

零售业

四季度销售收入同比增长 55%，未来高增长可持续

事件：

3 月 16 日苏宁电器公布年报，2009 年公司实现营业收入 583 亿元，同比增长 16.84%，归属于母公司所有者净利润 28.9 亿元，同比增长 33.17%，实现每股收益 0.62 元；公司拟向全体股东每 10 股派发现金 0.5 元（含税）、以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

投资要点：

- 全年公司新进入 22 个地级以上城市，新开连锁店 182 家，关闭/置换连锁店 53 家，09 年公司实现收入同比增长 16.84%，符合预期，尤其是 4 季度单季度主营收入同比增长 54.9%，与前三季度相比出现了大幅回升（前三季度分别为 0.15%、10.5%、8%）达到了危机发生前的水平，这一方面是由于 08 年 4 季度基数较低；另一方面是受益于宏观经济反转影响和国家“以旧换新”“家电下乡”政策在四季度的集中释放。
- 内生性增长方面，全年可比门店同比增长 6.98%，较前三季度 -1.2% 的水平显著改善。在外延扩张、内生增长改善的同时，公司年初以来实施的经营变革，推进采购创新、销售创新、渠道创新以及服务创新等手段，使得公司经营效率得到提升，营业利润和净利润分别增长 30.73% 和 32.79%，其中四季度分别为 96.27% 和 71.62%。
- 09 年年初，公司开始实施经营变革，探索新的采购、营销、管理模式，突破发展瓶颈，推动公司经营效率的提升。从长期看，公司在经营模式方面的变革对公司销售收入和毛利率的提升都具有重要意义。
- 我们认为公司的二次创业将突破公司的发展瓶颈，提升了未来的发展空间，公司高速增长将会延续，未来三年年均 30% 的增速应该有保证。
- 我们预计苏宁电器销售收入 2010-2011 年同比增长分别为 28.7%，22.9% 和 15.2%，每股收益分别为：0.85 元，1.08 元和 1.30 元，按照 2010 年 30 倍市盈率计算，每股价值 26 元，维持买入评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	58300	75032	92215	106231
收入同比(%)	17%	29%	23%	15%
归属母公司净利	2890	3944	5045	6055
净利润同比(%)	33%	36%	28%	20%
毛利率(%)	17.3%	17.7%	17.9%	18.2%
ROE(%)	19.9%	21.6%	21.9%	21.1%
每股收益(元)	0.62	0.85	1.08	1.30
P/E	29.37	21.52	16.83	14.02
P/B	5.84	4.65	3.68	2.95
EV/EBITDA	15	11	8	7

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	26 元
当前股价（10.3.17）	18.21 元

研究员：张绍坤 执业号：S0640208090087

电话：0755 - 83689044

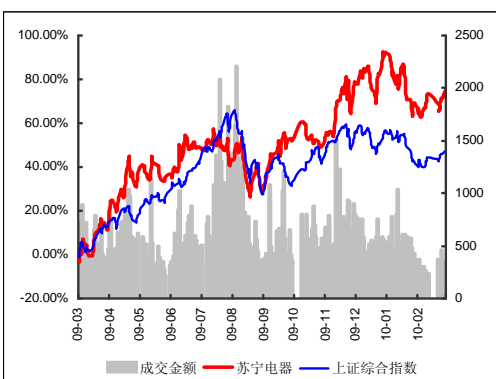
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn

报告日期：2010.03.17

## 基础数据

上证指数	2992.7
总股本（亿）	46.64
流通 A 股（亿）	31.43
流通 B 股（亿）	/
流通 A 股市值（百万）	593.71
每股净资产（元）	2.38
ROE（TTM）	22.8%
资产负债率	65.8%
动态市盈率	22
市净率	7.9

## 近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

## 江南金融研究所：

联系人：邝野、毛艳琼

联系电话：0755 - 83778731

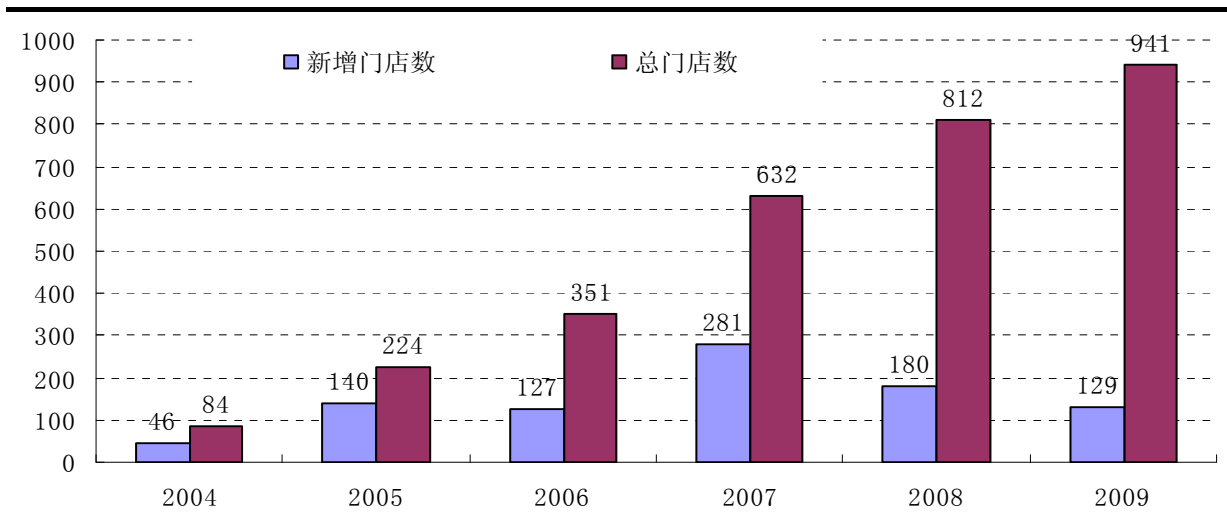
地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室  
(518031)

## 一、业绩基本符合预期，四季度销售同比增长约 55%

2009 年苏宁实现销售收入 583 亿，同比增长 16.84%，略低于预期，实现净利润 28.82 亿，同比增长 32.78%，符合预期。

全年来看，公司新进入 22 个地级以上城市，新开连锁店 182 家，关闭/置换连锁店 53 家，截至 2009 年底，公司拥有连锁店 941 家。连锁店面积达 399.26 万平方米，比上年同期增长 15.33%；平均单店面积 4,243 平方米。

图 1：04 年以来苏宁新增门店及总门店统计

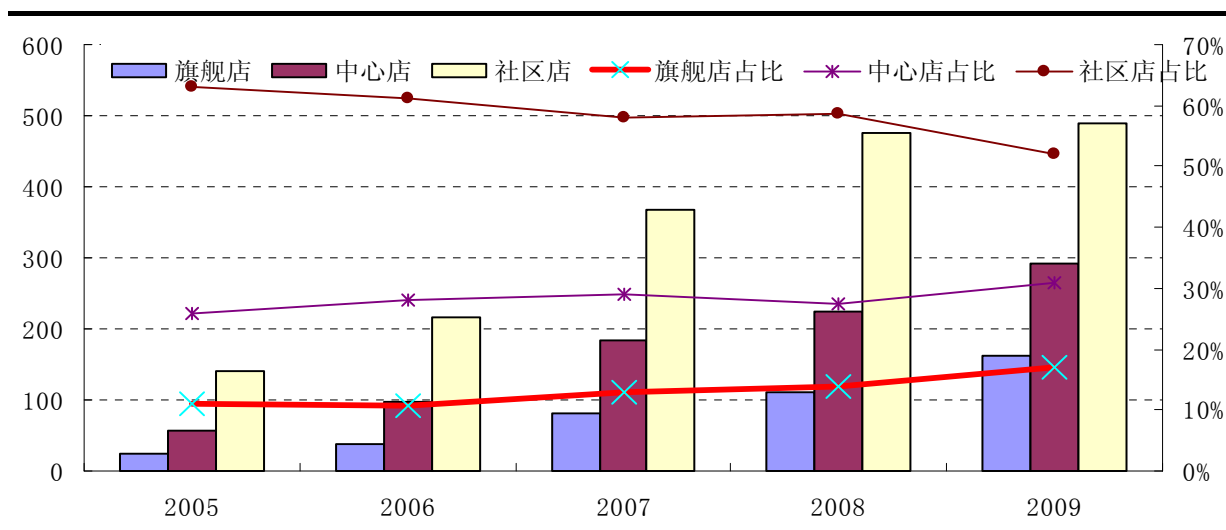


资料来源：江南金融研究所，公司公告

公司旗舰店比例继续提高，占总门店比例由 08 年的 13.79% 提升至 17.11%，这表明公司近年来优化门店结构，实施“旗舰店攻略”的成果显著。

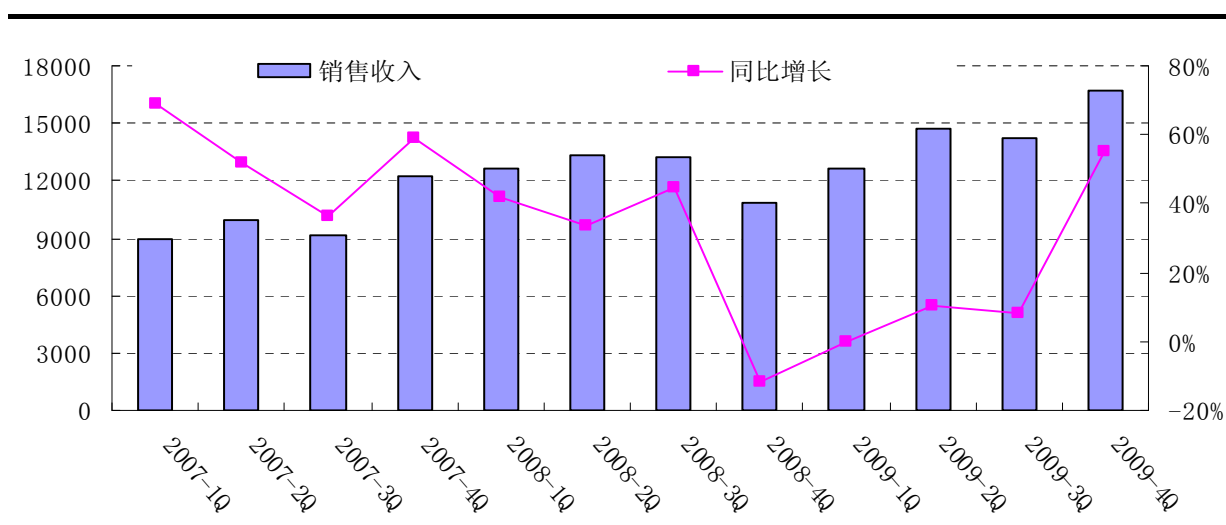
09 年公司实现收入同比增长 16.84%，尤其是 4 季度单季度主营收入同比增长 54.9%，与前三季度相比出现了大幅回升（前三季度分别为 0.15%，10.5%，8%）达到了危机发生前的水平，这一方面是由于 08 年 4 季度基数较低；另一方面是受益于宏观经济反转影响和国家“以旧换新”“家电下乡”政策在四季度的集中释放。

图 2：在门店结构中，05 年以来旗舰店占比不断提高



资料来源：公司公告，江南金融研究所

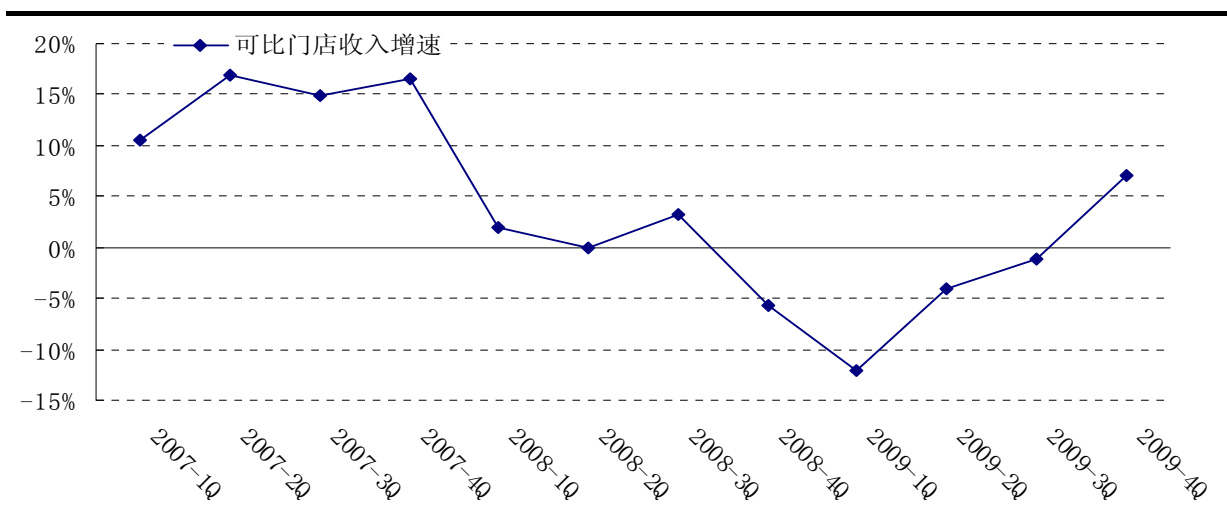
图 3：07 年以来苏宁电器分季度销售收入同比增长



资料来源：公司公告，江南金融研究所

在门店质量方面，公司利用店面重张和装修调整，运用关、转、减、扩、降多种手段，提高坪效，全年可比门店同比增长 6.98%，较前三季度-1.2%的水平显著改善。

图 4：07 年以来分季度单店累计同比增速



资料来源：江南金融研究所，公司公告

在外延扩张、内生增长改善的同时，公司年初以来实施的经营变革，推进采购创新、销售创新、渠道创新以及服务创新等手段，使得公司经营效率得到提升，营业利润和净利润分别增长 30.73% 和 32.79%，其中四季度分别为 96.27% 和 71.62%。

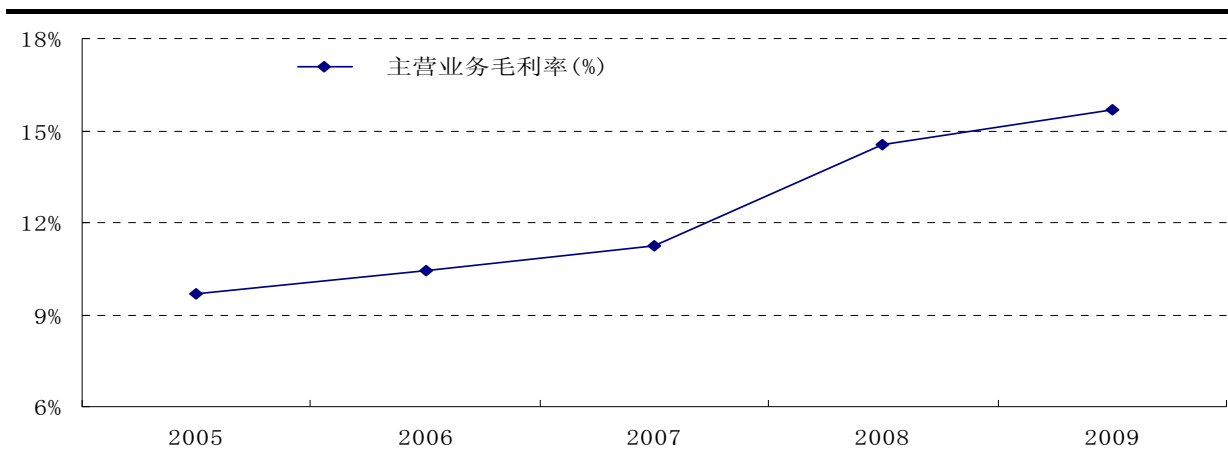
表 1：苏宁 07 年以来主要财务指标分季度统计

	2007-1Q	2007-2Q	2007-3Q	2007-4Q	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q
主营收入（百万）	8904	9937	9101	12211	12638	13281	13182	10795	12658	14676	14240	16726
同比增长					41.95%	33.66%	44.85%	-11.60%	0.16%	10.50%	8.02%	54.94%
营业利润（百万）	381	614	543	713	588	919	831	626	617	1085	944	1228
同比增长					54.33%	49.83%	53.14%	-12.19%	4.95%	18.02%	13.64%	96.27%
净利润（百万）	269	399	401	454	443	702	624	490	485	827	729	841
同比增长					65.03%	75.92%	55.61%	7.90%	9.39%	17.76%	16.74%	71.62%

资料来源：江南金融研究所，公司公告

从毛利率方面来看，09 年主营业务毛利率达 15.66%，与 08 年相比提升 1.13 个百分点，主要原因是公司采购模式改革初见成效，简化了与供应商的合作模式，节省双方的对接成本；同时 OEM、ODM、定制、包销等采购手段占比的提升促使主营毛利率持续提升。

图 5：05 年以来苏宁主营业务毛利率不断提升



资料来源：江南金融研究所，公司公告

## 二、 二次创业突破发展瓶颈

09 年年初，公司开始实施经营变革，探索新的采购、营销、管理模式，突破发展瓶颈，推动公司经营效率的提升。

从长期看，公司在经营模式方面的变革对公司销售收入和毛利率的提升都具有重要意义。

在采购模式方面，2010 年公司将取消联营模式，提升买断包销、定制包销和自有品牌的比例，这将大大提高公司的综合毛利率，目前公司的毛利率在 18% 左右，与百思买 22% 的毛利率相比仍有较大提升空间。目前我国零售业的销售模式分为“统购统销”和“扣点销售”两种模式，家电销售和百货零售基本为“扣点销售”模式。家电零售企业通过不断的扩张连锁门店，扩大销售规模，提升向供货商的议价能力，提高毛利率。这种模式最大的弊端是家电零售商的利润是靠不断“压榨”供货商获得的，这造成了供销关系紧张，也不利于家电零售企业自身通过提高管理水平实现内生性毛利率增长。目前苏宁正在从粗放式的规模扩张提升毛利率向通过改变经营模式和盈利模式，实现与供货商双赢，进而提升内生性毛利率的增长的模式转变。09 年初公司与惠而浦签署战略合作伙伴关系，苏宁负责其品牌推广和售后服务，而惠而浦也将根据苏宁掌握的市场需求动态来研发新品，使产品更加贴近消费者，实现双方利润率的同步提升，这和沃尔玛与宝洁公司的合作模式极其相似，09 年惠而浦中国销售额成为外资品牌前三

名，实现了双赢，沃尔玛与宝洁的成功先例，让我们对苏宁的转变充满期待。

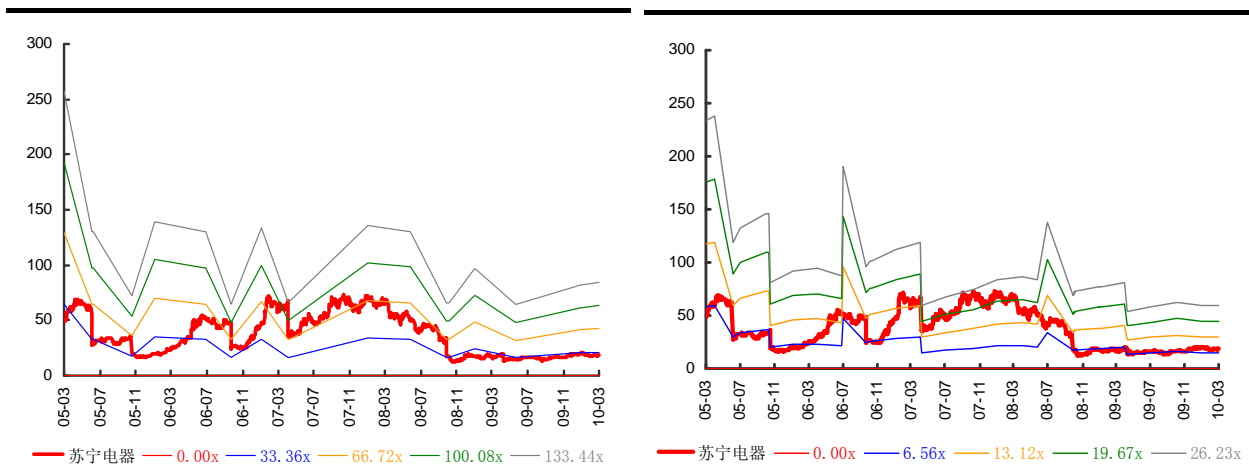
在终端店建设方面，公司在一线城市加强拓展精品店和旗舰店，针对不同细分市场，对客户精准定位，提升单店效益，另外 2010 年公司将加强二、三线城市的渗透力度，从横向扩张向纵向扩张延伸，这将使得公司成为国家“家电下乡”“以旧换新”政策最大受益者（截止 2009 年底，苏宁以旧换新占全国市场份额 33%，排名第一）。

在外延扩张方面，苏宁 09 年先后收购日本 LAOX 公司和香港镭射电器，进入日本和香港市场，迈开国际化扩张的第一步，收购海外公司有助于公司把握世界零售市场的流行趋势，对其内地业务具有很好的协同效应。

我们认为公司的二次创业将突破公司的发展瓶颈，提升了未来的发展空间，公司高速增长将会延续，未来三年年均 30% 的增速应该有保证。

我们预计 2010，11 年苏宁年均新开门店 200 家，可比门店增长 9%，预计 2010 和 2011 年净利润分别为 39.82 亿元和 48.57 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.85 元和 1.03 元，按照 2010 年 30 倍市盈率计算，目标价格 26 元，维持买入评级。由于业绩快报信息有限，我们将在年报公布后给出详细的财务预测。

图 6：06 年以来苏宁电器 PE/PB 区间



资料来源：江南金融研究所，wind



### 三、 估值

根据公司产品计划，公司 2010 年计划在一二线城市新开 200 家传统店；在三、四级市场开设 200-300 家县镇店；在北京、上海、广州、深圳等全国重点城市地区开设精品店 20 家；未来三年在香港平均每年新开 10 家店面，2010 年在日本新开 3 家店面。

对于一二线城市公司将加大对空白商圈和新兴商圈的开发力度，继续实施“旗舰店”策略；对三、四级市场，公司基本明确了以自营为主的“县镇店”模式推进在此类市场的连锁发展。县镇店的面积一般为 800-1500 m<sup>2</sup>，要求位于当地市场的核心商圈，店面形象要具有较强的竞争优势。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（例如山东、河南、安徽等）。在公司内部上一级管理平台、物流平台比较成熟的前提下，优选人口、消费基础较好的地区全面开展；精品店主要为了提升公司客户细分服务能力，提升品牌形象，加强对自营模式的研究；海外拓展主要为了丰富产品结构、培育国际人才。

我们预计苏宁电器销售收入 2010-2011 年同比增长分别为 28.7%，22.9%和 15.2%，每股收益分别为：0.85 元，1.08 元和 1.30 元，按照 2010 年 30 倍市盈率计算，每股价值 26 元，维持买入评级。

## 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	30196	35265	47312	55830	营业收入	58300	75032	92215	106231
现金	21961	25149	34785	41591	营业成本	48186	61752	75681	86897
应收账款	347	302	454	479	营业税金及附加	272	328	397	460
其他应收款	111	142	175	202	营业费用	5192	6513	7967	9157
预付账款	948	1416	1612	1921	管理费用	912	1140	1392	1593
存货	6327	7720	9699	10999	财务费用	-173	-77	-97	-127
其他流动资产	502	536	587	638	资产减值损失	32	25	25	25
非流动资产	5644	5845	5944	5986	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	597	597	597	597	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	2896	3387	3732	3989	营业利润	3875	5351	6850	8225
无形资产	765	854	923	982	营业外收入	112	50	50	50
其他非流动资产	1385	1008	692	418	营业外支出	60	35	35	35
资产总计	35840	41110	53256	61816	利润总额	3926	5366	6865	8240
流动负债	20719	22134	29293	31944	所得税	938	1288	1648	1978
短期借款	0	100	100	100	净利润	2988	4078	5217	6262
应付账款	5003	5920	7557	8503	少数股东损益	99	135	172	207
其他流动负债	15716	16115	21637	23340	归属母公司净利润	2890	3944	5045	6055
非流动负债	196	206	216	221	EBITDA	4155	5793	7354	8768
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.85	1.08	1.30
其他非流动负债	196	206	216	221	主要财务比率				
负债合计	20915	22340	29509	32165	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	385	519	692	898	成长能力				
股本	4664	4664	4664	4664	营业收入	16.8%	28.7%	22.9%	15.2%
资本公积	2976	2976	2976	2976	营业利润	30.7%	38.1%	28.0%	20.1%
留存收益	6901	10611	15416	21113	归属于母公司净利润	33.2%	36.5%	27.9%	20.0%
归属母公司股东权益	14540	18251	23055	28753	获利能力				
负债和股东权益	35840	41110	53256	61816	毛利率(%)	17.3%	17.7%	17.9%	18.2%
现金流量表					净利率(%)	5.0%	5.3%	5.5%	5.7%
单位: 百万元					ROE(%)	19.9%	21.6%	21.9%	21.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	-36.4%	-56.1%	-42.8%	-46.9%
经营活动现金流	5555	4109	10713	7969	偿债能力				
净利润	2988	4078	5217	6262	资产负债率(%)	58.4%	54.3%	55.4%	52.0%
折旧摊销	453	519	602	670	净负债比率(%)	0.46%	1.01%	0.72%	0.68%
财务费用	-173	-77	-97	-127	流动比率	1.46	1.59	1.62	1.75
投资损失	4	0	0	0	速动比率	1.15	1.24	1.28	1.40
营运资金变动	2166	-443	4957	1145	营运能力				
其他经营现金流	116	32	35	19	总资产周转率	2.03	1.95	1.95	1.85
投资活动现金流	-1897	-892	-920	-939	应收账款周转率	246	223	232	218
资本支出	1195	500	500	500	应付账款周转率	11.16	11.31	11.23	10.82
长期投资	-704	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-1406	-392	-420	-439	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.85	1.08	1.30
筹资活动现金流	2774	-29	-158	-224	每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.88	2.30	1.71
短期借款	-156	100	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.12	3.91	4.94	6.16
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	1673	0	0	0	P/E	29.37	21.52	16.83	14.02
资本公积增加	1889	0	0	0	P/B	5.84	4.65	3.68	2.95
其他筹资现金流	-633	-129	-158	-224	EV/EBITDA	15	11	8	7
现金净增加额	6431	3188	9636	6806					

资料来源: 江南金融研究所



## 分析师简介

张绍坤, SAC 执业证书号: S0640208090087

南开大学经济系硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 免责条款:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发表此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。