、带动相关产品销量提升

家电产品与房地产行业正相关度较高，其中空调和生活电器与房地产关联度最高，目前占公司销售收入的 27%，彩电、冰箱、洗衣机与房地产也有一定相关性。预计一线城市家电销售来自房屋装修的比例为 20%。一般而言，家电销售滞后于房地产变化 4-6 个月，随着 09 年开始房地产的局部回暖，预计第四季度部分相关度较高的商品销量将有所回升。

3.4. 开店数量有保障、上游供应商开始增加库存

09 年 1、2 月份公司共新开 24 家门店，预计 6 月份可以突破 100 家店，从而全年增开 200 家店的目标有保障。同时经过 09 年初期的去库存阶段，上游供应商目前已经开始增加库存，上游供应商缺货问题基本得到解决。

3.5. 加大包销、买断、定制的比例，提升毛利率

目前公司大部分的商品均为谈扣点方式，即供货商提供商品，根据采购规模设定成本价，并指导渠道商的终端出售价格。公司少部分商品采取包销、买断、定制的方式，商品的终端出售价格由公司决定，该方式的优点在于毛利率较高，风险在于能否及时把握市场需求，今后公司将逐步加大该部分产品的比例，进一步提升毛利率。

3.6. 大力压缩成本

09 年公司将大力控制成本，包括店面重新切割合理招商，控制内部运营成本，进行降租谈判，对有空闲面积或坪效较低的门店进行部分面积转租（公司 08 年转租收入 8000-9000 万元）。

综上所述，公司 09 年增速有保障，但在前三季度行业回暖希望较小的前提下，公司业绩难有较大幅度提升。

4. 市场重点关注问题的解答

● 家电下乡的计划

长期看农村市场发展潜力巨大，但短期而言农村市场需要较长培育时间。公司短期目标市场依然是一级城市和富裕的二级城市。下乡家电的毛利率较低，费用率也较低，09 年公司将推出农村市场发展计划，对于县级城市，若能够满足盈利平衡，且市场容量足够大，公司将新增网点。

08 年初至今，公司已签订 5000 多家网络销售网点，公司已解决供货方式、价格设定、开票、物流支持、货款支付等问题，目前尚未供货。

公司将继续推进家电下乡，相关的具体规划将在半年内推出，在配合国家政策的同时，借此开拓农村市场，加强三、四线城市的网络建设，该部分门店不包含在公司 09 年的 200 家新增门店范围之内，侧重于低成本运作并能够实现盈利，其面积相对较小（500 平方米左右），县城的网络并非均自建。短期来看，家电下乡对公司的盈利贡献较小。

● 前期发放消费券的影响

公司前期在南京、上海、北京等地发放了较多消费券，有一定的销售提升作用（相对有限），更多的作用是

为公司进行品牌宣传。

- **股权激励新进展：**公司的股权激励由于市场以及审批的原因于去年12月暂停，将会在2009年6月以后重新启动。
- **对于进入香港的计划：**公司目前已经开始调研，该举措着眼于公司的长期发展，不表示马上开始开店。
- **3C产品占比短期提升幅度有限：**08年3C产品的销售收入同比增加12%。目前，公司的传统家电毛利率较高，因此公司不会放弃传统家电而重点发展3C，目前是3C产品的积累阶段。

- **网上商城短期不是公司的发展重点**

金东商城在配件、散件上较有优势，公司将于09年6月份开始推出网上商城。与之相比，公司的商品种类更多，价格更低，服务更好。公司的理念是：对于店面运营成本高，实物出样成本高，在店面内不解决商品交换的，更应该放到网上交易。相反金东商城网上出售的商品80%以上是配件、散件，而这些商品本属于自提商品，不应配送。公司在大家电方面拥有较多优势，因此相信能够做得更好。

日本的家电连锁市场较为成熟，其网上商城的销售收入占比仅为10-15%，说明网上商城无法取代传统的实体店模式。开实体店是建立资源，占领市场的有效方式。网上商城也较为重要，但存在实体店和网上商城的商品价格不统一，不同时期、不同地区价格不统一，无法统一折扣等诸多问题。若公司今后能够加大自有商品销售比例，可以做到实体店和网上商城同价，但目前这些问题无法解决。

网上商城原计划于09年春节后推出，后由于开发商调整，延长了时间。09年第四季度，公司即将进行第四次调整，年底网上商城将正式上线。

5. 业绩预测及投资评级

预计公司09、10年归属母公司所有者的净利润增速分别为24.2%、22%，每股收益分别为0.9、1.1元。公司3月27日收盘价为18.59元，对应09、10年市盈率分别为21、17倍，高于同类公司（国美电器约6倍）。我们参照目前超市行业平均估值给予09年22倍PE，目标价19.8元。

由于家电行业是宏观经济下滑周期中下降幅度最大的子行业（与百货、超市相比），而且公司已经过了高速增长阶段，收入和利润增速逐渐平稳，维持“中性”投资评级。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司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。公司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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com