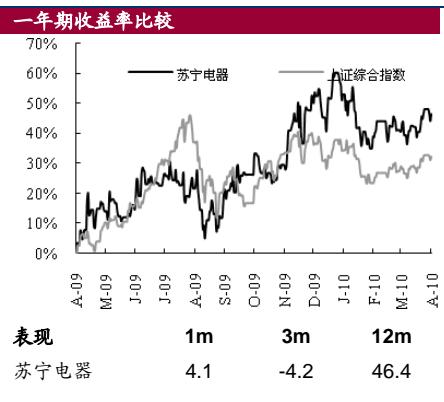




**商业零售
Retail Business**

2010 年 4 月 12 日

市场数据	2010年4月9日
当前价格(元)	19
52周价格区间(元)	13.08-21.17
总市值(百万)	88618.68
流通市值(百万)	59708.82
总股本(万股)	466414
流通股(万股)	314257
日均成交额(百万)	338
近一月换手(%)	9.20
Beta(2年)	0.80
第一大股东	张近东
公司网址	www.cnsuning.com



魏芳 李嫄春(协助)
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

执业证书编号

魏 芳: S0370207120041
李嫄春: S0370108110546

苏宁电器 (002024)

—渠道下沉+营销变革，全面拓展业绩成长空间

评级：买入

- **加速渠道下沉，扩大在三四级市场的份额。**公司 2010 年将全面启动三、四级市场县镇店的连锁拓展工作，计划在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、消费基础较好的三、四级市场开设 200-300 家县镇店。
- **营销变革，挖掘毛利率提升空间。**公司 09 年综合毛利率为 17.73%，主营业务毛利率为 15.66%，分别比上年提升了 0.01 和 1.13 个百分点。公司计划通过采购创新、销售变革以及渠道拓展等，在未来几年逐渐将毛利率提升到 20-22%。
- **海外扩张尚处探索阶段，短期对业绩影响较小。**公司先后收购了日本 LAOX 株式会社 28.36% 股权和香港 CITICALL 的业务及资产，开始了海外扩张探索之路。但从短期来看，对公司业绩影响较小。
- **进军网购市场，但目前还不是主流。**09 年 8 月 18 日，公司网上商城全面升级，并正式更名为“苏宁易购”，进军网购市场。关于网购，公司认为是未来发展的趋势，但不是主流。公司的目标是 2010 年可以达到 15-20 亿元的销售，在用户数量和浏览量上均有所突破，并逐步实现与实体店的差异化经营。
- **3C 类产品有望成为公司未来重要的业绩增长点。**公司目前 3C 类产品主要采用的是联营模式，毛利率和销售占比均相对较低，随着未来 3C 类产品及配件毛利率的提升和销售规模的扩大，有望成为公司重要的业绩增长点。
- **股权激励将稳步推进。**公司目前由于正处营销变革时期，组织结构和人员均有一定的调整和变动。待稳定之后，公司计划启动股权激励。股权激励方案的覆盖面可能不会太大，首先是从高管、总监和主要的店长等做起。而对于股权激励的价格问题，一方面要能达到激励效果，另一方面也要顾及投资者的利益。
- **投资建议。**公司目前尽管已经具有很大的基数，但占整个家电销售市场的份额仍不到 10%，外延性扩张空间巨大。另一方面，公司在毛利率的提升和成本控制方面，也具有很大的潜力。此外，随着渠道下沉、“家电下乡”和“以旧换新”政策的力度和广度的进一步加大，公司销售收入也有望大幅提升。预计公司 10-11 年按照当前股本计算的 EPS 分别为 0.83 元和 1.12 元，对应 23 倍和 17 倍 PE，给予买入评级。

加速渠道下沉，扩大在三四级市场的份额

公司2010年将全面启动三、四级市场县镇店的连锁拓展工作，计划在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、消费基础较好的三、四级市场开设200-300家县镇店。根据公司测算，县镇店的销售收入达到600万，即可实现盈利，若能达到1200万，净利率可达5%以上。

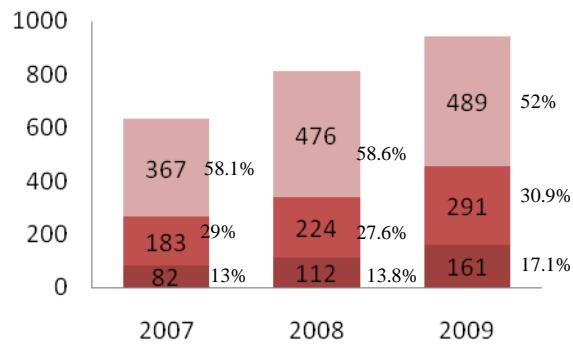
除县镇店以外，公司计划10年新开200家左右的传统店（重点加强旗舰店、中心店），在北京、上海、广州、深圳等一级市场新开20-30家左右的精品店，以及加强自建店开发，年内实现首个自建店项目——威海店的建成及运行。

图表1 连锁门店扩张情况

	2007	2008	2009
连锁店数量（家）	632	812	941
净增数量（家）		180	129
连锁店面积（万平米）	264	346	399
净增面积（万平米）		82	53

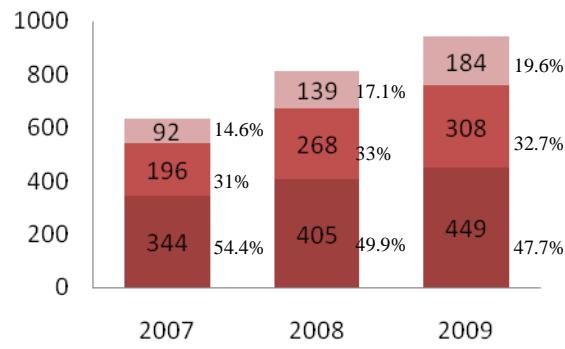
数据来源：公司公告，金元证券研究所

图表2 连锁店类型分布情况



■ 旗舰店 ■ 中心店 ■ 社区店

图表3 连锁店市场分布情况



■ 一级市场 ■ 二级市场 ■ 三级市场

数据来源：公司公告，金元证券研究所

图表4 2010年连锁发展计划

	2009	2010E	新增传统店	新增县镇店	新增自建店	精品店
华东一区	196	321	37	73	15	
华东二区	181	277	37	53	6	
华南片区	154	233	34	40	5	
华北片区	129	198	29	35	5	
西南片区	99	157	20	34	4	
东北片区	72	121	18	28	3	

华中片区	71	114	15	26	2
西北片区	39	62	10	11	2
		20			20
合计	941	1503	200	300	42

数据来源：公司公告，金元证券研究所

图表5 县镇店利润测算

	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5
销售收入(万元)	1200	1000	800	600	500
毛利(万元)	204	170	136	102	85
毛利率(%)	17	17	17	17	17
租金(万元)	40	40	40	40	40
租赁费率(%)	3.33	4.00	5.00	6.67	8.00
面积(平米)	1200	1200	1200	1200	1200
坪效(元/天/平米)	27.40	22.83	18.26	13.70	11.42
工资(万元)	30	30	30	30	30
人员	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
营销费率(%)	1	1	1	1	1
运输费率(%)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
其他(%)	2	2	2	2	2
税前利润(万元)	89	62.5	36	9.5	-3.75
净利润(万元)	66.75	46.88	27.00	7.13	-2.81
净利率(%)	5.56	4.69	3.38	1.19	-0.56

数据来源：公司2009年业绩交流会资料

图表6 县镇店选址和运营模式

区位	县或乡镇的中心位置
商圈	百货、超市、交通枢纽附近或新兴商圈
面积	800-1500平方米
楼层	一楼，最多不超过二楼，且一楼面积不少于400平方米
外立面	主店招面向主干道或人流聚集点，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(2%-3%)的方式，费率控制在合理水平
租期	6-8年
人员设置	全部为公司自有人员，计划按100平米/人的标准进行配置
销售产品	以传统家电为主，辅以电脑、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，采用针对性备货，当地车辆合作等形式，提高复制质量

数据来源：公司2009年业绩交流会资料

营销变革，挖掘毛利率提升空间

公司09年综合毛利率为17.35%，主营业务毛利率为15.66%，分别比上年同期提升了0.19和1.13个百分点。公司计划通过采购创新、销售变革以及渠道拓展等，在未来几年逐渐将毛利率提升到20-22%。

具体来讲，营销变革主要体现在以下几个方面：

■ 采购创新

- (1) 加强商品规划，细化SKU的管理，丰富产品结构；
- (2) 提升品类管理，加强自主品牌、包销定制以及丰富三四线品牌操作。其中，在包销定制方面，公司计划将品类拓展到黑电、电脑、抽油烟机等。通过提高自主品牌、包销定制产品、三四线品牌及配件类产品的销售占比，公司的毛利率也将有较大提升；
- (3) 变革经营模式。继续加强经销，针对性的制定采购策略，加强产品研究，逐步形成公司自主采购、自主定价的能力；逐渐降低供货代销模式的比例；计划年内实现70%以上的联营转为代销或经销的合作模式。

■ 销售变革

- (1) 针对不同类型的店面，循序推进自营销售；
- (2) 加强自营人员招聘、培训，提高销售能力。

■ 渠道拓展

- (1) 苏宁易购。计划通过整合品牌、采购、物流、售后服务、信息系统等优势，以及完善商品拓展、商品展示、网络推广、供应链整合、付款方式、配送服务等方面，实现2010年销售规模、用户数量、浏览量均有所突破。另外，将逐步实现与实体店的差异化销售策略。
- (2) 家电下乡。公司09年占家电下乡的市场份额在2%左右，计划今年将抓住县镇店建设的契机，扩大市场份额至6%-8%。
- (3) 以旧换新。在原有地区进一步扩大领先优势；把握今年国家以旧换新销售地区范围扩大的有利机会，确保全部中标；尽快推进网上以旧换新流程；推动电脑、空调品类在以旧换新中的占比提升。在销售和回升份额上，公司计划能够达到09年的水平，继续保持市场份额第一的地位。

图表7 各种类型店面的SKU及销售模式规划

	SKU数量	品类自营	销售人员	出样
旗舰店	20000	尝试推进音像、配件产品自营，	工厂派驻促销员为主，	品牌出样为主，结合部分品类出样

		继续推进通讯部分自营	结合公司自营人员	
中心店	12000	工厂不派驻促销员的品类及品牌由公司自营销销售		
社区店	7000	全品类自营	公司自营人员为主，结合少量工厂促销员	品类出样为主，结合品牌出样
精品店	8000		公司自营	品类出样
县镇店	4000			

数据来源：公司2009年业绩交流会资料

海外扩张尚处探索阶段，短期对业绩影响较小

公司先后收购了日本 LAOX 株式会社 28.36% 股权和香港 CITICALL 的业务及资产，开始了海外扩张探索之路。公司的海外事业发展计划包括：

■ 香港地区

公司将按照“先核心商圈，后区域商圈，再社区商圈”的原则，在香港岛、九龙、新界同步开发，推进连锁网络的全面布局。计划2010年开设10家店面，主要分布在铜锣湾、旺角、尖沙咀等商圈；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。

图表8 香港地区门店规划

	经营方向	面积(平方米)	商圈范围	区位范围
标准店	以通讯、数码、电脑、小影音品类商品为主，同时配 有空调、冰洗、黑电等传统生活电器	300	核心商圈、区域 商圈、社区商圈	沿街商铺、购物中心
旗舰店	在完整品类出样基础上，适度考虑扩大品类，如健身 器材等，提高品项丰富度	1500左右	核心商圈	购物中心为主、沿街商铺 为辅

数据来源：公司2009年业绩交流会资料

■ 日本地区

尽管作为LAOX的第一大股东，但由于只是参股，公司目前并不想介入经营。2010年，公司将协助日本LAOX株式会社开设3家连锁店，以助于其经营效益的进一步改善。同时，公司还将进一步加强与LAOX株式会社的采购协同，通过LAOX公司引进目前国内市场上缺少的动漫游戏、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；另外双方将加大人才交流和培训力度，为双方企业培养出具有国际化视野、国际化经验、国际化素养和能力的优秀人才队伍，助力

企业向更高层次发展。

进军网购市场，但目前还不是主流

09 年 8 月 18 日，公司网上商城全面升级，并正式更名为“苏宁易购”，进军网购市场。

关于网购，公司认为是未来发展的趋势，但不是主流。从美国的经验来看，前十大网店中，多数都是有实体店支撑的。因此，公司做网购，是为了满足部分消费者的网购习惯，作为实体店的补充。另外，面对京东商城、淘宝电器城等网上家电购物平台的竞争，公司认为由于物流和网站开发成本都比较高，因此优势并不明显。而公司做网购，可以依托现有的物流和规模优势降低成本和费用。

公司对于苏宁易购 2010 年的工作规划是：整合品牌、采购、物流、售后服务、信息系统等优势；完善商品拓展、商品展示、网络推广、供应链整合、付款方式、配送服务等方面。目标是 2010 年可以达到 15-20 亿元的销售，在用户数量和浏览量上均有所突破，并逐步实现与实体店的差异化经营。

3C 类产品有望成为公司未来重要的业绩增长点

公司目前 3C 类产品主要采用的是联营模式，毛利率相对较低，09 年通讯产品的毛利率为 7.46%，数码及 IT 产品的毛利率为 5.94%。另外，销售占比也相对较低，09 年通讯产品和数码及 IT 产品销售占主营业务收入的比重分别为 10.57% 和 13.88%。

随着未来 3C 类产品及配件毛利率的提升和销售规模的扩大，有望成为公司重要的业绩增长点。

2010 年公司对于 3C 类产品的运营策略包括：

■ 通讯类产品

加强单品管理，加大产品深入合作，整合工厂、运营商、公司三方的能力，提升深度包销产品占比，推进 3G 产品的终端销售；

在保证重点门店自营柜台占据有利位置的前提下，完成新一轮 150 家通讯自营门店推进工作，优化品牌结构，提升终端销售。

■ 电脑类产品

推进采购模式变革，深化单品管理，持续推进包销主推工作，扩大包销、独销机销售占比，提升毛利；

推进配件产品自有品牌操作以及关联产品销售，实现精细化管理，加强终端的销售能力。

■ 数码类产品

推进合资品牌消费类数码相机定制包销工作，培养数码相机自主销售能力；

继续推进单反专区建设，积极引进国产配件，丰富终端陈列；

与核心供应商索尼、松下、尼康、奥林巴斯、三星等联合建立店中店，提升形象和销售；

到2010年底单反专区总数达100家，店中店总数达280家。

股权激励将稳步推进

公司目前由于正处营销变革时期，组织结构和人员均有一定的调整和变动。待稳定之后，公司计划启动股权激励。

股权激励方案的覆盖面可能不会太大，首先是从高管、总监和主要的店长等做起。而对于股权激励的价格问题，一方面要能达到激励效果，另一方面也要顾及投资者的利益。

投资建议

公司目前尽管已经具有很大的基数，但占整个家电销售市场的份额仍不到10%，外延性扩张空间巨大。另一方面，公司在毛利率的提升和成本控制方面，也具有很大的潜力。此外，随着渠道下沉、“家电下乡”和“以旧换新”政策的力度和广度的进一步加大，公司销售收入也有望大幅提升。预计公司10-11年按照当前股本计算的EPS分别为0.83元和1.12元，对应23倍和17倍PE，给予买入评级。

图表9 利润表预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿元)	583	737.50	918.18
增长率(%)	16.84%	26.50%	24.50%
减：营业成本(亿元)	481.86	606.22	751.99
销售毛利率(%)	17.35%	17.80%	18.10%

营业税金及附加(亿元)	2.72	3.32	4.13
销售费用(亿元)	51.92	66.37	80.80
管理费用(亿元)	9.12	11.06	12.85
财务费用(亿元)	-1.73	-2.25	-2.63
资产减值损失(亿元)	0.32	0.4	0.4
加: 投资收益(亿元)	-0.04	0	0
公允价值变动损益(亿元)	0	0	0
其他经营损益(亿元)	0	0	0
营业利润(亿元)	38.75	52.37	70.63
加: 其他非经营损益(亿元)	0.52	0	0
利润总额(亿元)	39.26	52.37	70.63
减: 所得税(亿元)	9.38	12.57	16.95
净利润(亿元)	29.88	39.80	53.68
减: 少数股东损益(亿元)	0.99	1.1	1.22
归属母公司股东净利润(亿元)	28.9	38.70	52.46
增长率(%)	33.17%	33.91%	35.56%
EPS(元)	0.62	0.83	1.12

数据来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

- 增持：行业股票指数在未来6个月内超越大盘；
- 中性：行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平；
- 减持：行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入：股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上；
- 增持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%；
- 中性：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；
- 减持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%；

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表金元证券研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.