

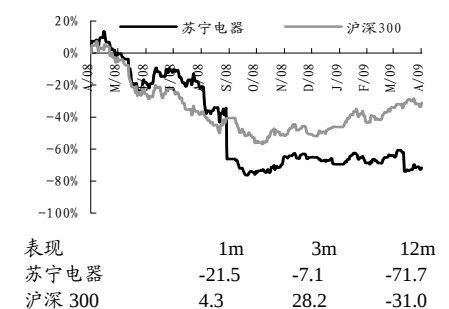
零售业
Retailing

2009 年 4 月 30 日

市场数据	2009 年 4 月 29 日
当前价格 (元)	14.59
52 周价格区间 (元)	12.2
总市值 (百万)	65458
流通市值 (百万)	43487
总股本 (万股)	448651.2
流通股 (万股)	298056.972
日均成交额 (百万)	63217
近一月换手 (%)	31.9
Beta (2 年)	0.80
第一大股东	张近东
公司网址	http://www.cnsuning.com

盈利能力波动

	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
毛 利 率	17.30%	17.31%	20.19%	16.59%
净 利 率	5.04%	4.63%	4.25%	3.75%

一年期收益率比较

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩创上市以来一季度最差表现

—苏宁电器 (002024) 2009 年 1 季报分析

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	40152	49897	58764	71965
净利润 (百万元)	1465	2170	2662	3260
每股收益 (元)	0.33	0.48	0.59	0.73
净利润增长率%	93.42	48.09	22.67	22.46
每股净资产 (元)	3.21	2.93	3.66	4.58
市盈率	44.68	30.17	24.59	20.08
P/EG	0.48	0.63	1.08	0.89
市净率	4.55	4.98	3.99	3.19

资料来源: 世纪证券研究所

- 09 年 1 季报显示, 公司实现营业总收入 126.58 亿元, 同比仅增长 0.16%; 净利润 4.74 亿元, 同比增长 10.21%; 每股收益 0.11 元。
- 营业收入基本与去年同期相持平, 创上市以来 1 季度最低增幅, 其中可比店面销售收入同比下降 11.98%, 主要原因是受全球金融危机的影响, 大部分供应商生产计划相对保守, 主要以消化前期库存为主; 在元旦、春节旺销过后, 公司部分商品出现了一定程度的缺货情况, 明显影响公司销售。但从环比增长 17.26% 看, 得益于国家 08 年 4 季度以来拉动内需政策效应的显现, 行业有一定程度的回暖, 且近期上游厂商生产逐步恢复, 公司销售状况已步出最坏时期。
- 净利润亦创下上市以来 1 季度最低增幅, 但仍实现双位数增长, 主要原因是公司综合经营质量继续保持相对稳定的水平, 带来综合毛利率增长 2.33 个百分点, 高于三项费用率 1.94 个百分点的增长幅度; 加之政府补贴导致的营业外收入增长 233.43%。
- 1 季度, 公司新进入 3 个地级以上城市, 新开连锁店 27 家, 调整置换连锁店 20 家, 净增门店仅 7 家, 外延扩张规模放缓。公司计划全年新增门店 200 家, 主要在同城展店, 以旗舰店和中心店为主。预计 2、3 季度将是公司展店高峰期, 日前公司宣布“五一”期间将新开 24 家门店和重张 26 家门店。
- 维持公司 09、10 年 EPS 预测分别为 0.59、0.73 元, 当前股价对应下的动态 PE 分别为 24.6、20.1 倍。与同行业相比, 估值合理。国美电器 08 年度业绩明显落后公司, 显示出公司家电连锁龙头地位基本确立, 长期投资价值看好, 继续给予“增持”投资评级。

业绩符合预期

09 年 1 季报显示，公司实现营业总收入 126.58 亿元，同比仅增长 0.16%；归属于母公司所有者的净利润 4.74 亿元，同比增长 10.21%；每股收益 0.11 元。

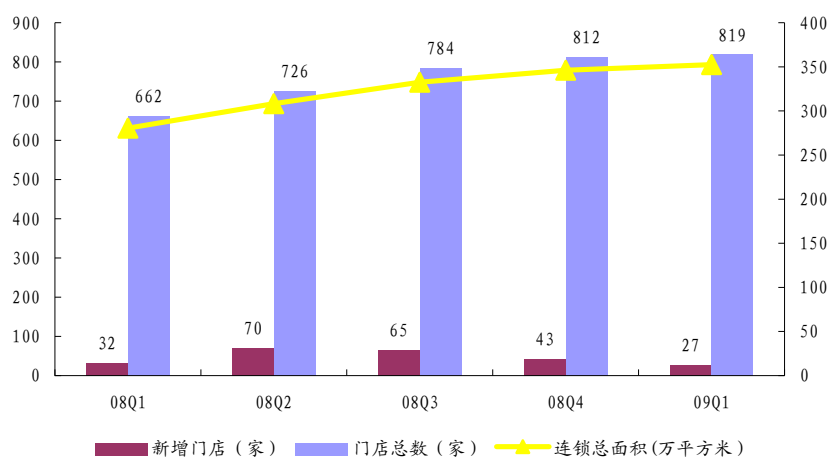
营业收入基本与去年同期持平，创上市以来 1 季度最低增幅，其中可比店面（指 2008 年 1 月 1 日当日及之前开设的店面）销售收入同比下降 11.98%，主要原因是受全球金融危机的影响，大部分供应商生产计划相对保守，主要以消化前期库存为主；在元旦、春节旺销过后，公司部分商品出现了一定程度的缺货情况，明显影响公司销售。但从环比增长 17.26% 看，得益于国家 08 年 4 季度以来拉动内需政策效应的显现，行业有一定程度的回暖，且近期上游厂商生产逐步恢复，公司销售状况已步出最坏时期。

净利润亦创下上市以来 1 季度最低增幅，但仍实现双位数增长，主要原因是公司综合经营质量继续保持相对稳定的水平，带来综合毛利率的增长高于三项费用率的增长幅度，加之政府补贴导致的营业外收入增长 233.43%。

外延扩张规模放缓

报告期内，公司新进入 3 个地级以上城市，新开连锁店 27 家，调整置换连锁店 20 家，净增门店仅 7 家。截至本报告期末，公司已在全国 181 个地级以上城市拥有连锁店 819 家，其中旗舰店 117 家、中心店 243 家、社区店 459 家，连锁店面积达到 352.52 万平方米。

Figure 1 单季度新增连锁店、连锁店总数量及总面积



资料来源：公司 2008 年报、世纪证券研究所

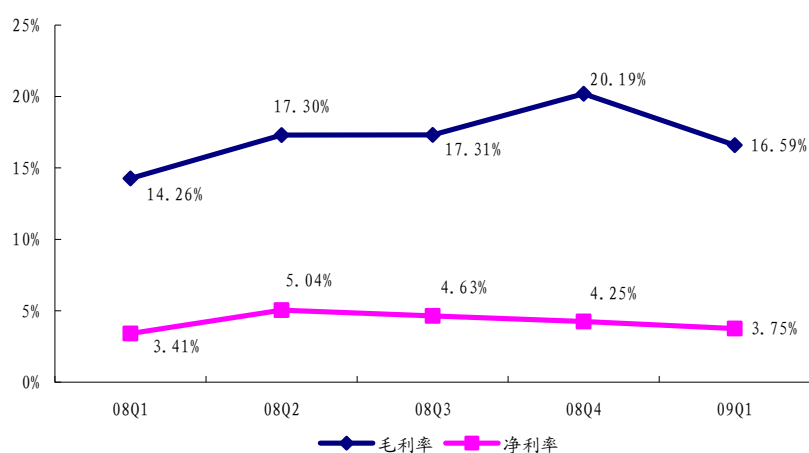
公司计划全年新增门店 200 家，主要在同城展店，以旗舰店和中心店为主。预计 2、3 季度将是公司展店高峰期，日前公司宣布“五一”期

间将延续历年黄金周开店速度, 包括 24 家新开门店和 26 家重张门店。

综合毛利率稳步提升

报告期内, 公司综合毛利率水平达到 16.95%, 同比增长了 2.33 个百分点, 主要原因是 08 年同期公司大部分供应商的采购合同政策是延续执行 07 年度的采购合同政策, 而本报告期内公司大部分供应商的采购合同政策是延续执行 08 年度的合同政策, 08 年度采购合同政策较 07 年度有所提升, 且自 08 年以来, 公司持续推进差异化采购策略, 使得本报告期内毛利率水平较同期有一定的提升。

Figure 2 单季度综合毛利率及净利率变化



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

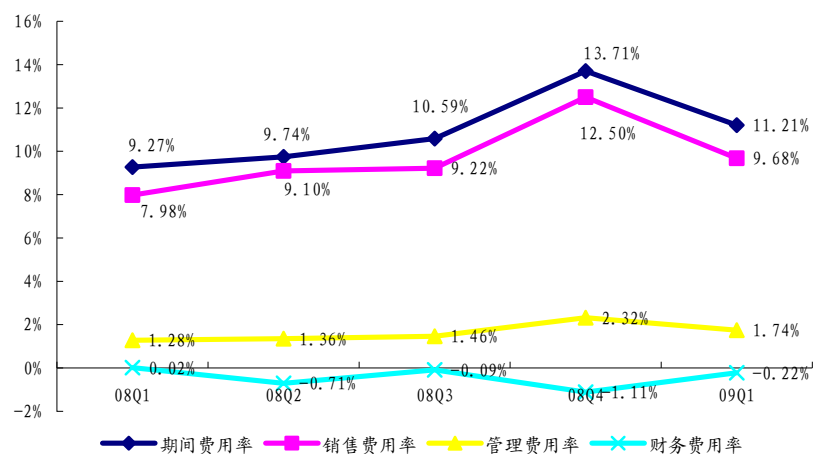
但公司目前的毛利率水平相对国际成熟市场的水平还有一定空间, 随着公司盈利模式的转型, 预计全年综合毛利率水平仍会逐步提升: (1) 通过单品营销方式, 加大电脑、数码产品、手机等产品的营销力度, 在量规模提高的前提下增加销售利润率; (2) 采用定价采购的方式获取比简单扣点更大的利润空间; (3) 通过品牌租赁、总代理等多方式增加毛利率。

三项费用率有所上升

报告期内, 公司三项费用率 11.21%, 同比增加 1.94 个百分点, 主要原因是: (1) 随着连锁网络规模的扩大, 相关的人员费用、租赁费用、广告费及装修费等支出呈现一定幅度的增长, 但销售收入由于受外部环境的影响, 增速放缓, 使得报告期内公司的销售费用率、管理费用率水平合计同比上升 2.18 个百分点; 但综合来看, 公司销售费用率、管理费用率仍保持在相对合理的水平; 公司今年主要是同城展店, 预计管理平台 and 物流平台易于渗透和梳理, 全年费用率有望与 08 年持平。 (2) 由

于报告期内公司与银行的合作加强，银行卡消费的手续费费率有所下降，同时供应商现金折扣有所增加，使得财务收入净额较上年同期增长 1273.51%。

Figure 3 三项费用率及构成



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

维持“增持”投资评级

维持公司 09、10 年 EPS 预测分别为 0.59、0.73 元，当前股价对应下的动态 PE 分别为 24.6、20.1 倍。与同行业相比，估值合理。国美电器 08 年度业绩明显落后公司，显示出公司家电连锁龙头地位基本确立，长期投资价值看好，继续给予“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.