



上市公司季报点评

批发和零售贸易—家电零售

增 持 维 持

苏宁电器 (002024)

2009 年 4 月 30 日

可比门店收入降幅超 10%，毛利率提升明显

2009 年 4 月 29 日收盘于 14.59 元

6 个月目标价：16.76 元（调高）

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

luying@htsec.com

021-23219403

消费组助理分析师：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

公司今日（2009 年 4 月 30 日）发布 2009 年一季报。2009 年一季度公司实现营业总收入 126.58 亿元、归属于上市公司股东的净利润 4.75 亿元，同比分别增长 0.16% 和 10.21%，净利润增幅基本符合市场预期。实现每股收益 0.11 元，每股经营性现金流为 0.75 元，经营性现金流的大幅增长与公司较多采用银行承兑汇票支付供应商货款、期末存货下降有关。

一季报分析。

（1）公司 2008 年一季度收入基数相对较高，而 2009 年一季报整体营业收入能够实现略微的正增长仍反映出当季度家电零售行业相对较差的行业环境，正如我们在之前的跟踪报告中提到的，宏观经济波动、2-3 月份出现的缺货现象等（供应商因去库存等原因生产计划相对保守）导致公司门店营业收入无法正常增长：公司一季报可比店面（2008 年 1 月 1 日之前开设的店面）销售收入同比下降 11.98%，这个阶段性的可比门店负增长主要是行业性原因，已经是苏宁电器到目前为止为差的一种情况了。

2009 年 1-3 月公司新进入 3 个地级以上城市，新开连锁店 27 家（无新增购置门店）、调整置换连锁店 20 家。到 2009 年三月底，公司在全国 181 个地级以上城市拥有连锁店 819 家（去年同期的 2008 年一季度末门店总量为 662 家），其中旗舰店 117 家、中心店 243 家、社区店 459 家，连锁店面积 352.52 万平方米。从这个网点扩张速度看，公司与竞争对手收缩关店的战略差异很大，说明公司应对行业波动的能力较强。

（2）公司 2009 年一季报综合毛利率提高了 2.33 个百分点（2008 年开始的差异化采购策略对毛利率的提升起到了积极作用）等，达到 16.59%，而从历史数据看，一季度是一年内公司综合毛利率相对较低的一个季度（主要是家电零售类公司某类其他业务收入，因此整体来看，我们对公司 2009-10 年 18% 左右的综合毛利率的预测（比 2008 年提高 0.83 个百分点）应该还是有望实现的。

（3）2009 年一季度公司管理费用和销售费用占收入的比重同比提高了 2.17 个百分点，这主要缘于可比门店收入的负增长，随着我们所预测的二季度之后公司可比门店负增长局面慢慢得到改善，公司两费占营业收入比重提高的局面有望得到改善。

（4）2009 年一季度公司财务费用同比节约了近 3000 万（银行卡手续费率下降、供应商折扣增加等原因），而营业外收入也增加了 1200 多万（政府补贴等），这是归属于上市公司净利润同比增幅超过 10% 的重要原因。报告期内公司净利润率为 3.83%，同比提升了 0.32 个百分点，我们预计公司净利润率相对于 2008 年仍旧有提升空间，公司预告 2009 年上半年归属于公司股东的净利润同比增长 10-15%。

业绩预测和投资建议。2009 年公司计划仍新开 200 家以上的门店，基于这个开店计划和我们对 2009 年 5 月之后公司可比门店负增长态势有望得到改善的预期，我们维持对公司 **2009-10 年 EPS 的预测分别为 0.609 和 0.702 元（参见表 2）**。我们的预测给予 2009-10 年销售收入以 13% 和 15% 的增长，而相对更乐观的净利润的增幅主要来自我们对公司提升毛利率能力上更乐观的预期。我们仍旧维持“增持”投资评级，认为公司的合理估值区间为 **15.23-18.28 元（给予 2009 年 EPS 以 25-30 倍的 PE）**，调高公司六个月目标价至 **16.76 元**。

请务必阅读正文之后的免责条款

我们继续重申之前对公司的看法：认为苏宁电器持续增长能力和整合中国家电零售市场的能力已经得到了阶段性确认，接下来竞争对手国美遇到的问题可能对苏宁利润率提升和市场份额的扩大带来积极作用。此外，虽然中国房地产回暖有短期刚性需求的因素，但我们判断房地产成交面积已经在过去一段时间里面看到了阶段性的底部，对家电消费的负面影响不可能更恶化。尽管 2009 年一季度对于可选耐用消费品的家电消费而言可能仍旧意味着“寒冬”，但有能力过冬的企业仍属于值得长期持有的价值型品种。

表 1 是我们对公司一季报合并损益表基本指标的分析；表 2 是我们对重庆百货 2009-10 年合并损益表基本指标的预测

表 1 苏宁电器单季度合并损益表分析（2007-1Q2009）

	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009
营业总收入(万元)	890361	993659	910083	1221134	1263835	1328095	1318230	1079511	1265822
同比增长 (%)					41.95	33.66	44.85	-11.60	0.16
营业总成本(万元)	852247	932298	855822	1149864	1205013	1236157	1235137	1016926	1204089
营业成本(万元)	772446	849822	767029	1045378	1083608	1098328	1089999	861541	1055772
营业成本/营业收入 (%)	86.76	85.52	84.28	85.61	85.74	82.70	82.69	79.81	83.41
营业税金及附加(万元)	3160	4335	3765	4185	3119	6206	5401	5623	5628
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.35	0.44	0.41	0.34	0.25	0.47	0.41	0.52	0.44
销售费用(万元)	64344	70322	74116	89772	100799	120818	121496	134934	122535
销售费用/营业收入 (%)	7.23	7.08	8.14	7.35	7.98	9.10	9.22	12.50	9.68
管理费用(万元)	10489	10977	12367	15525	16178	18006	19252	25017	22072
管理费用/营业收入 (%)	1.18	1.10	1.36	1.27	1.28	1.36	1.46	2.32	1.74
财务费用(万元)	1694	-4860	-2064	-3586	234	-9403	-1159	-12000	-2743
资产减值损失(万元)	113	1702	610	-1410	1075	2203	149	1812	825
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	38114	61361	54261	71270	58822	91937	83093	62585	61733
同比增长 (%)					54.33	49.83	53.14	-12.19	4.95
营业外收入(万元)	607	1074	450	1419	574	1685	605	1711	1914
营业外支出(万元)	668	821	817	2114	940	1587	2438	960	845
利润总额(万元)	38054	61614	53893	70575	58457	92036	81260	63335	62803
同比增长 (%)					53.62	49.37	50.78	-10.26	7.44
所得税费用(万元)	11194	21691	13772	25162	14129	21803	18826	14337	14313
有效所得税率 (%)	29.42	35.20	25.55	35.65	24.17	23.69	23.17	22.64	22.79
净利润(万元)	26860	39924	40121	45412	44328	70232	62434	48999	48491
同比增长 (%)					65.03	75.92	55.61	7.90	9.39
净利润率 (%)	3.02	4.02	4.41	3.72	3.51	5.29	4.74	4.54	3.83
归属于母公司所有者的净利润(万元)	25788	38831	39103	42821	43097	66984	61088	45851	47496
同比增长 (%)					67.12	72.50	56.22	7.07	10.21
少数股东损益(万元)	1072	1093	1018	2591	1231	3249	1346	3148	994
摊薄每股收益(元)									0.11

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 苏宁电器合并损益表及预测（2006-2010 年）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入(万元)	2616125	4015237	4989671	5638328	6484077
同比增长 (%)	55.27	53.48	24.27	13.00	15.00
营业总成本(万元)	2501409	3790231	4693234	5269167	6053612
营业成本(万元)	2226881	3434674	4133476	4623993	5316943
营业成本/营业收入 (%)	85.12	85.54	82.84	82.01	82.00
营业税金及附加(万元)	11880	15446	20349	23681	27233
营业税金及附加/营业收入(%)	0.45	0.38	0.41	0.42	0.42
销售费用(万元)	220786	298554	478047	544099	621175
销售费用/营业收入(%)	8.44	7.44	9.58	9.65	9.58
管理费用(万元)	39298	49358	78452	87394	97261
管理费用/营业收入(%)	1.50	1.23	1.57	1.55	1.50
财务费用(万元)	2358	-8816	-22329	-13000	-12000
资产减值损失(万元)	207	1016	5239	3000	3000
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	114716	225006	296437	369162	430465
同比增长 (%)	107.12	96.14	31.75	24.53	16.61
营业外收入(万元)	1341	3550	4575	4000	4000
营业外支出(万元)	1309	4420	5925	5000	5000
利润总额(万元)	114748	224136	295087	368162	429465
同比增长 (%)	108.63	95.33	31.66	24.76	16.65
所得税费用(万元)	34994	71819	69095	84677	103072
有效所得税率 (%)	30.50	32.04	23.41	23.00	24.00
净利润(万元)	79754	152317	225993	283484	326393
同比增长 (%)	114.08	90.98	48.37	25.44	15.14
净利润率 (%)	3.05	3.79	4.53	5.03	5.03
归属于母公司所有者的净利润(万元)	75764	146543	217019	273344	314732
同比增长 (%)	116.08	93.42	48.09	25.95	15.14
少数股东损益(万元)	3990	5774	8974	10141	11662
摊薄每股收益(元)	0.253	0.490	0.726	0.914	1.052

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

苏宁电器调研简报：2008 年业绩说明会纪要及评价，绝对行业龙头（增持，维持）20090330

苏宁电器 2008 年报点评：季节性调整导致四季度收入负增长拖累业绩，09 年一季度有望改善（增持，维持）20090228

苏宁电器公告点评：节日调整因素加行业景气下滑导致四季度增长低于预期（增持，维持）20090121

苏宁电器调研报告：三季度较高的同店销售增长可期（增持，维持）20080912

苏宁电器公告点评：股权激励草案 58 元行权价增强投资吸引力（增持，维持）20090729

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘鹤：消费组助理分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、美邦服饰、新华百货、开元控股。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。