

苏宁电器（002024）

——价值低估的家电连锁巨头

基本数据 2010-11-18

收盘价（元）	14.07
市盈率	24
市净率	5.74
每股净资产（元）	2.45
资产负债率 %	60.67
总股本（亿股）	70
流通 A 股（亿股）	52
流通 A 股市值（亿元）	731.6

一年内股价走势：



投资要点：

- 公司最有实力的竞争对手国美电器在发展势头上逐渐落后于公司且差距呈扩大化趋势，公司在行业中的龙头地位日趋突出。
- 公司的最快速发展期已经过去。不过，由于渠道下沉、品牌拓展和模式升级三管齐下，公司业绩仍有望保持快速增长。
- 网络3C消费对公司销售的冲击在所难免，但公司主动出击网络市场，网络购物平台易购2010年已正式上线，销售情况良好，因此，公司除了接受挑战，也能够充分享受3C网络消费市场的成长。另外，美国经验表明，像Bestbuy这样的优势家电巨头并没有在网购冲击中受到实质性影响。我们认为，网上购物对公司销售的影响绝对是有限的。
- 公司股权激励计划能够实现有约束力的管理层激励作用，保障今后几年公司业绩的持续增长，既能增强投资者信心，又为公司股价提供了安全边际。
- 预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.58元、0.72元。按照2010年11月18日的收盘价14.07元计算，公司2010年、2011年的动态市盈率分别为24倍、19.5倍，几乎处于整个商业零售板块的最低端，我们给予公司“买入”评级。

研究员：欧阳瑾娟

执业证书编号：S0270209110084

电 话：020-37865165

EMAIL: ouyangjj@wlzq.com.cn

1. 公司在国内家电连锁行业中的龙头地位日趋突出

2010 年前三季度，公司的销售收入为 543.02 亿元，同比增长 61%；实现净利润 28.28 亿元，同比增长 43.58 亿元。截至三季度在大陆、香港、日本的门店总计是 1235 家。从总金额来看，公司不仅在营业总收入规模上大大超过了竞争对手国美电器，净利润更是超出国美一倍；从增长速度来看，公司除了净利润增速与国美基本持平以外，营业总收入增速、新开门店速度均明显比国美要快。

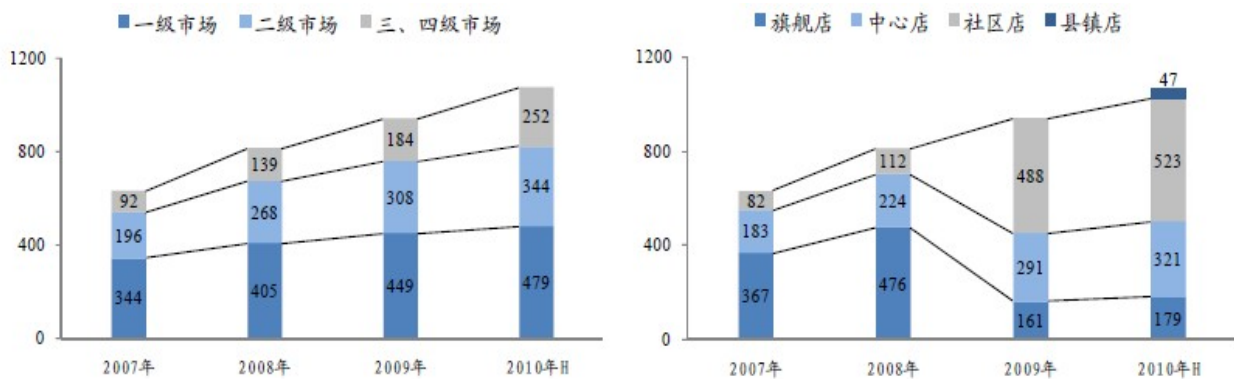
在国内零售业中，公司所在的家电连锁细分行业集中度最高。由于国外家电连锁巨头在华的水土不服和几经并购重组，一直以来，公司和国美电器堪称是国内家电连锁中的双雄。然而，受黄光裕事件及国美内讧事件的影响，近两年多来，国美电器在发展势头上逐渐落后于公司且差距呈扩大化趋势。公司在行业中的龙头地位日趋突出。

近日，南京市政府公开表态，公司作为江苏省重点零售企业，政府将全力支持其发展。我们认为，政府对公司的定位、认同及支持对公司未来的发展非常重要，这意味着公司作为民营企业，外部障碍比较小。在良好的外部发展环境、公司现有的经营思路及发展框架下，公司在行业中的龙头地位终将更加稳固。

2. 渠道下沉、品牌拓展和模式升级三管齐下，公司业绩有望保持快速增长

截至 2007 年，投资者看到的苏宁电器都是一个通过快速外延扩张来保持业绩高速增长的公司。从目前的情况来看，可以说，公司的最快速发展期已经过去。不过，由于公司多渠道挖掘增长潜力，公司业绩仍有望保持快速增长。

图 1 公司渠道下沉：在三、四级市场/社区、县镇店扩张加速



资料来源：公司年报

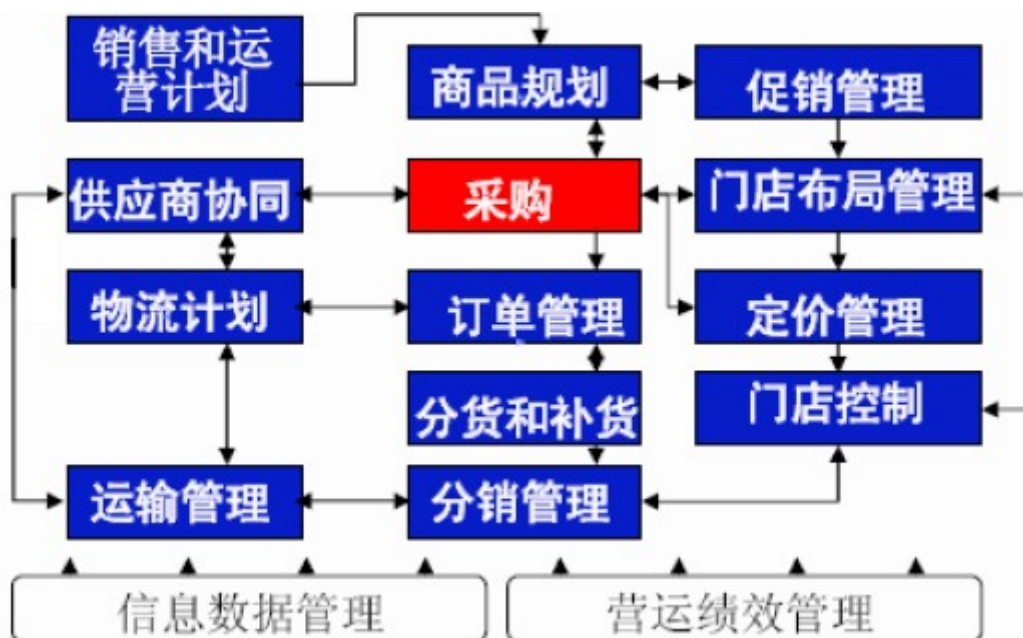
目前全国共有省会城市 30 个（除去一级城市），地级市 251 个（除去省会城市），县级市 368 个以及乡镇 34301 个，苏宁目前进入的城市共 223 个，广阔的市场为公司渠道下沉提供了巨大的发展空间。

今年以来，公司如期加快了门店拓展速度，第三季度国内新开门店 131 家，高于第二季度的 113 家和一季度的 21 家。新开门店中，大部分门店设在三四级市场，而且，社区店、县镇店的比例也在上升，显示公司的销售渠道正朝纵深方向发展。

品牌拓展方面，今年以来，公司在北京、深圳新开精品店 4 家，储备精品店 4 家，在上海、广州两地储备精品店共 2 家；首家从日本引入乐器店 MusixVox 落户上海。这些行为表明，苏宁正式开始差异化发展路线，利用多品牌扩张吸引不同细分市场中高端消费者群体。

公司的模式升级主要体现在两方面：一方面，长期坚持强化后台建设和管理，二是不断深化经营模式变革。目前，公司已经实现了上与 2 万家供应商在采购、物流、结算、资金等方面的完全对接，下与所有零售网店在订单、分补货、定价、促销等方面的整体协作，真正实现了公司全供应链的无缝对接。另外，今年公司重庆、合肥物流基地已经进入正式施工，济南、青岛、杭州（二期）、盐城等地也获得了物流基地建设用地。正是由于公司在模式升级上的努力，公司自上市以来毛利率一直稳步提升。我们认为，随着公司的模式升级的进一步推进，公司毛利率改善和费用率压缩仍有很大空间，

图 2 公司全供应链的无缝对接



资料来源：公司资料

3. 网上购物对公司销售构成冲击，但是影响有限

据艾瑞咨询的统计数据，2009 年我国网络购物市场消费中，数码通讯类销售 66.3 亿元，家电销售 15.7 亿元。艾瑞同时预测，未来 4 年这一市场将保持快速增长。毋庸置疑，网络 3C 消费对公司销售的冲击在所难免，这也是市场对公司未来发展的担忧之一。对此，我们的观点是：网上购物对公司销售的影响绝对是有限的。理由是：一，公司主动出击网络市场，网络购物平台易购 2010 年 2 月 1 日已正式上线，公司对线上首年收入目标为 15 亿，而截至 6 月底，已完成超过一半的任务。我们认为，类似易购这样有传统渠道作为后盾的网购网站较纯网购网站优势更突出，因此公司除了接受挑战，也能够充分享受 3C 网络消费市场的成长；二，苏宁碰到网络冲击的境况 Bestbuy 也经历过。美国经验表明，尽管美国网民购物比例高达 80%，实体电器店销量确实在网购冲击中有一定下滑，但是像 Bestbuy 这样的优势家电巨头并没有受到实质性影响。

4. 有约束力的股权激励计划推出，保障业绩快速增长

公司于 2010 年 8 月 25 日公告《2010 年股票期权激励计划（草案）》，拟设立 8469 万份股票期权、标的股票占公司当前股本的 1.21%，行权价格为 14.5 元，激励对象为公司中层以上 248 位员工。该草案规定计划分 4 个行权期，行权条件以 2009 年销售收入及净利润为基数，2010 至 2013 年收入、净利润年度复合增长率高于 25%。我们认为，公司此次股权激励计划具有数额较大、覆盖面广的特点，行权条件较高但是行权价格合理。整体来看，该计划能够实现有约束力的管理层激励作用，保障今后几年公司业绩的持续增长，既能增强投资者信心，又为公司股价提供了安全边际。

5. 盈利预测及评级

预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.58 元、0.72 元。按照 2010 年 11 月 18 日的收盘价 14.07 元计算，公司 2010 年、2011 年的动态市盈率分别为 24 倍、19.5 倍，几乎处于整个商业零售板块的最低端，我们给予公司“买入”评级。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告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。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。