

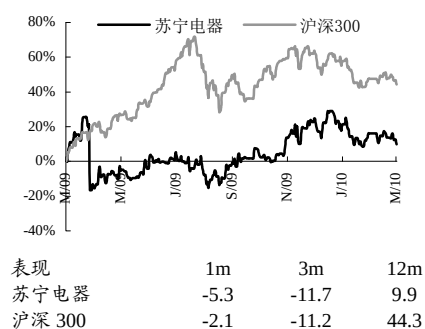
零售业

2010 年 3 月 16 日

市场数据	2010 年 3 月 15 日
当前价格 (元)	17.7
52 周价格区间 (元)	13.45
总市值 (百万)	82555
流通市值 (百万)	55623
总股本 (万股)	466414.1244
流通股 (万股)	314256.972
日均成交额 (百万)	42322
近一月换手 (%)	8.4
Beta (2 年)	0.75
第一大股东	张近东
公司网址	www.cnsuning.com

盈利能力波动	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
毛利率	16.59	17.30	17.54	17.80
净利率	3.83	5.64	5.12	5.67

一年期收益率比较



吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@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。

同店增速回升强劲

—苏宁电器 (002024) 2009 年报分析

评级: 买入

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	49897	58300	71709	86051
净利润 (百万元)	2192	2890	3871	4804
每股收益 (元)	0.47	0.62	0.83	1.03
净利润增长率%	48.09	33.17	33.94	24.10
每股净资产 (元)	2.93	3.12	3.43	3.78
市盈率	37.66	28.55	21.33	17.18
P/EG	0.78	0.86	0.63	0.71
市净率	6.04	5.67	5.16	4.68

资料来源: 世纪证券研究所

- **业绩高于预期。**2009 年, 公司实现营业收入 583 亿元, 同比增长 16.84%; 归属母公司所有者的净利润为 28.9 亿元, 同比增长 33.17%; 每股收益为 0.64 元。营业收入增长的主要原因是连锁网络规模不断扩大和完善, 终端销售和服务能力进一步增强。净利润增长的主要原因是毛利率的提高和费用管理能力的增强。
- **连锁规模继续扩大, 门店结构进一步优化。**报告期内, 公司“地区攻略”和“旗舰店攻略”并举, 旗舰店和中心店数量占比均有较大提升。而“纵向渗透”和“横向扩张”推进策略使三级市场店面数量占比有所上升。全年公司新进入地级以上城市 22 个, 净增加连锁店 129 家。
- **坪效提高、经济回暖和政策拉动推动可比门店增速回升。**报告期内, 公司可比店面全年销售收入同比上升 6.98%, 而前三季度可比门店销售收入增长仅-1.24%, 则四季度可比门店销售收入增速约在 30%以上。
- **2010 年公司主要增长动力。**一是, 连锁发展进一步扩张、下沉。“传统店”开设速度仍保持 200 家左右、县镇店 200-300 家、“精品店”20 家, 并推进核心区域“自建店”布局。二是, 全面转型、变革、创新推动门店经营质量进一步提升。体现在毛利率、净利率进一步提高, 整体盈利水平上升。三是, “扩内需”和城镇化的拉动。一系列针对家电行业的拉动内需政策仍将延续, 而城镇市进程加快, 将带来三四级市场居民社区的数量增加, 居民收入水平以及消费能力也会相应提升。
- **维持“买入”投资评级。**预测 2010、2011 年公司每股收益分别为 0.83、1.03 元, 当前股价对应下的动态市盈率分别为 21.33、17.18 倍, 具有一定的估值优势, 且公司股价远落后于大盘, 后市股价运行向上可期。因此, 维持“买入”投资评级。
- **风险提示。**房地产市场低迷、拉动家电政策激励效应减弱。

业绩高于预期

2009 年，公司实现营业收入 583 亿元，同比增长 16.84%；归属母公司所有者的净利润为 28.9 亿元，同比增长 33.17%；每股收益为 0.64 元。公司 2009 年度的分配预案拟以资本公积每 10 股转增 5 股；同时，每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税）。

营业收入增长的主要原因是连锁网络规模不断扩大和完善，终端销售和服务能力进一步增强。净利润增长的主要原因是毛利率的提高和费用管理能力的增强。

连锁规模继续扩大

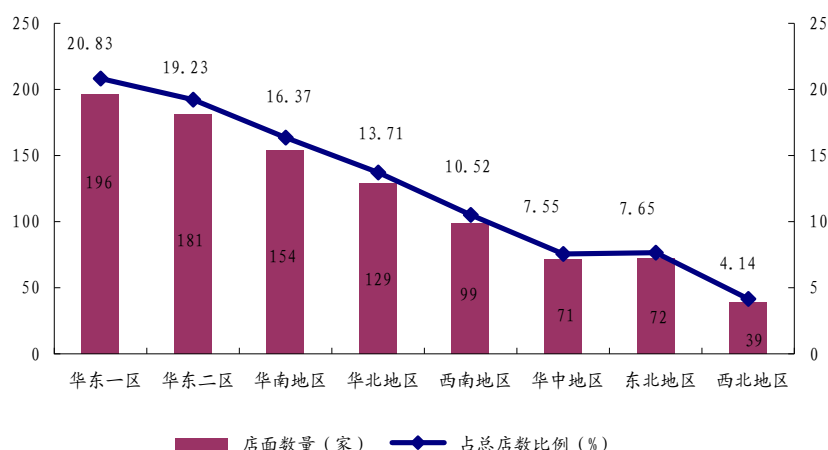
2009 年，公司连锁发展布局进一步完善，新进入宁夏省会银川，完成中国大陆除西藏以外所有省份的网络覆盖。同时，公司首家新业态店面——SUNING ELITE 精品店 2009 年 12 月 16 日落户深圳金光华广场，标志着中国家电连锁业发展已经全面开始进入以市场细分为基础的全新营销阶段。

报告期内，公司新进入地级以上城市 22 个，新开门店 182 家，置换/关闭连锁店 53 家，净增加连锁店 129 家。其中，第 4 季度净增门店 56 家，速度明显快于前 3 季度的开店速度。截至报告期末，公司已在全国 200 个地级以上城市拥有连锁店 941 家（含自有物业店面 17 家），连锁面积达 399.26 万平方米，同比增长 15.33%；平均单店面积 4243 平方米。

连锁门店结构进一步优化

报告期末，公司连锁门店主要分布地区为华东一区、华东二区和华南地区，其中华东区门店总量占比 40.06%，华南区占比 16.37%。

Figure 1 连锁店地区分布情况



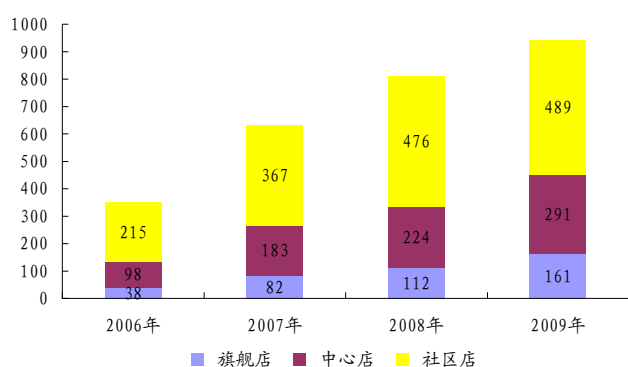
资料来源：公司 2009 年报、世纪证券研究所

注：华东一区包括江苏、安徽、山东；华东二区包括上海、福建、浙江、江西；华

南地区包括广东、广西、海南；华北地区包括北京、天津、河北、山西、内蒙；西南地区包括四川、重庆、云南、贵州；华中地区包括湖北、湖南、河南；东北地区包括辽宁、黑龙江、吉林；西北地区包括陕西、甘肃、青海、新疆、宁夏。

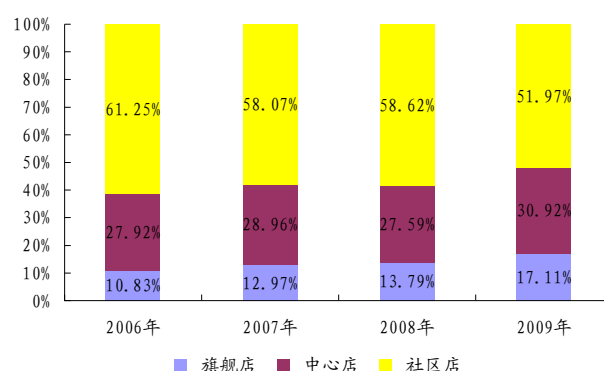
店型方面，公司继续加强“地区攻略”、“旗舰店攻略”，截至本报告期末，旗舰店数量占比达 17.11%，同比提高了 3.32 个百分点；中心店数量占比达 30.92%，同比提高了 3.33 个百分点；社区店数量占比 51.97%，同比下降了 6.65 个百分点。公司未来仍然以推进旗舰店和中心店建设为主。

Figure 2 连锁店类型数量



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

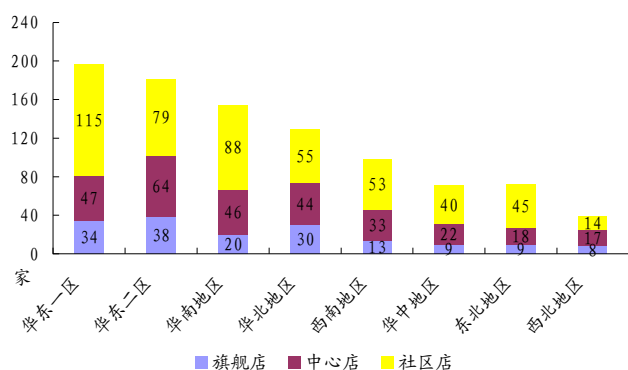
Figure 3 连锁店类型分布情况



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

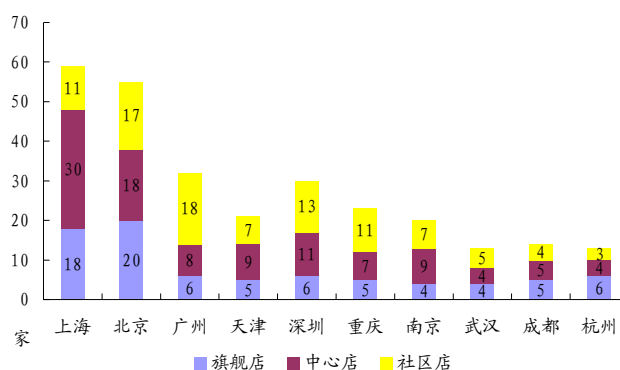
注：2009 年中心店中含 SUNING ELITE 精品店 1 家，即深圳金光华店。

Figure 4 各区域店型分布数量



资料来源：公司 2009 年报、世纪证券研究所

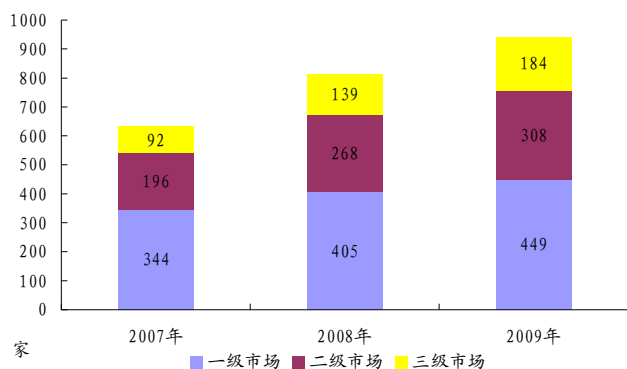
Figure 5 重点城市店型分布数量



资料来源：公司 2009 年报、世纪证券研究所

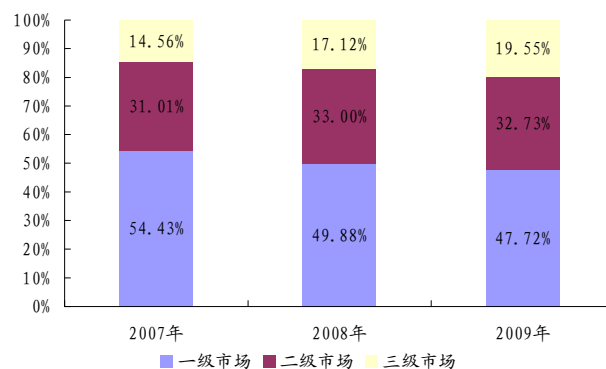
报告期内，公司两维（纵向渗透、横向扩张）推进策略公司保持连锁店市场分布整体结构基本稳定，三级市场店面数量占比有所上升。

Figure 6 连锁店市场分布数量



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

Figure 7 连锁店市场分布占比



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

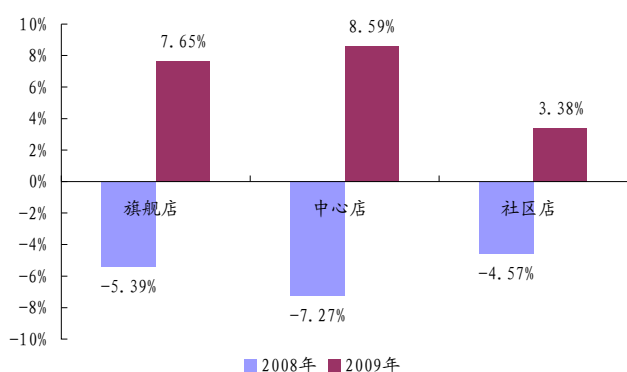
坪效提高、经济回暖和政策拉动推动可比门店增速回升

报告期内，公司可比店面（指 2008 年 1 月 1 日当日及之前开设的店面）全年销售收入同比上升 6.98%。主要原因有：

一、公司通过提高坪效，完善商品品类，强化人员技能培训，进一步加强对店面经营能力的提升。

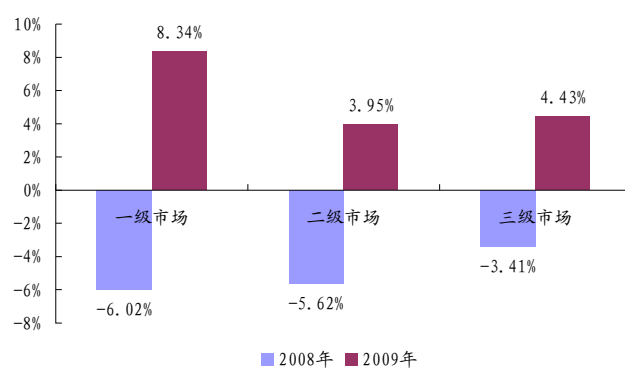
二、二季度以来，随着宏观环境的回暖，“以旧换新”、“节能惠民补贴”等一系列内需拉动政策的推进和落实，公司整体销售水平有所回升；特别四季度，因同比低基数效应，销售收入实现较高的增长，而前三季度可比门店销售收入增长仅-1.24%，则四季度可比门店销售收入增速约在 30%以上，主要是房地产销售对家电销售的带动作用明显，一般家电销售滞后房地产销售半年。

Figure 8 按店型可比门店销售收入增速



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

Figure 9 按市场可比门店销售收入增速



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

□ 从店面类型来看，旗舰店、中心店在产品丰富度、店面形象上要优于社区店，且店内消费体验上也更切合消费需求，报告期内，公司旗舰店、中心店可比店面销售同比增长保持了相对较高的水平。

□ 从市场类型分布来看，由于经济发达地区受经济回暖态势影响较大，且公司持续贯彻“地区攻略”，加大对重点地区、重点店面的培养，报告期内，一级市场可比店面销售同比增长相对较快；相对一级市场店面较为成熟完善的开发、运营管理模式，公司对二、三级市场的管理模式还处于不断磨合强化的阶段，随着公司运营、后台平台的逐步成熟，以及二三级市场消费潜力的逐步释放，此类市场店面经营质量提升的空间将是巨大的。

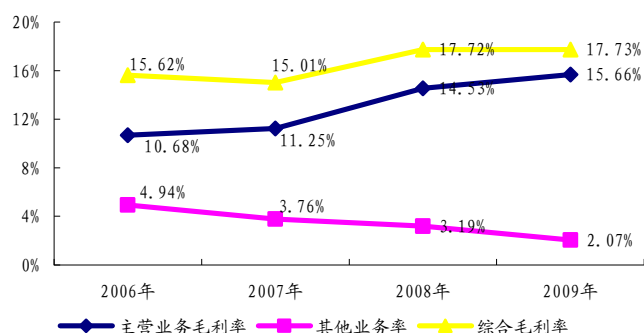
结算和采购模式优化促毛利率逐季回升

报告期内，公司实现主营业务毛利率同比增长 1.13 个百分点至 15.66%，其他业务利润率同比下降 1.12 个百分点至 2.07%，同比提升 0.01 个百分点至 17.73%。单季看，毛利率呈现逐季回升之势，第一至第四季度的毛利率分别为 16.59%、17.3%、17.54%和 17.8%，主要原因有：

□ 一、公司持续推进与供应商合作模式的简单化，尤其是在利润结构上主营业务毛利占比进一步提升，有效的节约了双方在日常工作中的对接成本，合作条件更加透明、简化、易执行。报告期内，这一趋势得到延续，使得综合毛利率组成结构较去年有所变化。

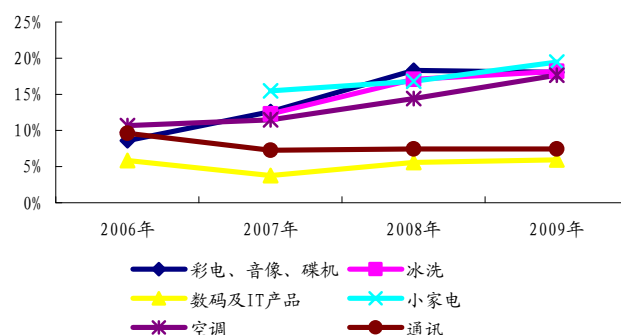
□ 二、报告期内，公司进一步推进 OEM、ODM、定制、包销等采购手段，部分产品毛利率水平有所提升；同时，公司进一步理顺了与供应商的渠道合作，推进建立直供合作等创新模式，采购和推广能力进一步加强；此外，公司秉承“合作共赢”的理念，持续优化供应链资源，提升供应链效率，降低合作成本。

Figure 10 综合毛利率情况



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

Figure 11 主营业务毛利率情况（分产品）



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

管理优化和可比店销售增长带来费用率下降

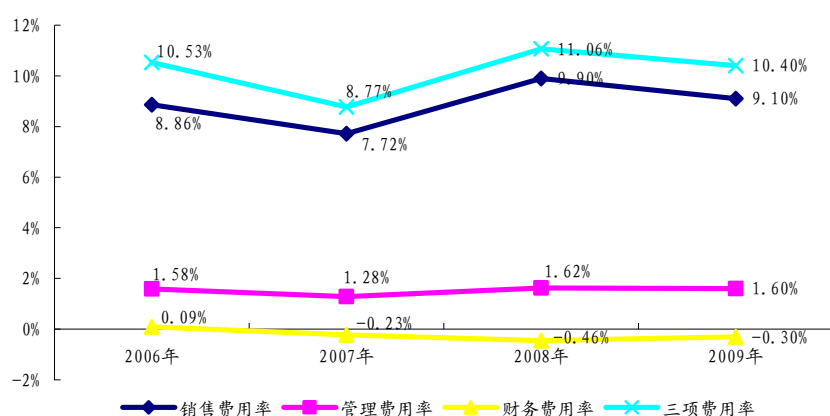
报告期内，公司期间费用率 10.17%，同比下降了 0.54 个百分点，主要原因是：

一、报告期内，虽然公司店面数量有所增加，以及宏观经济回暖带来社会劳动成本及物业单位面积租金水平进一步上升，公司管理费用、销售费用绝对值呈现一定的上升；但公司通过加强后台平台建设，优化内部管理，以及报告期内贯彻落实年初制定的一系列诸如推进营销费用优化管理、人员岗位优化配置、店面面积优化组合和企业内部厉行节约等措施，使得报告期内运营费用得到了有效控制。

二、受国家一系列拉动内需政策的影响，以及公司销售和管理能力的提升，公司可比店面销售较上年度有一定的提升。上述两项原因带来报告期内管理费用率、销售费用率合计比去年同期下降 0.82 个百分点。

三、受银行利率下调的影响，公司银行存款利息收入有所下降；同时，由于零售刷卡率上升，带来银行 POS 手续费增加，使得报告期内财务费用率同比上升 0.16 个百分点。

Figure 12 期间费用率及构成



资料来源：公司 2008-2009 年报、世纪证券研究所

2010 年公司主要增长动力依存

一、连锁发展进一步扩张、下沉

国内连锁发展方面，根据公司 2010 年发展规划，在一、二级市场继续以开设“传统店”（旗舰店、中心店、社区店）为主，计划新进入 31 个地级城市，开设速度仍保持 200 家左右；以自营为主的“县镇店”模式推进三、四级市场的网点建设 200-300 家，面积 800-1500 m²，初步规划区域为江、浙、粤镇一级市场以及内陆省份的县一级市场；在经济发达地区北京、上海、广州、深圳等地开设 SUNING ELITE “精品店” 20 家，针对中高端消费者；推进核心区域“自建店”布局，加强与全国性商业地产公司的战略合作，通过定制开发等方式，结合商圈规划，投资

收益论证加快自建店的建设，实现实质性的突破。

海外连锁发展方面，2009 年 12 月公司收购 Citicall Retail Management Limited 所有业务及相关资产，2010 年 2 月 8 日公司正式承接 CRM 品牌、存货、资产及其 22 家连锁店，全面开展在香港地区的家用电器及消费类电子销售及服务业务；2010 年公司将在对香港地区现有网络进行进一步的优化的基础上，实施自主开店，计划 3 年内在香港新开包括 4-5 家 2000 平米左右的旗舰店在内的 30 家店面，完成香港市场店面网点开发规划，实现 50 家门店规模，占香港电器消费市场 25% 以上的份额。2009 年 8 月公司完成认购日本 LAOX 株式会社定向发行股份，成为其第一大股东；2010 年，公司将协助日本 LAOX 株式会社开设 3 家连锁店，并将进一步加强与 LAOX 株式会社的采购协同，通过 LAOX 公司引进目前国内市场还缺少的动漫游戏、玩具模型、乐器以及大量的 3C 家电周边配套产品，进一步丰富产品结构。

二、全面转型、变革、创新推动门店经营质量进一步提升

采购方面，2009 年公司成为伊莱克斯洗衣机产品中国独家承销商、三星音乐手机 M2710C 全国总代理商、惠尔浦燃气热水器产品独家承销高；同时，公司自有品牌松桥电器全线上市，产品已有 50 款；2010 年，公司将继续创新合作模式，针对品类特性，全面推进品牌区域代理、渠道代理，推进全国独家代理产品销售、首家销售等模式，提高自主采购能力，进而提高商品毛利率。

销售方面，2010 年公司将强化自营销能力，尤其是精品店、社区店、县镇市场店的自营队伍建设；并与所有供应商共同深入推进优化供应链效率的 SCS 系统，在采购、销售、库存全面共享的前提下，形成协财预测、补货能力。

渠道方面，2009 年 8 月 18 日，公司网上商城全新升级，并正式更名为“苏宁易购”，并且已被全面打造成一个专业的家电购物与咨询网站，与公司实体店形成有效互补；2010 年，公司将加快 B2C “苏宁易购”新品拓展，丰富网站消费电子类产品和配件延伸产品的销售，提升“苏宁易购”品牌形象，增强公司盈利能力。

物流配送方面，2010 年沈阳物流基地将投入使用，北京（二期）、无锡、天津、成都等地的物流基地计划于 2010 年底前完成工程建设，广州、福州、厦门等地的物流基地也计划在 2010 年进入施工阶段。目前公司已明确提出在全国建设 50-60 个物流基地的计划，预计 2015 年前全面完成。

三、“扩内需”和城镇化的拉动

2010 年，家电消费市场在宏观经济稳定向好的背景下，继续存在较大的发展空间：一是，一系列针对家电行业的拉动内需政策仍将延续，“家电下乡”限价提高、“以旧换新”计划在全国范围内推广，“节能惠民补贴”深化推进；二是，技术更新需求将持续推进家电产品的更新换代；三是，城镇市进程加快，将带来三四级市场居民社区的数量增加，居民收入水平以及消费能力也会相应提升。

维持“买入”投资评级

预测 2010、2011 年公司每股收益分别为 0.83、1.03 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 21.33、17.18 倍，具有一定的估值优势，维持“买入”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.