



上市公司跟踪报告

批发和零售贸易-家电零售

增持 维持

苏宁电器 (002024)

2009 年 12 月 22 日

市场份额与利润率双重提升，业绩有望继续超预期

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
luying@htsec.com
021-23219403

批发与零售贸易行业研究团队：汪立亭
wanglt@htsec.com
021-23219399

批发与零售贸易行业研究团队：潘鹤
panh@htsec.com
021-23219423

2009 年 12 月 21 日收盘于 18.77 元

6 个月目标价：25.50 元

事件：2009 年 12 月 17 日下午，在海通证券 2010 年度投资策略报告会上，我们邀请了苏宁电器董秘任峻先生参与投资者交流。任峻先生详细介绍了公司的最新经营情况、2010 年的发展目标和未来的长期战略，并就投资者主要关心的问题进行了深入的沟通交流。

我们的基本观点：虽然市场上仍存在“公司快速增长期是否已过”的争论，但我们依然看好苏宁的前景，主要理由有两点：一是在行业竞争格局变化的背景下，公司展店步伐加快，在巩固一二级市场的基础上，全面开拓三四级市场，并启动新业态门店的经营，公司的市场份额将有持续提升的空间和能力；二是公司长期坚持强化后台建设和管理，并不断深化经营模式变革，这将带来公司毛利率的明显改善和费用率进一步压缩，公司利润率在当前基础上仍有提高空间。

因此，基于市场份额扩大和利润率提高的双重推动，公司净利润仍有望维持 30%左右的复合增长率。按照我们 2010 年摊薄后 0.85 元的 EPS 估算，其估值已有较大吸引力，维持“增持”的投资评级，6 个月目标价 25.50 元。

简析和投资建议：

1. 预计公司四季度收入增长 40%以上，利润增长 70%左右，业绩有望超预期

根据我们观测，10 月份以来，公司收入增速明显提高，主要来源于可比门店增速持续回升（预计在 4%以上）；同时 4 季度内新开门店较多，预计在 60 家左右，贡献了较多的增量收入。从产品结构看，电脑销售增速最大，进入到 10 月份以来，由于单价回升，彩电销售收入增速也在加快。

基于公司季度内可比门店增速继续回升的态势，以及新开门店的贡献，同时考虑到去年四季度较低的基数，预计 2009 年四季度公司的销售收入有望实现 40%-50%的增长，达到 155 亿左右，净利润则有望实现 65%以上的增速。

2. 展店步伐加快，进一步提升市场份额

开店方面，公司 2010 年在一级城市主要进行门店优化和次商圈的门店补充，加上新进二级城市，预计 2010 年全年新开 200 家 4000 平米左右的门店。

在开拓、巩固核心区域的基础上，公司全方位开拓三四线市场的时机已经成熟，有望在 2010 年开始全面进入，布点方面，主要考虑租金成本、人口规模和市场容量、以及自身物流中心的辐射范围等，开店数量计划为 100 家以上，如果展店顺利，开店数量可能更多。在三四级市场渠道的竞争上，一方面，依赖强势品牌、优秀管理和丰富的产品线等优势，苏宁有望取得较快的开店和整合替代原有渠道的速度；另一方面，结合家电下乡政策在产品品类、价格和档次上的放开，公司有机会在三四线城市较快取得较大市场份额。

另外，在逐渐完成一二级市场门店布局的情况下，苏宁开始启动新业态店面——SUNING ELITE 精品店的拓展，主要面向中高端消费人群销售精选电器和进口电器等。通过细分市场、客户、产品和服务，逐步从大众型消费向细分市场延伸，

满足了中高端消费群体的购买需求,也为厂商销售中高端产品提供了细分渠道。精准定位有助于公司进一步拓展消费客群,提高市场占有率。

因此,在行业竞争格局发生变化的背景下,公司巩固增强一二级市场,全面进入三四级市场,并积极拓展新业态门店,将带来公司市场份额的进一步提升,带动收入和净利润增长。

3. 深化经营模式变革,利润率仍有较大的提升空间

公司一直坚持“零售业的关键在于后台管理”的核心理念,持续加强物流、信息、人力资源等后台的建设。在平台支撑的基础上,公司已由外延扩张转向商品规划管理,正在不断深化经营模式变革。

从长期看,公司在经营模式变革方面所做的努力对其销售的增长及毛利率的提升具有积极意义,主要体现在以下几点:

1) 定制包销等经营方式占比不断扩大: 之前占 15% 左右销售份额的联营模式可能将在 2010 年春节前后逐步退出,经销模式中定制包销等方式的综合毛利率较高,由惠而浦空调开始,公司逐渐加大定制包销产品比例,2010 年将重点推广先锋彩电,签订了中国市场 5 年的独家代理权,使用费仅为 1-2% 的销售收入,预计对毛利提升作用较大。

未来通过定制包销等手段,公司通讯、电脑等消费类电子的销售占比和毛利率均有很大的提升空间,从而拉动公司整体毛利率的提高。

2) 自建标准店模式的拓展: 公司计划在国内一线城市和二线发达城市的核心商圈和地段自建或购置标准旗舰店,不仅可以保证经营成本的稳定,也有利于公司按照自身对于商品的理解进行单品运作管理,提升单店效益。

3) 以商品品类和客户需求为导向的采购及销售模式的改变: 公司凭借不断扩大的销售规模和自身对于商品理解的加深,采购成本进一步优化,而在销售端,公司不断挖掘和细分终端客户需求,比如开设苏宁精品店等,通过提升客户价值,获取自身价值,因此采购端的成本优化和销售端的需求细分,将对毛利率有综合提升的贡献。

毛利率水平上,公司目前综合毛利率不到 18% (1-3Q09 为 17.54%),而国外家电零售企业毛利率达到 24-25% (如百思买和山田重机等),我们认为公司经营模式变革的效果将逐步体现,未来有望做到 20% 以上的毛利率。

费用率方面,公司 2009 年主要在做内部调整,强化后台管理。加快物流中心建设,提升配送能力和效率,目前已经完成 20 多个物流基地选址,到 2014 年完成 60 个物流基地的选址和建设;加快人力资源平台建设,引进、储备和培训人才,前面 6 年引进 1 万名大学生,最近批量引进大学生和大专生进入连锁连体系,逐渐形成自有销售力量;加快信息系统平台建设,提升供应链运转效率,进行商品规划、门店规划,以推动自有能力的发展。上述后台建设均有利于公司的成本费用控制,长期看,费用率仍有进一步压缩空间,我们预计综合费用率可望保持在 11% 左右。

公司长期坚持建设强大后台的经营理念 and 不断深化经营模式变革,对毛利率提升和费用率压缩将有积极贡献,进而提升利润率水平,内生增长潜力值得期待。

4. 盈利预测与建议

公司 2009 年四季度可比门店增速明显改善,而较多的新开门店对公司有较大增量贡献,四季度业绩有超预期表现,综合全年情况,我们维持对公司 2009 年 0.61 元 (摊薄后) 的 EPS 预测,对应于 14.26% 的收入增速和 26.86% 的净利润增长。

但基于: (1) 2010 年行业回暖和政策刺激效果的持续发挥带来更为强劲的内生增长; (2) 公司积极的门店拓展带来更为乐观的市场份额增长; (3) 经营模式变革对利润率的综合提升,我们调高公司 2010 年的 EPS 预测为 0.85 元 (摊薄后),对应于 20.43% 的收入增速和 38.79% 的净利润增速。(参见表 1)。我们维持“增持”投资评级,调高六个月目标价至 25.50 元 (给予 2010 年 EPS 以 30 倍的 PE),公司估值相对于整个 A 股商业零售行业较为便宜。

表 1 苏宁电器合并损益表及预测（2006-2010E，20091221 更新）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入(万元)	2616125	4015237	4989671	5701240	6865961
同比增长 (%)	55.27	53.48	24.27	14.26	20.43
营业总成本(万元)	2501409	3790231	4693234	5330056	6352723
营业成本(万元)	2226881	3434674	4133476	4701846	5619829
营业成本/营业收入 (%)	85.12	85.54	82.84	82.47	81.85
营业税金及附加(万元)	11880	15446	20349	25646	30886
营业税金及附加/营业收入(%)	0.45	0.38	0.41	0.45	0.45
销售费用(万元)	220786	298554	478047	531476	628235
销售费用/营业收入(%)	8.44	7.44	9.58	9.32	9.15
管理费用(万元)	39298	49358	78452	90753	96123
管理费用/营业收入(%)	1.50	1.23	1.57	1.59	1.40
财务费用(万元)	2358	-8816	-22329	-22431	-24351
资产减值损失(万元)	207	1016	5239	2765	2000
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	114716	225006	296437	371185	513238
同比增长 (%)	107.12	96.14	31.75	25.22	38.27
营业外收入(万元)	1341	3550	4575	6480	6000
营业外支出(万元)	1309	4420	5925	4484	3000
利润总额(万元)	114748	224136	295087	373181	516238
同比增长 (%)	108.63	95.33	31.66	26.46	38.33
所得税费用(万元)	34994	71819	69095	88101	121316
有效所得税率 (%)	30.50	32.04	23.41	23.61	23.50
净利润(万元)	79754	152317	225993	285080	394922
同比增长 (%)	114.08	90.98	48.37	26.15	38.53
净利润率 (%)	3.05	3.79	4.53	5.00	5.75
归属于母公司所有者的净利润(万元)	75764	146543	217019	275300	382087
同比增长 (%)	116.08	93.42	48.09	26.86	38.79
少数股东损益(万元)	3990	5774	8974	9780	12835
摊薄每股收益(元)	0.17	0.33	0.48	0.61	0.85

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：8月下旬9月上旬销售同比增长30%左右，经营模式变革奠定中长期增长基础（增持，维持）20090922

苏宁电器 2009 年半年报点评：二季度净利润增速提升至 17.9%，（增持，维持）20090829

苏宁电器 2009 半年业绩快报点评：二季度营业收入、净利润增速均提升（增持，维持）20090731

苏宁电器 2009 一季报点评：高可比基数下一季度仍旧实现正增长（增持，维持）20090430

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：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

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、新华百货、开元控股、家润多。

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。