

2010年04月14日

苏宁电器 (002024.SZ)

市场数据(人民币)

市价(元)	18.64
已上市流通A股(百万股)	3,142.57
总市值(百万元)	130,409.39
年内股价最高最低(元)	20.77/13.63
沪深300指数	3391.72
中小板指数	6433.88
2008年股息率	0.30%


相关报告

- 《业绩符合预期,增长趋势明确》, 2010.3.16
- 《收购香港镭射电器点评》, 2009.12.31

分析师:张斌

(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

联系人:文瑶

(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

——门店扩张提速,全年高增长可期

卖出 减持 持有 买入 强买
公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.017	0.726	0.620	0.903	1.243	1.617
净利润增长率	103.45%	48.09%	33.17%	45.69%	37.74%	30.07%
先前预期每股收益(元)				0.833	1.060	1.327
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.832	1.022	N/A
市盈率(倍)	70.68	24.68	33.54	20.87	14.60	11.32
行业优化市盈率(倍)	74.70	29.93	40.24	40.24	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.68	0.51	1.01	0.47	0.41	0.40
已上市流通A股(百万股)	1,059.01	2,027.16	3,202.75	3,202.75	3,202.75	3,202.75
总股本(百万股)	1,441.50	2,991.01	4,664.14	4,664.14	4,664.14	4,664.14

来源:公司年报、国金证券研究所 注:“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 苏宁电器 2010 年门店扩张再次提速,公司计划全年开店 500 家以上,我们保守测算其收入和利润的增长空间,预计 2010 年销售收入(不含海外市场)增长可达到 47.2%;敏感性分析结果显示,成熟门店的同店增长变动(-2%, 2%),总收入增长的变动幅度在 44.9%-49.4% 之间,收入增长的确定性较强。
- 苏宁电器的营销转型旨在提高盈利能力和毛利率水平,经营重点由“销售导向”转向“产品导向”和“以客户为中心”;公司通过门店模式创新实现了目标客户群的细分,有利于新市场开拓;采购模式创新由商品规划、品类管理和经营模式三部分组成,拓展了毛利率提升空间,我们量化分析后发现 OEM、定制包销的销售比重提高至 30%,可提升销售毛利率(不含通讯、数码)5%。
- “以旧换新”和“家电下乡”政策有助于苏宁电器市场占有率的提升和收入增长,公司在全国家电零售业的市场占有率仅 6%左右,但是目前贡献了家电“以旧换新”总收入的 30%以上,依靠精简办理流程和配送服务的优势,我们预计苏宁的市场占有率将得到提升;大量“县镇店”的开设有利于苏宁借助“家电下乡”提高下级市场的占有率,公司 2010 年的目标是由 2009 年的 2.3% 提升至 9%。
- 我们调高苏宁电器 2010-2012 年盈利预测至 0.903 元、1.243 元和 1.617 元,对应目前股价 2010-2012 年 PE 分别是 21 倍、15 倍、12 倍,价值低估明显,维持“买入”评级。

门店扩张提速，全年收入高增长可期

2010年新开门店超500家，预计销售收入增长超过45%

- 根据公司计划，2010年苏宁电器将新开门店超过500家，包括成熟市场的传统门店200家，饱和市场的精品店20-30家，下级市场的县镇店250-300家，香港市场新开店10家；根据我们估算，新增门店有望带来160亿元收入，加上原有成熟门店的增长，2010年苏宁总收入同比增长超过45%。
- ◆ 2009年苏宁新增门店中，旗舰店、中心店和社区店的比重分别是38.0%、51.9%和10.1%，据此我们估计2010年新增各类型门店的比重分别为40%、50%和10%，分别是80家、100家和20家；
- ◆ 通过实地调研等多方了解，我们估计成熟门店的旗舰店、中心店和社区店的年均收入分别是1.5亿元、0.9亿元和0.3亿元，2010年新开各类型门店贡献的收入相应减半，为0.8亿元、0.5亿元和0.2亿元；
- ◆ 苏宁对县镇店收入和利润有详细测算：单店收入达到1200万，净利润率为5.56%；单店收入达到500万，净利润率为-0.56%；我们认为苏宁借助物流系统的成本降低可基本抵消竞争者在税收方面不规范操作的价格优势，估计2010年新开县镇店的年均收入约700万；
- ◆ 由于海外市场的发展还有待观察，此处未考虑其收入贡献。

图表1：2010年收入增长测算及敏感性分析 单位：百万元

2010新增门店

传统店	门店数	平均单店收入	合计收入
旗舰店	80	80	6400
中心店	100	50	5000
社区店	20	20	400
小计	200		11800
县镇店	300	7	2100
精品店	25	40	1000
合计	525		14900

2009年老店

	门店数	平均单店收入	同店增长	合计收入
旗舰店	161	150	6.5%	25720
中心店	291	90	8.5%	28416
社区店	489	30	4.0%	15257
合计	941			69393
苏宁易购				1500
总计	1466		47.2%	85792.7

敏感性分析

同店增长	-2%	-1%	0	+1%	+2%
旗舰店	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
中心店	6.5%	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%
社区店	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
总收入	84492.5	85142.6	85792.7	86442.8	87092.9
同比增长	44.9%	46.0%	47.2%	48.3%	49.4%

来源：国金证券研究所

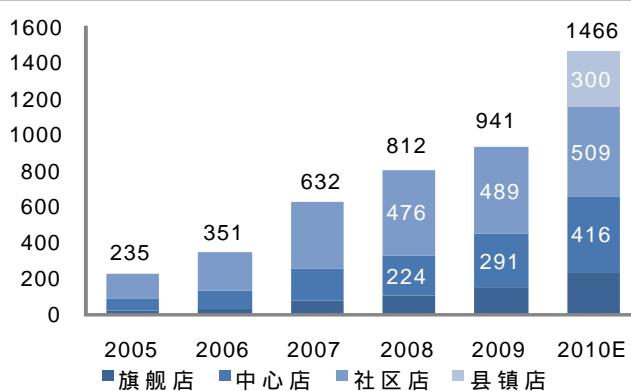
营销转型，拓展收入和毛利率提升空间

- 苏宁电器营销转型的目的在于提升盈利能力及综合毛利率水平，通过门店模式、采购和渠道的创新，将营销重点从“销售主导”转向“产品主导”和“以客户为中心”。

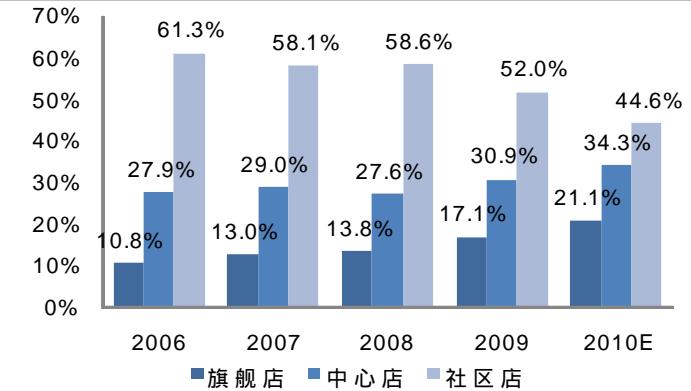
门店模式创新，推动渠道纵深发展

- 苏宁电器将传统的旗舰店拆分为超级旗舰店和旗舰店两种形态，又在中心店和社区店外拓展了精品店、县镇店和自建店三种新模式。
 - ◆ 精品店顺应了城市高端细分市场目标客户群对购物环境、销售服务和产品品质的新诉求，体验式营销也更适合3C类产品的销售；
 - ◆ 三、四级市场的居民收入增长和消费能力提升带来旺盛的家电消费需求，苏宁的县镇店扩张是借助政策刺激加速渠道下沉和提高市场占有率的必然选择。

图表2：各类型门店数量的增长情况



图表3：各类门店的数量占比（不含县镇店和精品店）



来源：公司公告、国金证券研究所

说明：图表2中，2010年预测中将25家新开精品店合并入中心店计算；图表3仅计算成熟市场门店占比情况，不含精品店及县镇店数据

图表4：县镇店选址标准及经营模式

选址标准	内容
区位	县及乡镇的中心位置
商圈	百货、超市、交通枢纽附近或新兴商圈
面积	800-1500平米
楼层	一楼，不少于400平米，最多二楼
外立面	主店招面向干道或人流聚集点，有独立的临近主干道的主入口
租赁费用	原则上按照销售提成，合理控制费用率水平
租期	6-8年
经营模式	内容
人员设置	全部为公司自有人员，计划配置标准为100平米/人
销售产品	以传统家电为主，辅之以电脑、数码、通讯产品
展台展柜	定制化生产、标准化拼装
物流配送	依托上一级物流平台，针对性备货，当地车辆合作

来源：公司年度业绩交流会、国金证券研究所

采购创新，计划将毛利率提升至20%-22%

- 2009年公司实现综合毛利率17.73%，主营业务毛利率15.66%，同比增长1.13%，小家电和空调产品的毛利率分别提升3.24%和2.34%，部分反映了公司采购创新的效果，公司计划在未来几年将毛利率提升至20%-22%。

- ◆ 2009 年空调和小家电的毛利率提升主要受益于惠而浦空调和自有品牌“松桥”小家电的销售增长，目前惠而浦空调的销售毛利率可达到 40%；
- ◆ 图表 5 量化分析了 OEM 等收入比重的提高对毛利率的拉动作用（此处仅含黑白电和小家电），结果显示，若 OEM 等的收入占比提高至 30%，可拉动毛利率（不含数码、通讯）上升 5%；

图表5：OEM 等收入占比提高带来毛利率增长的情景分析 单位：百万元

假设条件				
总收入 (不含数码、通讯)	综合毛利率 (不含数码、通讯)	普通销售 毛利率	OEM、定制包销 平均毛利率	
42,468	18.2%	16.1%	40%	
情景分析				
OEM、定制包销 收入占比	OEM、定制包销 毛利额	普通销售 毛利额	综合毛利率 (不含数码、通讯)	提升比率
9%	1719.94	6013.40	18.2%	-
15%	2866.57	5616.91	20.0%	1.8%
20%	3822.10	5286.51	21.4%	3.2%
25%	4777.62	4956.10	22.9%	4.7%
30%	5096.13	4772.70	23.2%	5.0%

来源：国金证券研究所

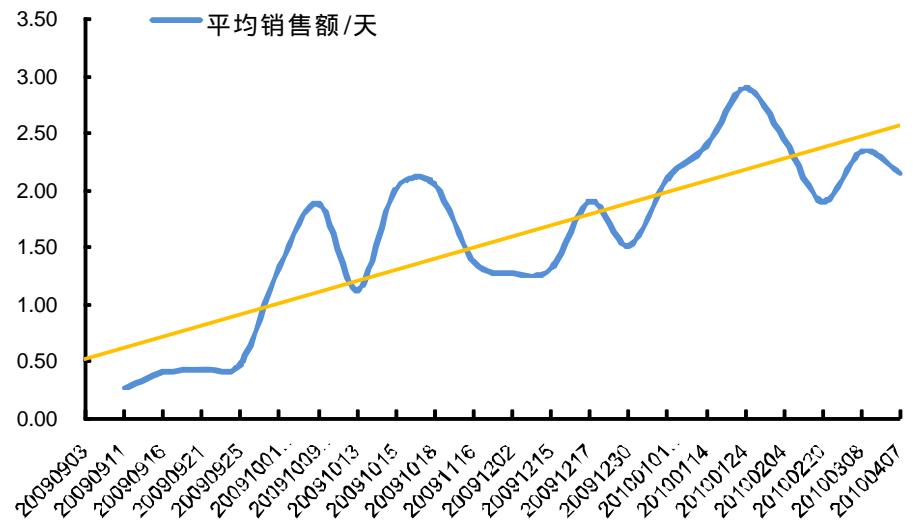
- ◆ 若参考 BBY (百思买) 2009 年 24% 的毛利率，苏宁电器仍有 8% 左右上升空间，由于低毛利的电脑及通讯产品在 BBY 的产品结构中比重较大，我们相信苏宁实际毛利率可提升空间将大于目前的估计；
- 苏宁的采购创新由商品规划、品类管理和经营模式三部分组成，上述分析只包含苏宁采购创新中易于量化分析的品类管理部分；实际上苏宁的采购创新是其供应链整合的开始，我们预计整合将先从数码配件、IT 产品等品类和华东区等成熟市场开始。
 - ◆ 商品规划：细化 SKU (Stock Keeping Unit) 管理、丰富产品线；
 - ◆ 品类管理：细分品类，从现有的七个品类事业部中细分出厨房电器、生活电器、OA 外设配件等新部门；提升自主产品和定制包销比例，公司计划 2010 年将自主产品销售比重提高 2%，可带动毛利率上升 0.45%；小品牌自营化，2010 年将重点针对数码等品类，在有条件的地区通过区域代理、渠道代理和全国代理等方式实现三、四线品牌的自营操作，同时提高配件销售占比；
 - ◆ 经营模式：经销模式将继续得到加强，苏宁可基于庞大销售网络的数据反馈进行产品研究，形成自主采购和定价能力；供货代销和联营模式的比重逐步降低，公司计划 2010 年将 70% 以上的联营转为代销。

“以旧换新”和“家电下乡”促进市场份额和收入的双重增长

- “以旧换新”和“家电下乡”将帮助苏宁获得更多的市场份额。
 - ◆ 家电“以旧换新”必须办理的手续和新旧家电的接送服务会增加销售企业的经营成本，而家电销售对百货和超市的利润贡献率很低，企业的经营动力不强；苏宁在物流配送和专业服务上的优势将使其更受消费者青睐，从而提高市场占有率水平；
 - ◆ 至 2010 年 1 月初，苏宁实现“以旧换新”销售收入 50.97 亿元，占总销售额的比重超过 30%，而苏宁在全国家电市场的销售占有率仅 7% 左右，公司计划 2010 年将家电以旧换新的市场占有率从 2.3% (约 16 亿元) 提高至 8%，长期看有利于全国市场占有率的提升。
- “以旧换新”试点区域向全国铺开将有助于支持苏宁的收入增长。

- ◆ 家电“以旧换新”管理信息系统公告，苏宁至2010年1月8日共实现销售50.97亿元，市场占有率约30%，比11月底增加20亿元，期间实现日均销售超过5000万；
- ◆ 根据全国家电“以旧换新”日均销售额的趋势判断，2010年苏宁在已试点9省市的日均销售额至少可保持在5000万以上水平，按30%市场占有率算日均销售额可达到6000万，估计2010年实现销售额180-220亿元；

图表6：全国家电“以旧换新”日均销售额（分拆数据） 单位：亿元



来源：国金证券研究所

- ◆ 目前试点的九省市（北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙）分别隶属于苏宁的华北区、华东区和华南区，2009年年报显示这些区域销售收入占比达到73.7%，估计未试点区域的收入占比在40%-50%。

图表7：苏宁各大区收入占比及“以旧换新”覆盖区域情况

	省份	2009年收入	占比
试点所在区域	华东一区	江苏 安徽 山东	13,216.50 23.2%
	华东二区	上海 福建 浙江 江西	10,945.39 19.2%
	华北	北京 天津 河北 山西 内蒙	9,494.03 16.6%
	华南	广东 广西 海南	8,371.24 14.7%
			73.7%
未试点	西部	陕西 甘肃 青海 新疆 四川 重庆 云南 贵州	8,386.04 14.7%
	东北	辽宁 黑龙江 吉林	3,398.40 6.0%
	华中	湖南 湖北 河南	3,225.45 5.7%
			26.3%

来源：国金证券研究所

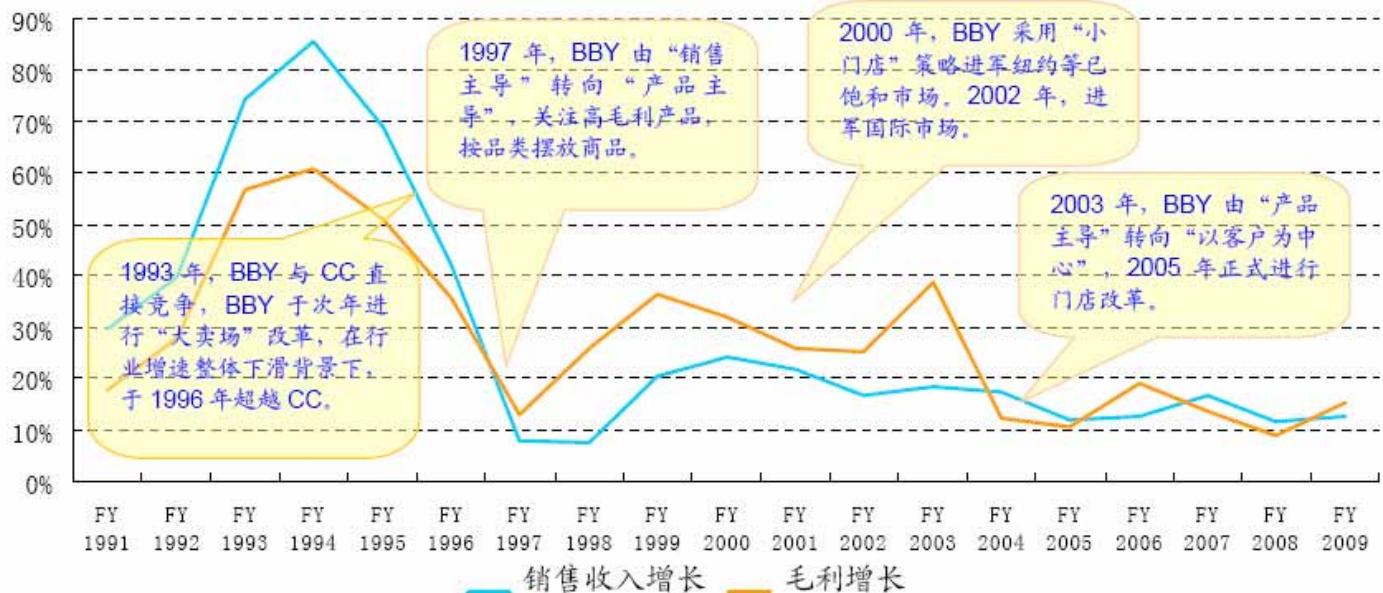
投资建议

- 苏宁电器2009年销售收入583亿元，按照全国家电市场规模10000亿元计算，市场占有率不到6%，外延扩展空间广阔；市场普遍担心苏宁销售规模扩大后收入增速放缓，我们认为公司高增长后期经营性改革依然能带来收入

和利润的高增长，存在周期性的投资机会，这一点可参考 BBY (百思买) 1997 年以后系列经营改革带来的收入和毛利增长。

- 根据我们预测，苏宁电器 2010 年经常性经营净利润可达到 42.1 亿元，合每股收益 0.903 元，对应目前股价 (18.6 元) 的 PE 是 21 倍，估值优势明显，维持“买入”评级。

图表8：BBY 主要经营改革及收入和毛利增长情况



来源：Bloomberg、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	40,152	49,897	58,300	85,793	111,870	136,310
增长率	24.3%	16.8%	47.2%	30.4%	21.8%	
主营业务成本	-34,347	-41,335	-48,186	-70,745	-92,040	-111,529
% 销售收入	85.5%	82.8%	82.7%	82.5%	82.3%	81.8%
毛利	5,806	8,562	10,114	15,048	19,829	24,780
% 销售收入	14.5%	17.2%	17.3%	17.5%	17.7%	18.2%
营业税金及附加	-154	-203	-272	-429	-559	-682
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,986	-4,780	-5,192	-7,721	-9,956	-12,132
% 销售收入	7.4%	9.6%	8.9%	9.0%	8.9%	8.9%
管理费用	-494	-785	-912	-1,373	-1,734	-2,113
% 销售收入	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	2,172	2,793	3,738	5,525	7,580	9,855
% 销售收入	5.4%	5.6%	6.4%	6.4%	6.8%	7.2%
财务费用	88	223	173	226	314	399
% 销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-10	-52	-32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,250	2,964	3,875	5,751	7,894	10,254
营业利润率	5.6%	5.9%	6.6%	6.7%	7.1%	7.5%
营业外收支	-9	-14	51	0	0	0
税前利润	2,241	2,951	3,926	5,751	7,894	10,254
利润率	5.6%	5.9%	6.7%	6.7%	7.1%	7.5%
所得税	-718	-691	-938	-1,380	-1,895	-2,461
所得税率	32.0%	23.4%	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	1,523	2,260	2,988	4,371	5,999	7,793
少数股东损益	58	90	99	160	200	250
归属于母公司的净利润	1,465	2,170	2,890	4,211	5,799	7,543
净利率	3.6%	4.3%	5.0%	4.9%	5.2%	5.5%

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	7,465	10,574	21,961	34,456	44,092	55,766
应收账款	201	205	465	596	777	947
存货	4,553	4,908	6,327	8,722	11,347	13,750
其他流动资产	1,379	1,501	1,443	1,778	2,310	2,798
流动资产	13,598	17,188	30,196	45,552	58,527	73,261
% 总资产	83.8%	79.5%	84.3%	87.0%	87.0%	87.6%
长期投资	26	70	1,026	1,027	1,026	1,026
固定资产	1,952	3,380	3,304	5,105	7,114	8,823
% 总资产	12.0%	15.6%	9.2%	9.7%	10.6%	10.5%
无形资产	581	819	1,061	681	603	545
非流动资产	2,631	4,430	5,644	6,815	8,745	10,396
% 总资产	16.2%	20.5%	15.7%	13.0%	13.0%	12.4%
资产总计	16,230	21,619	35,840	52,367	67,272	83,657
短期借款	247	309	97	115	120	125
应付款项	10,714	11,523	19,945	32,190	41,880	50,752
其他流动负债	430	647	676	1,228	1,422	1,603
流动负债	11,391	12,479	20,719	33,533	43,422	52,480
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	11	28	196	5	5	5
负债	11,402	12,506	20,915	33,538	43,427	52,486
普通股股东权益	4,624	8,776	14,540	18,285	23,100	30,177
少数股东权益	204	336	385	545	745	995
负债股东权益合计	16,230	21,619	35,840	52,367	67,272	83,657

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.017	0.726	0.620	0.903	1.243	1.617
每股净资产	3.207	2.934	3.117	3.920	4.953	6.470
每股经营现金净流	2.426	1.277	1.191	3.108	2.790	3.073
每股股利	0.000	0.200	0.130	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	31.69%	24.73%	19.88%	23.03%	25.11%	25.00%
总资产收益率	9.03%	10.04%	8.06%	8.04%	8.62%	9.02%
投入资本收益率	29.05%	22.70%	18.93%	22.16%	24.03%	23.93%
增长率						
主营业务收入增长率	61.08%	24.27%	16.84%	47.16%	30.40%	21.85%
EBIT增长率	85.10%	28.61%	33.83%	47.79%	37.19%	30.01%
净利润增长率	103.45%	48.09%	33.17%	45.69%	37.74%	30.07%
总资产增长率	83.35%	33.20%	65.78%	46.11%	28.46%	24.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	42.8	41.8	42.6	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	26.8	29.9	32.7	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	17.0	24.3	18.1	17.8	18.6	19.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-149.52%	-112.65%	-146.54%	-182.42%	-184.44%	-178.52%
EBIT利息保障倍数	-24.6	-12.5	-21.6	-24.5	-24.1	-24.7
资产负债率	70.25%	57.85%	58.36%	64.04%	64.55%	62.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	17	23	24	42
买入	0	4	5	5	19
持有	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	1	1
评分	1.00	1.26	1.25	1.29	1.36

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-11-17	买入	18.56	18.90 ~ 23.85
2 2009-12-31	买入	20.77	N/A
3 2010-03-16	买入	18.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。