

日期: 2010 年 9 月 27 日

行业: 零售业



刘丽

021-53519888-1923

liuli@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090139

**基本数据 (最新)**

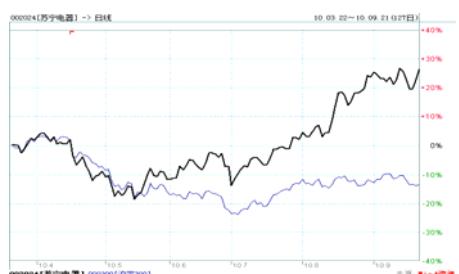
报告日股价 (元)	15.49
12mth A 股价格区间 (元)	21.17/9.90
总股本 (百万股)	6,996.21
无限售 A 股/总股本	74.35%
流通 A 股市值 (百万元)	80,576.00
每股净资产 (元)	2.33
PBR (X)	6.66
DPS (Y09, 元)	0.05(含税)

**主要股东 (2010H1)**

张近东	27.90%
苏宁电器集团有限公司	13.47%
陈金凤	3.40%

**收入结构 (2010H1)**

家电零售批发业务	97.56%
安装维修业务	0.89%
其他业务	1.55%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**

报告编号: LL10-CT07

**相关报告:**

首次日期报告: 2008 年 2 月 29 日

# 专注务实 创新稳行

## ——2010 年中期业绩交流会纪要

**■ 动态事件:**

苏宁电器召开 2010 年中期业绩交流会, 公司高管就公司二十年来发展历程、2010 年上半年业绩回顾、下半年经营策略及未来苏宁电器发展展望等问题与投资者进行了交流, 本报告对其进行梳理总结。

**■ 主要观点:****20 年发展, 领跑行业**

自苏宁电器 1990 年创立以来, 从专营空调、探索连锁经营模式、拓展经营综合家电、至如今连锁网络纵深拓展、领跑行业, 已历经二十年的发展, 经营成果显著。

**未来打造创新科技支撑下的智能零售企业**

未来十年, 苏宁电器将致力于: 建立支撑后台持续发展的能力; 提升为伙伴创造价值的能力; 创造为客户提供综合解决方案的能力; 打造为企业可持续发展共同追求的团队; 确立苏宁经营管理技术的领先性。苏宁电器未来将在产品、渠道、经营模式等三方面进行积极探索和扩展, 打造创新科技支撑下的智能零售企业。

**■ 投资建议****维持评级为“跑赢大市”**

我们认为, 苏宁电器发展战略清晰、管理能力优异; 在专注务实的基础上稳健前行, 并适时进行市场、店面、渠道、营销等多方面的创新, 主动寻求改变, 确实是一家优秀的、值得尊敬的家电连锁零售商。我们对公司盈利预测略作调整, 提升 2010 年、2011 年每股收益的预测至 0.58 元和 0.73 元, 当前对应的动态市盈率分别为 26.62 倍和 21.18 倍, 维持“跑赢大市”评级, 建议积极关注。

**■ 数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (亿元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	49,896.71	58,300.15	72,276.81	87,574.14
年增长率 (%)	24.27	16.84	23.97	21.16
归属于母公司的净利润	2,170.19	2,889.96	4,070.98	5,115.92
年增长率 (%)	48.09	33.17	40.87	25.67
每股收益 (元)	0.31	0.41	0.58	0.73
PER (X)	49.94	37.50	26.62	21.18

注: 股价采用 2010 年 9 月 21 日收盘价

## 一、苏宁电器经营回顾

### 1、二十年发展，领跑行业

自苏宁电器 1990 年创立以来，从专营空调、探索连锁经营模式、拓展经营综合家电、至如今连锁网络纵深拓展、领跑行业，已历经二十年的发展，经营成果显著：

——连锁网络迅速扩张：2001 年以来，公司门店数量增长约 43 倍，年复合增长率达到 56.01%；经营面积增长约 102 倍，年复合增长率达到 72.52%。

——规模稳步提升：2001 年-2009 年，公司营业收入年复合增长率达 55.56%，净利润年复合增长率达到 77.75%；2001 年至 2010 年中期，公司总资产规模年复合增长率达 60.72%。

——品牌价值快速提升：随着经营规模的不断扩大，公司品牌价值由 2004 年的 64 亿元提高到 2010 年的 503 亿元，成为家电连锁行业中的第一品牌；市值从上市时的 30 亿元提升到 1061 亿元。

苏宁电器总结其核心竞争力表现在以下几个方面：经验丰富的资深管理团队；专业自营的服务模式；“航空母舰”式的规模效应模式；简化透明的供应链对接模式；专业分工、集中作业的共享服务管控模式；以人才自主培养为导向、以信息持续优化为原则的资源管理体系。

### 2、2010 年上半年持续稳健发展

2010 年上半年公司实现营业收入 360.55 亿元，同比增长 31.90%；归属于母公司股东的净利润 19.73 亿元，同比增长 56.03%，继续保持稳健发展。在连锁网络的扩展上进行纵深推进，2010 年上半年新进地级以上城市 14 个，新开常规店 98 家、精品店 4 家、县镇店 47 家，共置换/关闭连锁店 15 家，净增加连锁店 134 家（大陆地区）。截至上半年，公司已在全国 214 个地级以上城市拥有传统店 1023 家、精品店 5 家、县镇店 47 家，共计 1075 家，连锁店面积合计达 436.96 万平方米，同比增长 19.91%。渠道下沉使得店面布局进一步优化，三四级市场店面占比达到 26%，比 2009 年末提高 3.3 个百分点。

同时，公司亦在物流配送、售后服务、客户服务、人才战略等方面进行持续的后台优化。营销方面，公司在销售的品类上进行了延伸，增加 OA、配件、厨房家居等商品，商品组丰富度提高；加大 OEM、定制包销产品销售推广力度，丰富单品运作形式，推进新品首销、单

品代理等模式；网上商城“苏宁易购”持续优化，销售规模同比、环比增长迅速；3C类产品销售占比提升，品类均衡发展。

## 二、创新模式发展现状

### 1、关于“县镇店”

截至2010年上半年，苏宁电器已在江浙粤镇一级市场及内陆省份的县一级市场开设县镇店47家。目前公司对于县镇店还处于探索阶段，县镇店有三个特点：（1）开发空间很大，但网点的可替代性较差，一般县镇的旺铺集中处基本已网点饱和；公司对此的解决方案为采用“替代”网点的方式，放长线，广种薄收。（2）县镇店采购、销售尤其是促销方式均与一二级市场不同，三四级市场的变化更加复杂，竞争对手的自主灵活性更强。（3）总产出较低，在管理、人员等方面都需要新的模式。目前公司47家县镇店年化销售1000万元左右，三年培育期后争取达到2500-3000万元。对于县镇店公司战略上是要做的，但目前操作上将采取有选择的做，审慎的试点经营。

### 2、关于“精品店”

公司决定做精品店，主要出于两方面的考虑：第一，是对未来商业形态、物业变化的关注。2004、05年之前，百货、超市、专业店等业态较多，但在2005年之后，作为商业重要平台的购物中心出现，且运营的成功比率高，需要与之匹配的店面形态；第二，近年来商务人士、白领的选择发生变化，3C产品、精品家电的销售占比越来越高，出于产品整合、满足消费者需求两方面的考虑，精品店模式出炉。目前公司精品店的经营还不甚理想，还处于探索阶段。

### 3、关于“自建店”

公司正在以多种形式推进自建店建设：直投模式——目前公司直接投资2家（威海、青岛），公司考虑做体量小的自建；委托苏宁置业或合作伙伴建设，目前与苏宁置业合作的有江苏的11个项目（或租或买），计划中还有29个项目。公司自建店模式正进入批量化阶段。

#### 4. 关于“苏宁易购”

作为公司电子商务平台的“苏宁易购”为独立公司，拥有采购、销售的自主权，公司对其团队进行独立考核。“易购”的商品定价规范为参照网上同行、系统控制，价格与实体价存在差异，也会参照京东、新蛋等同行做调价措施，但当前的目的并不在于做最低价，尚处于运作规范化阶段。11月公司将正式启动对于“苏宁易购”的宣传。

### 三、未来发展展望

#### 1、2010年下半年经营策略

公司判断下半年中国家电市场容量将继续保持稳定增长；城镇化快速推进、保障性住房的大规模建设将与商品性房地产市场的调整行程对冲效应；部分家电行业消费鼓励政策实施进入中期，对家电市场消费的激励力度和效应稳定持续；消费升级、更新换代以及三四级市场的市场提升等将是未来增长点。

2010年下半年公司将全面启动二十周年庆典配套工作，针对中秋、国庆双节、亚运会、圣诞、元旦等节庆日开展系列主题促销活动，通过电视、网络、平面、户外全面合作进行品牌宣传提升，拉动销售。连锁发展方面确保完成年初制定新开200家常规店的发展计划；适度加快县镇店开发，确保全年新开200家以上县镇店。公司未来十年战略也将正式启动；苏宁徐庄总部筹建完成，将成为公司服务创新平台、供应链物流平台、人才孵化平台以及企业管理平台。

#### 2、未来十年发展展望

公司对其未来十年进行了展望：建立支撑后台持续发展的能力；提升为伙伴创造价值的能力；创造为客户提供综合解决方案的能力；打造为企业可持续发展共同追求的团队；确立苏宁经营管理技术的领先性。苏宁电器未来将在产品、渠道、经营模式等三方面进行积极探索和扩展，打造创新科技支撑下的智能零售企业。

### 四、公司评级及投资建议

我们认为，苏宁电器发展战略清晰、管理能力优异；在专注务实

的基础上稳健前行，并适时进行市场、店面、渠道、营销等多方面的创新，主动寻求改变，确实是一家优秀的、值得尊敬的家电连锁零售商。我们对公司盈利预测略作调整，提升 2010 年、2011 年每股收益的预测至 0.58 元和 0.73 元，当前对应的动态市盈率分别为 26.62 倍和 21.18 倍，维持“跑赢大市”评级，建议积极关注。

## 附表

附表 1 苏宁电器损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	49,896.71	58,300.15	72,276.81	87,574.14
营业成本	41,334.76	48,185.79	59,700.65	72,248.67
营业税金及附加	203.49	271.52	216.83	262.72
销售费用	4,780.47	5,192.36	6,143.53	7,356.23
管理费用	784.52	912.09	1,048.01	1,226.04
财务费用	-223.29	-172.92	-361.38	-437.87
资产减值损失	52.39	32.23	30.00	30.00
营业利润	2,964.37	3,875.03	5,499.18	6,888.36
加：营业外收入	45.75	111.58	0.00	0.00
减：营业外支出	59.25	60.24	0.00	0.00
利润总额	2,950.87	3,926.37	5,499.18	6,888.36
所得税费用	690.95	937.87	1,319.80	1,653.21
净利润	2,259.93	2,988.50	4,179.37	5,235.15
少数股东损益	89.74	98.54	108.39	119.23
归属于母公司所有者的净利润	2,170.19	2,889.96	4,070.98	5,115.92
每股收益（元）	0.31	0.41	0.58	0.73

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。