

苏宁电器：百思买发力无碍苏宁破局

——兼百思买中国业务分析

报告关键点：

- 苏宁电器处在破局前夜，百思买发力不影响苏宁的破局。
- 房地产市场回暖的迹象明显，2季度苏宁的同店销售有望企稳。

报告摘要：

- 06年以来国美激进的收购扩张并没有把苏宁明显的甩开，行业一直呈现双寡头的竞争格局。国美目前的困境将持续，而苏宁逆势开店，意味着苏宁处在破局前夜——双寡头的竞争格局将面临变局。
- 百思买08年底发力中国市场：目前已经在上海拥有6家门店，另2家在装修；百思买目前6家门店包括3家旗舰店、1家社区店、1家3C专业店、1家时尚生活店。09年2月，百思买收购五星电器剩余25%。
- 高端定位的上海百思买快速扩张能否成功，尚需观察：百思买的高端定位面临百货店、苏宁国美旗舰店的竞争；百思买弱化厂家品牌产品按型号和功能定位，不符合高端品牌商对自身品牌形象的诉求；家电消费电子作为功能性商品，不同于奢侈品，差异化品牌和型号以及高端客户群体都是有限的，同样商品价格高10%是其软肋；逆势开店，不仅分流了本有限的客户群体，提高了经营成本。
- 百思买断经营模式未必适合中国国情。和美国家电消费电子主要依靠进口不一样，中国作为家电制造大国，品牌集中度低，家电制造商往往需要并且也可以通过控制终端来控制销售。
- 尽管百思买进入中国已有3年时间，但百思买对中国市场依然缺乏足够的理解。
- 在百思买资产负债率偏高（08年11月底达到85%）、09年资本开支缩减50%、本土市场面临填补电路城倒闭的缺口、新进入的欧洲市场和南美市场均需要突破的情况下，对五星电器的投入依然将受到限制。百思买上海在经历了投资高峰后，也需要对其进行评估。
- 擅长奢侈品经营的管理团队，能否适应家电连锁业，仍需时间验证，而五星电器目前的激励问题也并非一蹴而就可以解决。
- 百思买目前双品牌的销售不到110亿元，只有苏宁、国美的1/5、1/6；五星电器大众化定位很难与国美和苏宁竞争，百思买小众定位发展空间亦有限。这两个方面决定了百思买在中国很难大有作为。
- 电路城曾是美最大家电消费电子零售商，01年百思买一举超越电路城，08年销售规模已是电路城的4倍。电路城落败，很大程度是其自身的战略失误所致。企业发展到这一规模，行业地位也已确立，已经很难被别人打败，打败自己的必定是自己。外部环境的恶化仅仅是触动因素之一。01年美国的网络经济泡沫破灭，导致盲目多元化、盲目收购的电路城一蹶不振。08年全球泡沫破裂终于最后压垮了电路城。国美会否步电路城后尘，是值得拭目以待的。但机会一旦失去，要想挽回颓势，可能会非常困难——正如电路城一样。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-B

目标价格：

24.00 元

期限： 24 个月 上次预测： 24.00 元

现价： 18.80 元

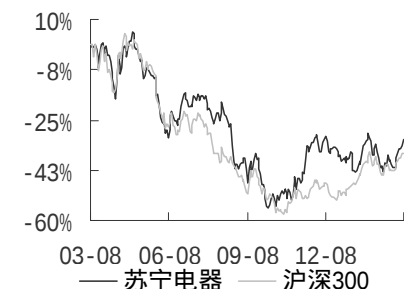
报告日期：

2009-03-24

市场数据

总市值(百万元)	56,230.95
流通市值(百万元)	37,356.47
总股本(百万股)	2,991.01
流通股本(百万股)	1,987.05
12 个月最高/最低	12.01/59.50 元
十大流通股东(%)	43.13%
股东户数	53,183

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.43	(22.19)	4.60
绝对收益	6.94	7.74	(31.83)

研究员

吴美萍

高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(亿元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	401.5	499.0	573.8	677.1	819.3
Growth(%)	53.5%	24.3%	15.0%	18.0%	21.0%
净利润	14.7	21.7	25.9	29.1	37.6
Growth(%)	93.4%	48.1%	19.1%	12.4%	29.3%
毛利率(%)	14.5%	17.2%	17.3%	17.3%	17.3%
净利润率(%)	3.6%	4.3%	4.5%	4.3%	4.6%
每股收益(元)	0.49	0.73	0.86	0.97	1.26
每股净资产(元)	1.61	3.05	3.78	4.61	5.68
市盈率	38.4	25.9	21.8	19.3	15.0
市净率	11.6	6.2	5.0	4.1	3.3
净资产收益率(%)	31.5%	24.8%	24.0%	22.2%	23.3%
ROIC(%)	747.2%	-77.9%	-177.7%	580.6%	821.0%
EV/EBITDA	8.9	15.8	12.6	10.0	7.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	1.3%

前期研究成果

- 苏宁电器：4 季度真实销售增长的计算
2009-03-04
- 苏宁电器：增速暂受挫 健步向第一
2009-03-02
- 苏宁电器：意料之外 情理之中
2009-01-21

1. 破局前夜，百思买发力

自从 06 年国美收购永乐以来，中国家电连锁零售业形成了国美和苏宁寡头竞争的态势。其后，国美延续收购战略，并且越来越激进，而苏宁坚持滚动发展，完善后台业务流程等各个方面。国美激进的收购扩张并没有把苏宁明显的甩开。

随着各类资产泡沫的破裂，房地产市场和家电消费需求增长的下滑，激进的国美陷入资金困境，而创始人黄光裕被抓后资金困境加剧，管理核心也面临重建，国美未来两年的主要任务将是缩减规模和费用以维持生存。而 07 年完成融资的苏宁，依然再按照既定的计划扩张（也许实际扩张会随各方面条件而略有放缓）。国美的困境将至少持续 2 年，而苏宁在逆势开店，这意味着苏宁处在破局前夜——双寡头的竞争格局将改变，我们判断，2010 年前后，苏宁将象当初的百思买与电路城在竞争相持阶段后，迅速超越竞争对手一样，全面超越国美。也许，在未来，很难再有企业有机会挑战苏宁，就如目前的百思买在美国本土和加拿大的地位一样。

在破局前夜，百思买突然发力，且收购五星电器，百思买会否阻碍苏宁的破局？鉴于百思买的整体实力和近来激进的扩张战略，其仍然是一个值得重视的竞争对手。但，我们认为，从目前百思买在中国的竞争策略和规模实力，以及其自身面临的困境来看，百思买的搅局还不会影响苏宁的破局大计。

下面主要分析百思买的中国业务和竞争策略加以具体说明。

2. 百思买目前在中国的基本情况

2.1. 百思买上海加速：扩至 6 家，高端定位，经营灵活

2006 年底，百思买中国第 1 家上海徐汇店开业，20 个月后，第 2 家门店中山公园店拉开帷幕，08 年底，百思买突然发力，在上海先后新大陆店和正大广场店、联洋广场店、普陀芳汇店，闵行仲盛广场店、中山北路光新路门店也即将开业，这意味着在上海将有 8 家门店。在北京，百思买尽管撤销了办事处，但一家不足 500 平米“Bestbuy Premium”（百思买高端店）出现在赛特购物中心地下 2 层，据称，这家门店并非百思买自营，百思买仅仅是赛特的供货方。

笔者走访了上海已开业的 5 家门店。这些门店有以下特点：

- 百思买上海的经营非常灵活，门店大小、所处商圈、品类组合等，都有差异，6 家门店有 4 种门店类型，其中 3 家位于核心商圈的门店为旗舰店，另外 3 家分别为正大广场的 3C 专业店、联洋社区店，还有 150 平米的时尚生活店。正大广场的 3C 专业店主要针对时尚和高端的消费者，联洋社区店则主要针对家庭消费者，产品线宽泛以满足家庭各方面的需要，但受制于面积原因，产品线深度不够。而芳汇广场点更加类似于美国本土的“Bestbuy mobile”，数码手机为主，但更加高端，经营以苹果手机和单反相机为主。

表 1 百思买上海已经开业的 6 家门店的基本情况

店铺	类型	面积(M ²)	开业日期	说明
徐汇店	旗舰店	7606	2007/12/26	核心商圈-徐家汇商圈,周边有苏宁、国美以及诸多百货商场
中山店	旗舰店	5544	2008/8/26	核心商圈-中山公园商圈,周边有苏宁、国美、永乐、迪信通等,以及龙之梦购物中心,位置略偏
新大陆店	旗舰店	6000	2008/11/28	核心商圈-浦东八百伴商圈,周边有苏宁、国美以及诸多百货商场
正大店	3C 专业店	2600	2008/11/28	小陆家嘴正大广场内,周边有很多高端写字楼,游客较多,主打 IT、数码、手机和高档影音产品,产品线狭窄
联洋店	社区店	2500	2008/12/15	新兴的高档社区购物中心,品类少,周边没有竞争对手
芳汇店	时尚生活店	150	2008/12/15	区域商业中心-新曹家渡商圈,,店面以苹果产品和中高端数码单反相机及相关配件为主要特色,引入了 Geek Squad
合计	4 种	24400		浦东 3 家,普陀 1 家,长宁和徐汇各 1 家

资料来源：安信证券研究中心

- 商品按型号品类功能展示，不按品牌展示。百思买门店，强调的是百思买自己的品牌，如 Magnolia，Geek Squad，影雅 INSIGNIA 等，供应商的品牌是不被强调

的。进入门店，最引人注目的可能是按照型号排列的液晶电视墙了。另外，整体看，品类偏少，这应该与其买断自营的经营模式有关。因为品类少，有利于存货管理，降低风险。

- 差异化经营，定位高端。现在无论在百思买的哪家门店，都很难见到波轮洗衣机或者 2 门冰箱。品牌以外资品牌为主，国产品牌估计只占 5% 左右。我们在联洋店看到，电饭锅也是 1000 元左右的居多。大部分门店都有 Magnolia 极品影音世界、妙趣厨房和奇客电脑特工（Geek Squad）等特色品牌。其中 Magnolia 极品影音世界，装修豪华（豪华单间，木质家具、组合沙发并铺地毯）。显然，百思买在努力打造高端的形象，与苏宁国美实现差异化经营。
- 服务收费。我们注意到，几乎每个商品，都有延保服务。这一延保服务，并不廉价，基本上是产品单价的 10%-20%。据悉，这一服务涉及到获益的 3 方：美国新可安集团（负责产品设计）、百思买（负责销售）和上海华联家维技术服务有限公司（百联集团下属企业，负责维修）。另外，百思买每家门店（包括 150 平米的芳汇店）都引入了奇客电脑特工（Geek Squad），为消费者提供升级、修复、杀毒等全套电脑技术支持。
- 价位较高。同一品牌型号的产品，基本上百思买的价格要高出 10% 左右。其特价商品一般和国美苏宁的价格接近。

整体来看，我们认为，百思买的中国拓展在 08 年取得了重大突破，并明确了高端定位。其目标群体是对价格不敏感的高端客户——这正是目前百思买的亚太区总裁杨得铭先前单位——宝姿（PORTS）的目标客户。

2.2. 五星电器减速

表 2 是百思买截至 2008 年 11 月（也就是 2009 财年第 3 季度）的门店数据。我们看到，五星电器 08 年明显放慢了扩张脚步。06 年 6 月份收购时门店数为 135 家，07 财年仅净增 2 家门店，08 财年（基本上是 07 年 3 月份到 08 年 3 月份）净增 23 家门店，截至 09 财年 3 季度（08 年 11 月底）仅仅净增 1 家门店，09 年 11 月底的门店数为 161 家。

表 2 五星电器的门店拓展情况

	2006-6-8	2007FY	2008FY	2009FY 3Q
五星电器	131	135	160	161
新开		8	31	2
调整		4	8	1
期末面积（万平方米）		42.20	53.96	53.52

注：此处年份都是指财政年度，非自然年度

资料来源：www.bestbuy.com

在百思买入主后，五星电器的开店速度一度停滞，08 财年有所加快，但 09 财年再度放缓。在并购后的 2 年 5 个月时间内，仅仅新增了 30 家门店。这还不足苏宁一个季度的开店数量。

3. 苏宁和百思买的差距不断缩小

3.1. 苏宁、国美与百思买、五星的规模对比

百思买最近 4 个季度的销售额为 3016 亿人民币，这一规模相当于苏宁的 6 倍，国美的 5 倍左右。而五星电器 08 年的销售额为 103 亿元，这一规模相当于苏宁的 1/5，相当于国美的 1/6，而百思买中国的销售额还不到 5 亿元。也就是说，百思买在中国要追赶国美苏宁，就好像苏宁国美要追赶全球的百思买一样，似乎还有些遥不可及。

百思买在中国似乎通过高端的差异化定位获得了突破，而与国美和苏宁直接竞争的竞争五星电器，08 年的发展几乎已经停滞，未来发展不明。我们了解到，五星电器 09 年将关掉不少门店，而开店计划在 20 家左右。

表 3 百思买、苏宁、国美和五星的规模对比

	销售额(亿元)	期末门店数	平均单店面积 (M ²)	期末经营面积(万 M ²)
百思买全球	3016	1459	3306	451
其中：五星电器	103	161	3324	54
百思买中国	3-4	6	4850	2.4
苏宁	499	812	4138	336
国美（上市公司）	450	850	3600	306
国美（整体）	600	1210	3600	435

注：（1）百思买的销售数据为截至到 2008 年 11 月的连续 12 个月的销售数据，并按照 1 美元=6.9 元人民币的汇率计算；
 （2）百思买门店数量和平均门店面积均为截至到 08 年 11 月底的数据，且不包含欧洲业务（欧洲门店的平均面积只有 54 平方米，门店数量达到 2430 家）；（3）国美的数据均为笔者的估计数
 资料来源：www.bestbuy.com 安信证券研究中心

4. 从百思买的全球策略看其在中国的发展

百思买在 2000 年以前的高速发展期，基本都是依靠滚动发展，主要是开店、地域扩张、增加新的品类等。

表 4 百思买成立以来在店铺模式、经营品类、新业务、海外市场的扩张历史

年份	主要事件
1966	在明尼苏达州的 St. Paul 市开出第 1 家“音乐之声”（Sound of Music）的音像店
1972	开始销售汽车音响
1973	新开 2 家营业面积 5000 平方英尺的店面
1979	开始销售视听设备，主要有松下、索尼等
1983	更名为 Best Buy Co. Inc；开设第 1 家面积达 12000 平方英尺的家电大卖场；开始销售录像机和微波炉等家用电器。
1984	开始销售全部品种白色家电产品。开始对以前店铺进行“大卖场”风格的改扩建。
1986	开始销售 CD 和照相器材。
1988	开始销售 PC 和计算机软件；
1989	引入店铺新概念——仓储式卖场，减少 1/3 营业员，无佣金销售；4 万平米的物流中心投入使用；引进 IBM 信息管理系统
1994	开始销售 CD 唱机和 CD；在洛杉矶开设了 58000 平方英尺的店面；
1995	成为最大的家庭电脑零售商；引入 SOP（标准操作规程）；在所有店铺引入“Answer Center Kiosk”
1998	在销售 DVD 一年内即销售了 100 万台；开始销售高清电视
2000	通过 Bestbuy.com 发展电子商务；收购 Magnolia Hi-Fi，进入高档音响市场；
2001	收购加拿大 Future Shop；收购 Musicland；
2002	在加拿大开设了第 1 家 Best Buy 店；收购 Geek Squad；
2003	第一次发放现金红利；在中国上海设立了全球采购中心；出售 Musicland；
2004	提出以消费者为核心的概念，并以不同的细分市场改造店铺；Geek Squad 落脚于每个店铺
2006	收购五星电器 75% 股权；收购高端家用产品零售企业 Pacific Sales Kitchen and Bath Centers；开设 Best Buy Mobile 独立门店；12 月 26 日，百思买的最大门店-上海徐汇门店开业；
2007	收购 Speakeasy（宽带和 VOIP 服务商）；成为美国最大的电视机零售商；开设 Geek Squad 独立门店
2008	在墨西哥和土耳其开设了第一家门店，上海百思买门店扩至 6 家。购买欧洲最大的手机零售商 Carphone Warehouse's 50% 的股权；7 月 29 日，在 70 多家门店开始销售乐器，成为美国第二大乐器零售商；手机业务进入每个门店；9 月 7 日，成为苹果第一家第三方零售商，苹果手机进入所有的 Best Buy Mobile stores；9 月中旬，收购 Napster-在线数字音乐服务供应商；
2009	通过收购剩余 25% 股权全资控股五星电器

资料来源：www.bestbuy.com 安信证券研究中心

2000 年以后，随着国内市场的逐步饱和，增速有所放缓基本维持在 12%-20% 之间百思买的发展战略出现了重大变化：

（1）通过收购扩张。成为百思买进入海外市场和新业务领域的重要方式，也是增长

的重要来源。表 2 详细列明了 2000 以来的主要收购活动，进入加拿大、中国、欧洲市场都是收购先行，自有品牌的门店随之进入。此外，公司还通过收购进入了新业务领域，如收购 Magnolia Hi-Fi，进入高档音响市场；收购 Speakeasy 成为宽带和 VOIP 服务商，收购 Pacific Sales Kitchen and Bath Centers 进入高端厨卫领域；收购 Napster 成为在线数字音乐服务供应商等等。

(2) 灵活的双品牌战略。百思买海外扩张的第一步是在加拿大，2001 年收购了加拿大领先的消费电子零售商 Future Shop，02 年百思买门店也在加拿大开业。表 5 显示，加拿大的 Future Shop 和 Best Buy 在产品结构和购物体验方面还是有些区别。加拿大双品牌战略非常成功，其目前在加拿大的市场占有率达到了 35%（其中 Future Shop 占比在 16% 左右）。

表 5 百思买海外扩张：灵活的双品牌战略

所在地	店名	购物体验	产品与服务	店面规模
美国	Best Buy	非佣金制，通过对比展示和标签方便顾客自选	有耐用品，有 Geek Squad（电脑技术支持服务）	3300 平方米左右
加拿大	Future Shop	非佣金制，通过对比展示和标签方便顾客自选	无耐用品，有 Geek Squad	3000 平方米左右
加拿大	Future Shop	佣金制	有耐用品，无 Geek Squad	2500 平方米左右
中国	五星	佣金制，厂方促销员	商品品类齐全	3300 平方米左右
中国	Best Buy	非佣金制，通过对比展示和标签方便顾客自选	高端定位，海外品牌居多，有 Geek Squad	2400-7600 平米均有

百思买进入中国同样实行双品牌战略。目前五星电器和百思买的定位、发展区域、经营模式可以说是完全不同。

(3) 海内外业务同步发展。如公司 07 年 29 日开始销售乐器，而在百思买上海店面几乎同步销售乐器；又如 Magnolia Hi-Fi，上海门店的妙趣厨房，俨然就是 Pacific Sales Kitchen and Bath Centers；08 年 9 月百思买成为苹果第三方零售商，其上海门店也可以看到苹果的专柜和醒目的苹果标志（这几乎是百思买在门店内唯一醒目的供应商品品牌和唯一的专柜）。而百思买芳汇店和美国的 Best Buy Mobile 非常类似。

5. 百思买 09 年扩张放慢

5.1. 在经历了扩张高峰后需要修复资产负债表

正如百思买在第三季度的业绩说明电话会议中所言，在目前这一经济形势下，存活下去可能是第一位的，毕竟，确实有很多公司会渡不过难关而倒下，比如电路城就已经破产倒闭。因此，未来 1-2 年，百思买首先考虑的是生存，财务结构的稳健，其次才是扩张。

对于百思买而言，无论是收购扩张还是开店，在很大程度上还是取决于他的财务状况。

09 财年，是百思买投资力度最大的一年，全年资本开支达到 12 亿美元。加之宏观基本面的疲软，我们看到，百思买的负债快速上升。3 季度和去年同期相比，现金减少 57% 到 5.69 亿美元，而短期债务达 21 亿美元，长期债务达 11 亿美元，资产负债率达到了 74%。如果扣除商誉和商标，资产负债率为 85%。

另外，我们看到，百思买这几年资产的构成也发生了较大的变化，固定资产净值一年内提高了 31% 达到 42.68 亿元，占整体资产的 20%，扣除无形资产后，占比达到 24%，这表明，百思买在今年以来加大了对自有门店的投入，包括购置门店和门店的豪华装修（如 Magnolia Hi-Fi 都是木质家具、沙发并配以地毯）。

公司在 08 年 12 月的季报业绩说明会上称，未来一年的资本支出将减少 50%，同时，公司也将通过裁员等方式节省费用。这正是这一财务状况的必然结果。

表 6 百思买 09 财年 3 季度资产负债表

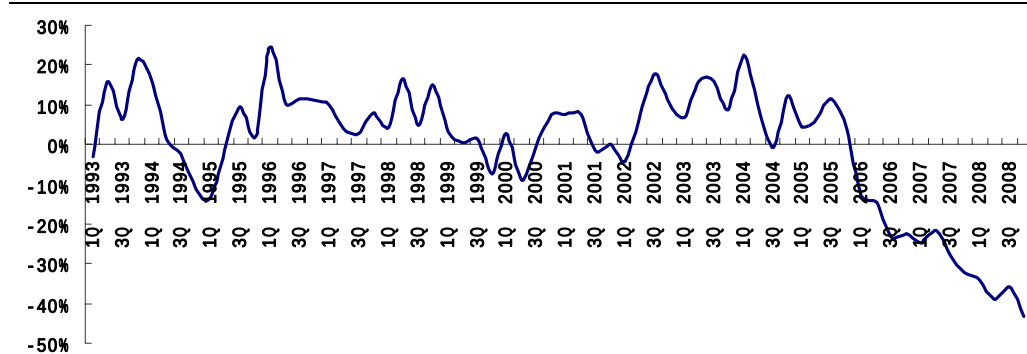
	Nov. 29,2008	Dec. 1,2007
ASSETS		
Current assets		
Cash and cash equivalents	569	1319
Short-term investments	25	295
Receivables	2638	739
Merchandise inventories	8207	7,451
Other current assets	879	673
Total current assets	12,318	10,477
Net property & equipment	4,268	3,260
Goodwill	2,414	1,086
Tradenames	182	96
Equity and other investments	435	230
Other assets	1,030	325
TOTAL ASSETS	20647	15474
LIABILITIES & SHAREHOLDERS' EQUITY		
Current liabilities		
Accounts payable	8,219	7,597
Accrued liabilities	2,775	2,293
Short-term debt	2,107	326
Current portion of long-term debt	48	20
Total current liabilities	13,149	10,236
Long-term liabilities	1,093	811
Long-term debt	1,125	642
Minority interests	720	39
Shareholders' equity	4,560	3,746
TOTAL LIABILITIES & SHAREHOLDERS' EQUITY	20647	15474

资料来源：BLOOMBERG

5.2. 美国本土市场也面临较大压力和较多机会

百思买本土市场也面临较大的压力和较多机会。一方面，美国新屋销售不佳。美国新产品的出现和更新换代可能是影响消费电子家电市场的最重要的两个因素，但新屋销售也是影响因素之一。美国新屋销售自 06 年第一季度开始，已连续 12 个季度下滑，09 年 1 月份下滑 48.2%。08 年 12 月和 09 年 1 月的成交量分别为 2.4 万和 2.3 万套，相当于 04 年高峰期同月的 1/4，且是 63 年以来首次连续两个月份销售低于 2.5 万套。

图 1 美国新屋销售持续负增长

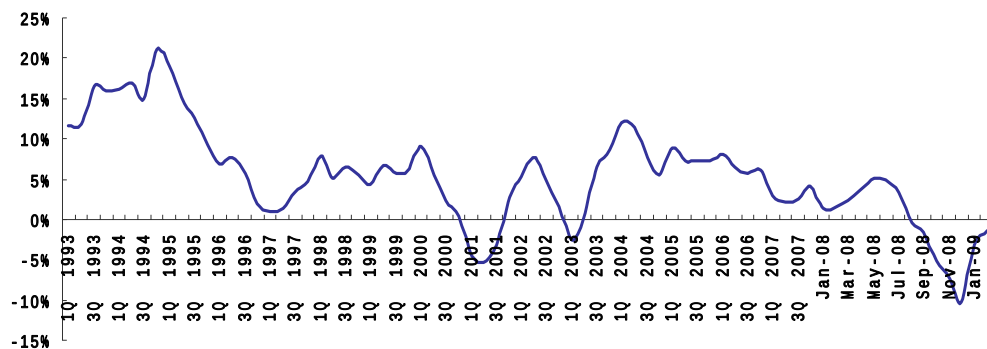


资料来源：CEIC

从消费电子和家电市场的指数看，08 年 4 季度整体市场下滑 7.55%。这一跌幅是 93 年以来最为显著的。从月度数据看，从 08 年 8 月开始，已经连续 7 个月负增长，目前还看不到复苏的迹象。

对百思买而言，09 年本土市场的主要机会在于公司最大的竞争对手之一电路城的倒闭。电路城大概占据美国消费电子家电市场 5%-6% 的市场份额。电路城的倒闭也提高了百思买的议价能力，特别是在中高端产品方面。沃尔玛尽管目前已经跃居第二大家电消费电子零售商，但沃尔玛的定位是相对中低端的产品。

图 2 美国消费电子家电市场的走势



资料来源：CEIC

6. 结论：百思买无碍苏宁破局

我们认为，百思买目前还难以对苏宁形成威胁。总结如下：

6.1. 高端定位的上海百思买快速扩张能否成功，尚需观察

百思买徐家汇门店的经营是成功的，其通过高端定位和错位经营，一年销售额达到了3-4亿元，平销达到了4万元/平米。但我们对门店的快速扩张持谨慎态度。主要是因为：

- 百思买的高端定位并非没有竞争者。百思买的高端定位，其实是和目前很多百货公司家电经营的定位是一致的，而国内家电连锁零售商的旗舰店，高端品牌也已经纷纷入驻，如高端音响品牌JBL等在苏宁的很多旗舰店都可以看到专卖柜；
- 百思买的高端定位和经营模式其实是有一定矛盾的。比如其不按品牌按功能和型号的陈列，并不符合高端品牌商对自身品牌形象的诉求。而苏宁国美的旗舰店以及百货商场则可以更好的为品牌商提供品牌展示的机会；
- 节约成本、大打价格战是百思买在美国本土胜出的重要因素之一，高端定位和经营并非百思买的强项。百思买在05、06年才开始追求消费者细分和高毛利——这一时期，恰恰美国开始进入泡沫经济期；
- 差异化品牌和型号毕竟是有限的，同一品牌型号百思买高出竞争对手10%左右的价格始终是其软肋；
- 高端客户群体是有限的，并且家电消费电子产品的使用周期是相对较长的，因此高端客户的消费也是有限度的，这和服装奢侈品的消费有很大区别；
- 在消费群体有限和经济趋软的情况下，百思买大举扩店，不仅分流了本来有限的客户群体，而且加大了经营成本。

6.2. 买断经营的模式未必适合中国国情

美国消费电子和家电产品大量依靠进口，即使是美国本土品牌，其生产也往往在海外，本土仅仅是品牌的营运商。由于链条过长，因此生产商难以将渠道覆盖到美国，一般采取代理制，而代理商一般都要代理很多品牌的商品，因此对商品的了解和能提供的服务都有限，甚至可能不及零售商。百思买作为连锁零售龙头企业，绕过代理商买断经营，压缩了中间环节，节省了大量费用。这是为何沃尔玛和百思买都要在中国设立全球采购办事处的原因。百思买进入中国首先是2003年以首个全球采购办事处上海采购办事处的形式进入的，上海办事处“为美国和加拿大客户引进了创新产品，提供突破性的品牌和颇具竞争力的价格”。

而中国的情况和美国相反，中国是家电制造大国，并且品牌集中度低，竞争激烈。在这样的情况下，家电制造商往往需要并且也可以通过控制终端来控制销售，亲自培训促销人员，游说消费者，并了解最新的销售信息。

因此，百思买进入中国，照搬美国本土的买断经营模式，是否适应中国国情，仍然是

需要观察的。从上海百思买中国本土品牌的越来越少的情况来看，似乎意味着买断经营并不受本土制造商的认可。百思买经营的品牌大部分为进口品牌，加之消费群体相对有限，其批量小，并且售后服务等方面很难配套。这是当初国美创设的高端品牌鹏润电器失败的重要原因之一。

6.3. 百思买对中国市场的了解仍然不够

我们认为，尽管百思买进入中国也有 3 年时间了，但从其年报和季报的电话会议的内容，还是不难看出，其对中国市场依然缺乏足够的理解，举两个例子：

百思买二季度季报中，解释单季度中国同店销售下滑-7%时，归结为地震影响，而 3 月份同店上升 8.2% 则解释为地震因素影响过去后的反弹。其实，我们都知道，08 年二季度销售的下滑是和雨季时间长空调销售下滑有很大关系的，另外一方面，房地产交易下滑导致装修旺季不旺也是重要原因；而 3 季度的反弹其实有很大一部分原因是因为节日因素造成的假象（08 年十一国庆节提前到 08 年 9 月 29 日放假，即十一假期前两天的销售提前到第三季度），以及奥运前平板电视的热销。也许到了 4 季度，百思买才可能意识到中国家电市场同样受到了重挫。

6.4. 五星电器的激励问题并非一蹴而就就可解决

06 年中期，五星电器 75% 的股权被收购后，剩余 25% 的股权收购事宜也基本确定，而管理层暂时没有改变。因此，有内部人士称，五星被收购后，比国有企业还要国有企业。今年百思买收购了剩余的 25% 股权后，亚洲区总裁杨德铭兼任五星电器的总裁。我们认为，激励问题可能会向好的方向改善，但这也不是一蹴而就的事情。

6.5. 百思买财务状况欠佳和资本开支下滑

这些年五星电器的市场份额持续下滑，五星电器一五分之一的规模相同定位的与国美和苏宁竞争，还有较大压力。而我们预测，五星电器在被全资收购后，依然很难实现高速增长。因为，在百思买资产负债率偏高、09 年资本开支大幅缩减、本土市场面临填补电路城缺口、以及新进入的欧洲市场和南美市场均需要突破的情况下，对五星电器的投入依然将受到限制。我们预计，百思买上海在经历了投资高峰后，也需要对其进行评估。我们对百思买上海的快速扩张能否取得较好效果持怀疑态度。

6.6. 新的经营管理团队能否胜任仍需时间验证

尽管百思买亚洲区总裁兼首席营运官杨得铭自称“我生来就是做零售的”，并且成功打造了服装奢侈品宝姿（PORTS）的品牌。08 年 2 月，在杨得铭上任百思买亚洲区总裁不足 10 个月，就成为 2008 年的 Pinnacle 领导层大奖唯一获奖者。尽管如此，我们依然认为，杨得铭对于家电连锁的大众市场还是缺乏足够的理解。家电连锁业的复杂性（选址、装修、开业、促销、定价、维修、返点谈判等等）和竞争的激烈程度可能远超出杨得铭的想象。国美电器的创始人黄光裕说“如果能重新开始一个事业，就不想再做零售”、大中电器的创始人张中中和五星电器的创始人汪建国均选择退出，其中的原因，可能只有一个字——累——竞争太激烈，规模较小者生存空间日益狭窄。

6.7. 规模差距和定位决定了百思买难以成为中国家电连锁的主导力量

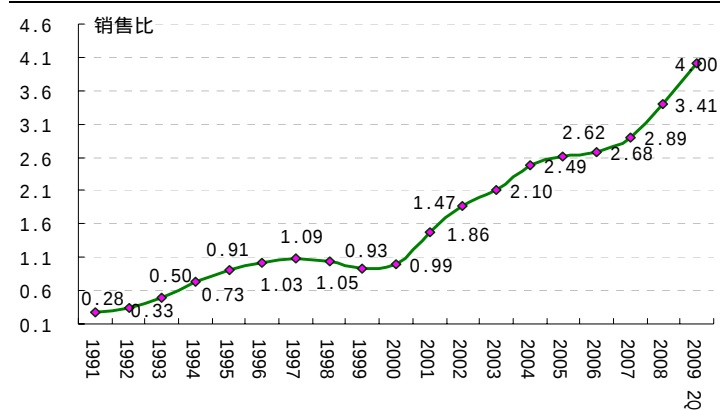
如前所述，百思买目前双品牌的销售尚不到 110 亿元，只有苏宁的五分之一，国美的六分之一。五星电器的大众化定位很难与国美和苏宁竞争，而百思买的小众定位发展空间亦有限。

7. 启示：百思买破局，电路城犯错难以挽回颓势

电路城曾经是美国在 80 年代后期和 09 年代初期遥遥领先的家电消费电子零售商。1992-1994 年，百思买打败 Highland，成为仅次于电路城的第二大家电连锁零售商。从百思买和电路城的竞争态势看，94 年-2000 年为两者的竞争相持阶段，销售规模不相上下，但 2001 年，百思买一举超越电路城，此后一发而不可收，收入差距迅速扩大，到 09 财年第二季度已经扩大到 4：1。笔者曾经在 2005 年的报告《海外家电连锁

零售商的发展历程及其启示》中已经详细分析了电路城落败的原因——在很大程度上，是其自身的战略失误所致（如盲目的多元化，收购屡屡失败等）。这和目前的国美的情况有些类似。事实上，企业发展到这一规模，行业地位也已确立，已经很难被别人打败，打败自己的必定是自己。外部环境的恶化仅仅是触动因素之一。01 年美国的经济网络泡沫破灭，导致电路城一蹶不振。08 年的全球泡沫破裂终于最后压垮了电路城。国美会否步电路城后尘，是值得拭目以待的。但机会一旦失去，要想挽回颓势，可能会非常困难——正如电路城一样。

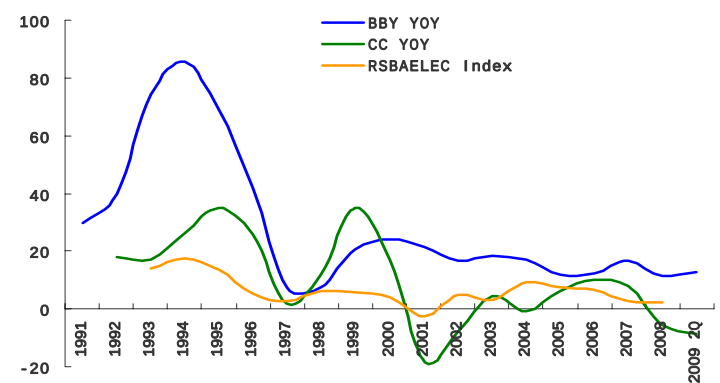
图 3 百思买和电路城的收入对比



资料来源：BLOOMBERG

我们通过下图可以清楚地看到，百思买收入的增长始终高于整体市场的增长。而百思买的主要竞争对手电路城则不然。特别是 01 年后销售增长难以突破 10%。

图 4 百思买、电路城和美国消费电子（包含家电）市场整体增速的比较



资料来源：CEIC BLOOMBERG

8. 投资建议

8.1. 春江水暖鸭先知

我们维持零售业整体同步大市的投资评级，因为，零售行业是滞后于经济周期的。在上游行业快速下滑后开始出现复苏的迹象时（至少是短期的库存消化后供给短期的增加），零售业似乎刚刚进入下滑通道。超市业和百货业一季度将面临很大压力。

三个细分行业中，目前看来最先看到曙光的是家电连锁业。1-2 月份苏宁深圳的同店增长已经转正为 6%，我们也了解到，近期上海门店的油烟机、灶具增长迅速（这是装修的第一步，且是不能推后到假日集中消费的），目前生活电器销售占比已经达到了 23%（比目标占比高 5 个百分点）。春江水暖鸭先知，连锁店油烟机、灶具增长态势良好、银行反映近期按揭贷款业务上升很快（前期是转按揭业务多）、公司财务人员反映目前要求开收入证明的每天都有 2-3 个人（过去半年几乎没有）、中介公司签约部的小姐称，现在每天都很忙（笔者周末去某家中介公司浦东签约部，7 个房间全部占满，外面也挤满了人，排队签约）。地产回暖的迹象非常明显。我们认为，苏宁最差

的阶段为 08 年 4 季度和 09 年 1 季度，2 季度开始将有回暖，同店下滑可能会有好转甚至转正。当然，这一波行情能否持续，目前还很难判断，但是我们认为，也许不会比 08 年 4 季度更坏了。我们将密切关注有关数据。

8.2. 暂时不调整盈利预测

仍旧按照相对悲观的预测，1 季度增长 13%左右，下半年可提高到 17-20%，这样，全年整体的增速可能在 15%左右。

换个角度计算：09 年净增门店数在 150 家左右，按净增门店当年收入 2900 万计算，新增 43.5 亿元销售；08 年净增的 180 家门店，也按照年增加收入 2900 万计算（08 年新增门店的平均营业周期为 5.3 个月），09 年可新增 52.2 亿元的销售，两者合计增加 95.7 亿元。而 2007 年新开的门店处在成长期，收入下滑较少，如浦东的远东大厦店，这部分门店的收入在 110 亿元左右，按整体下滑-4%计算，下滑 5.5 亿元左右；60 亿元左右收入的加盟店，由于基数低，经营趋于改善，假设收入不变。07 年以前开业的门店，同店下滑 8%，整体下滑 19.6 亿元。综合以上因素，合计 09 年收入增长 71.7 亿元，增长 14%多。

表 7 09 年收入增长的估算

09 年新开	150 家	单店收入 2900 万元	新增 43.5 亿元
08 年净增加门店	180 家	单店收入增加 2900 万元	新增 52.2 亿元
07 年开业的成长期门店	160 家左右	08 年收入在 110 亿左右	减少 4.4 亿元（同店下滑 4%）
07 年收购的加盟店	120 家左右	08 年收入 58 亿元左右	基本持平
07 年以前的门店	352 家左右	08 年收入 280 亿元左右	预计下滑 19.6 亿元（同店下滑 7%）
合计	962 家	08 年合计收入 499 亿元	合计新增 71.7 亿元，增长 14%

资料来源：安信证券研究中心

我们认为，09 年净利率仍将有小幅上升，整体净利润增速接近 20%左右。据此，预测 09 年的 EPS 为 0.86 元。鉴于行业出现回暖迹象，投资评级从买入—B 提高为买入—A。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	亿元	模型更新时间	2009-3-24		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	401.5	499.0	573.8	677.1	819.3	成长性					
减: 营业成本	343.5	413.3	474.7	560.0	677.6	营业收入增长率	53.5%	24.3%	15.0%	18.0%	21.0%
营业税费	1.5	2.0	2.4	2.8	3.4	营业利润增长率	96.1%	31.7%	19.0%	18.4%	23.8%
销售费用	29.9	47.8	54.2	63.8	77.0	净利润增长率	93.4%	48.1%	19.1%	12.4%	29.3%
管理费用	4.9	7.8	8.5	10.0	11.6	EBITDA 增长率	83.2%	29.6%	25.3%	20.2%	23.1%
财务费用	-0.9	-2.2	-1.8	-1.8	-2.6	EBIT 增长率	84.7%	26.8%	22.2%	19.3%	23.0%
资产减值损失	0.1	0.5	0.6	0.6	0.6	NOPLAT 增长率	74.8%	41.9%	27.0%	13.0%	28.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1460.7%	-44.3%	-134.6%	-9.0%	-132.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	46.6%	88.7%	24.2%	21.9%	23.2%
营业利润	22.5	29.6	35.3	41.8	51.7	利润率					
加: 营业外净收支	-0.1	-0.1	1.0	-1.0	1.0	毛利率	14.5%	17.2%	17.3%	17.3%	17.3%
利润总额	22.4	29.5	36.3	40.8	52.7	营业利润率	5.6%	5.9%	6.1%	6.2%	6.3%
减: 所得税	7.2	6.9	9.1	10.2	13.2	净利率	3.6%	4.3%	4.5%	4.3%	4.6%
净利润	14.7	21.7	25.9	29.1	37.6	EBITDA/营业收入	5.6%	5.8%	6.3%	6.5%	6.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.4%	5.5%	5.8%	5.9%	6.0%
货币资金	74.7	105.7	109.2	134.5	172.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	10	19	23	24	24
应收帐款	1.8	2.0	6.1	7.2	8.8	流动营业资本周转天数	-24	-38	-33	-30	-32
应收票据	0.2	-	3.8	4.5	5.4	流动资产周转天数	97	111	112	109	110
预付帐款	10.2	10.8	11.3	11.9	12.5	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	45.5	49.1	52.0	61.4	74.3	存货周转天数	36	34	32	30	30
其他流动资产	3.6	4.2	4.2	4.2	4.2	总资产周转天数	112	137	144	143	143
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-11	-15	-3	3	1
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	31.5%	24.8%	24.0%	22.2%	23.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	10.5%	11.2%	10.4%	11.0%
固定资产	18.7	33.2	39.9	50.4	60.7	ROIC	747.2%	-77.9%	-177.7%	580.6%	821.0%
在建工程	0.8	0.6	3.4	5.0	6.0	费用率					
无形资产	3.7	5.7	5.4	5.1	4.9	销售费用率	7.4%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%
其他非流动资产	2.9	4.6	8.3	8.7	8.9	管理费用率	1.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
资产总额	162.3	216.2	243.6	292.7	358.2	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
短期债务	1.4	1.6	-	-	-	三费/营业收入	8.4%	10.7%	10.6%	10.6%	10.5%
应付帐款	38.5	42.4	45.5	53.7	65.0	偿债能力					
应付票据	65.8	71.0	78.0	92.0	111.4	资产负债率	70.3%	57.8%	53.5%	52.9%	52.5%
其他流动负债	6.8	7.1	8.5	9.9	11.5	负债权益比	236.2%	137.2%	115.2%	112.2%	110.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.38	1.43	1.45	1.48
其他非流动负债	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	速动比率	0.79	0.98	1.03	1.05	1.08
负债总额	114.0	125.1	130.4	154.8	188.2	利息保障倍数	-24.52	-12.28	-18.60	-21.86	-18.90
少数股东权益	2.0	3.4	4.7	6.3	8.2	分红指标					
股本	14.4	29.9	29.9	29.9	29.9	DPS(元)	-	-	0.17	0.19	0.25
留存收益	31.8	57.8	78.5	101.8	131.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	48.3	91.1	113.2	137.9	170.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	1.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	15.2	22.6	25.9	29.1	37.6	EPS(元)	0.49	0.73	0.86	0.97	1.26
加: 折旧和摊销	2.2	3.8	2.9	3.8	4.7	BVPS(元)	1.61	3.05	3.78	4.61	5.68
资产减值准备	0.1	0.5	0.6	0.6	0.6	PE(X)	38.4	25.9	21.8	19.3	15.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.6	6.2	5.0	4.1	3.3
财务费用	-0.1	0.2	0.2	-1.8	-1.8	P/FCF	13.6	52.3	113.0	19.1	12.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	0.6	0.9	1.4	1.5	2.0	EV/EBITDA	8.9	15.8	12.6	10.0	7.4
营运资金的变动	15.5	11.1	3.5	12.7	17.4	CAGR(%)	26.2%	20.5%	20.4%	24.7%	20.2%
经营活动产生现金流量	35.0	38.2	32.4	45.8	59.6	PEG	1.5	1.3	1.1	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-13.6	-24.5	-18.1	-16.1	-16.1	ROIC/WACC	74.9	-7.8	-17.8	58.2	82.3
融资活动产生现金流量	-1.4	20.2	-4.7	-4.0	-4.9	REP	-0.1	4.0	-5.1	1.6	-3.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA，毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007年6月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034