

苏宁电器：洽购 Laox 股权 值得尝试

报告关键点：

借助Laox这一平台，学习日本电器零售商，接触日本供应商，有利于苏宁变革的推进。同时，风险不大。

报告摘要：

- 昨天股价表现疲软，显示市场对这一可能的收购心存疑虑，主要有两个原因：
 - 日本电器零售业竞争惨烈，整体集中度在提高，但实力强劲者众多，而Laox实力非常弱小，几乎没有实力能够突破重围胜出或生存。
 - 中国参与国际并购鲜有成功案例，并购渠道相比制造业，整合难度更大。
- 结合苏宁的发展战略的分析，苏宁洽购实力弱小的Laox股权，主要有以下考虑：
 - 借助平台去了解日本市场，学习经营管理管理经验，而这并不局限于Laox。苏宁目前处在第三个变革期，就是经营管理模式的变革，日本的淀桥相机是主要的学习对象。借助Laox这一平台了解对方的竞争对手，显然更有利于学习和进步。
 - 通过双方上游资源的信息共享，人脉资源共享和人才交流，达到双赢目的。通过Laox，苏宁将更加接近日本供应商，并可能增加国内门店新的品牌、品类，增加门店品类吸引力。Laox则有可能借助苏宁的渠道接触中国的制造商，并通过OEM的方式生产，以此增加门店的价格竞争力。人才和其他方面的交流对双方也将有所获益。
 - 为苏宁参与国际竞争积累经验。这一国际竞争，可能并不仅仅局限于国外市场。山田电机目前已经有进军中国市场的计划。
 - 进退自如，成本较低，风险不大。根据日本经济新闻的报导，苏宁电器将会买下Laox约30%股份，成为其主要股东，并取得董事会席位。我们了解到，这一股权比例涉及的金额在几千万，对于一年盈利20多亿的苏宁而言，这一并购并不会带来太多资金和赢利方面的压力。从获得的股权比例来看，也是进退自如。
- 因此，尽管并购和今后的整合、以及改变Laox目前的经营困境可能都困难，但考虑到以上因素，我们认为，是值得尝试的。

财务和估值数据摘要

(亿元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	401.5	499.0	593.8	700.6	805.7
Growth(%)	53.5%	24.3%	19.0%	18.0%	15.0%
净利润	14.7	21.7	27.6	33.6	39.2
Growth(%)	93.4%	48.1%	27.3%	21.5%	16.9%
毛利率(%)	14.5%	17.2%	17.3%	17.4%	17.4%
净利润率(%)	3.6%	4.3%	4.7%	4.8%	4.9%
每股收益(元)	0.33	0.48	0.62	0.75	0.87
每股净资产(元)	1.08	2.03	2.88	3.50	4.22
市盈率	50.5	34.1	26.8	22.0	18.9
市净率	15.3	8.1	5.7	4.7	3.9
净资产收益率(%)	31.5%	24.8%	22.1%	22.1%	21.3%
ROIC(%)	747.2%	-77.9%			
EV/EBITDA	7.4	13.5	15.7	12.2	9.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 20.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 18.00 元

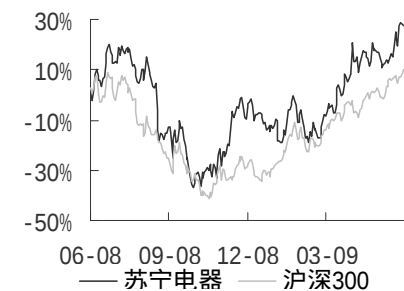
现价： 16.50 元

报告日期： 2009-06-19

市场数据

总市值(百万元)	74,027.45
流通市值(百万元)	51,852.40
总股本(百万股)	4,486.51
流通股本(百万股)	3,142.57
12 个月最高/最低	12.01/47.33 元
十大流通股东(%)	26.61%
股东户数	96,321

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.26	10.15	17.21
绝对收益	8.91	38.48	27.46

研究员

吴美萍

高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

前期研究成果

- 苏宁电器：资源有价 渠道和品牌无价
2009-06-03
- 苏宁电器：多因素促使销售走出低谷
2009-05-13
- 苏宁电器：疲软市场有望转强 市场地位相对提升
2009-04-30

1. 事件

苏宁电器就路透社的新闻，称日本电器零售企业 Laox 正与苏宁洽谈出售一部分股权给后者事宜，发布了澄清公告，称尚未与之签订具有约束力的法律文件。

根据公告，Laox 主营业务为家电数码产品、动漫产品、乐器零售。近年来由于多种原因，Laox 陷入较为严峻的经营环境，2008 财年（2008 年 4 月 1 日—2009 年 3 月 31 日）实现销售收入 28.86 亿人民币，净资产 3.22 亿人民币。

2. 市场疑虑

昨天股价表现疲软，显示市场对这一可能的收购心存疑虑，主要有两个原因：

日本电器零售业竞争惨烈，整体集中度在提高，但实力强劲者众多，而 Laox 实力非常弱小，几乎没有实力能够突破重围胜出或生存。Best、小岛电器（Kojima Denki）、山田电机等先后问鼎第一宝座。近年来日本电器零售业在加快整合，山田电器借助资本市场融资支持大量收购兼并，实施强强并购，大规模开店，目前已经拥有上千家门店，销售额达到 1000 多亿。而位居第二的淀桥相机（Yodobashi），只有 20 多家门店，但是销售额达到了 500 多亿，Best 已经沦落到第六位。Laox 一年销售额不足 30 亿元，规模差距显著，导致和厂家的议价能力薄弱，规模优势也相差甚远。

中国参与国际并购鲜有成功案例，而付出的学费却很多。并购渠道相比制造业，在企业文化方面的整合难度更大。而日本的零售渠道一向以封闭著称，外来者难以成功。

3. 成本低，值得尝试

结合苏宁的发展战略的分析，苏宁洽购实力弱小的 Laox 股权，主要有以下考虑：

3.1. 借助 Laox 平台，更好的了解日本市场，学习日企经营管理经验

苏宁目前处在第三个变革期，就是经营管理模式的变革（转型为具备渠道掌控能力的真正意义上的零售商，自主决定品类、价格、商场布局品类展示等），决心已定，决定变革能否成功实施的是能力，特别是品类管理和单店运营能力。日本的淀桥相机是主要的学习对象，淀桥相机平均单店销售 20 多亿，单品达到 40-50 万个，并据此以不足 30 家门店的规模位居日本行业的第二位，可见其是依赖品类管理、单店运营能力立足市场的。显然，外围观察，每年的出国考察能够学到的是有限的，通过低成本的并购进入日本市场，并借助这一平台了解对方的竞争对手，显然更有利于学习和进步。

3.2. 通过双方上游资源的信息共享，人脉资源共享和人才交流，达到双赢

日本电器零售商店的大部分产品为日本国内采购，这一点也和中国比较类似。中国零售门店中品牌繁多但品类型号较少。据悉，淀桥相机仅鼠标的种类就有近千种。通过 Laox，苏宁有可能更加接近供应商，并可能增加国内门店新的品牌和品类，增加门店吸引力。而对于 Laox 而言，有可能借助苏宁的渠道接触中国的制造商，并通过 OEM 的方式生产，从而增加门店的价格吸引力。人才和其他方面的交流和共享对双方也将有所获益。

3.3. 为苏宁参与国际竞争积累经验

这一国际竞争，可能并不仅仅局限于国外市场。山田电机目前已经有进军中国市场的计划。

3.4. 进退自如，成本较低，风险不大

根据日本经济新闻的稍早前的报导，苏宁电器将会买下 Laox 约 30% 股份，成为其主要股东，并取得董事会席位。我们了解到，这一股权比例涉及的金额在几千万，对于一年盈利 20 多亿的苏宁而言，这一并购并不会带来太多资金和赢利方面的压力。从获

得的股权比例来看，也是进退自如。

因此，尽管并购和今后的整合、以及改变 Laox 目前的经营困境可能都困难，但考虑到以上因素，我们认为，是值得尝试的。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **亿元** **模型更新时间** **2009-6-18**

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	593.8	700.6	805.7	成长性					
减: 营业成本	343.5	413.3	491.0	578.9	665.5	营业收入增长率	53.5%	24.3%	19.0%	18.0%	15.0%
营业税费	1.5	2.0	2.4	2.9	3.3	营业利润增长率	96.1%	31.7%	28.6%	21.5%	16.9%
销售费用	29.9	47.8	55.3	65.0	74.5	净利润增长率	93.4%	48.1%	27.3%	21.5%	16.9%
管理费用	4.9	7.8	8.1	9.1	10.2	EBITDA 增长率	83.2%	29.6%	34.9%	21.7%	17.1%
财务费用	-0.9	-2.2	-1.8	-2.2	-2.6	EBIT 增长率	84.7%	26.8%	32.5%	21.4%	16.8%
资产减值损失	0.1	0.5	0.6	0.6	0.6	NOPLAT 增长率	74.8%	41.9%	33.2%	21.4%	16.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1460.7%	-44.3%	-90.9%	352.7%	88.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	46.6%	88.7%	41.6%	21.6%	20.8%
营业利润	22.5	29.6	38.1	46.3	54.1	利润率					
加: 营业外净收支	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	毛利率	14.5%	17.2%	17.3%	17.4%	17.4%
利润总额	22.4	29.5	38.0	46.2	53.9	营业利润率	5.6%	5.9%	6.4%	6.6%	6.7%
减: 所得税	7.2	6.9	9.5	11.5	13.5	净利率	3.6%	4.3%	4.7%	4.8%	4.9%
净利润	14.7	21.7	27.6	33.6	39.2	EBITDA/营业收入	5.6%	5.8%	6.6%	6.8%	6.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.4%	5.5%	6.1%	6.3%	6.4%
货币资金	74.7	105.7	131.5	164.0	201.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	10	19	22	22	23
应收帐款	1.8	2.0	6.3	7.5	8.6	流动营业资本周转天数	-24	-38	-33	-31	-33
应收票据	0.2	-	3.9	4.6	5.3	流动资产周转天数	97	111	116	120	125
预付帐款	10.2	10.8	11.3	11.9	12.6	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	45.5	49.1	53.8	63.4	72.9	存货周转天数	36	34	31	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	146	149	154
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-11	-15	-5	-2	-4
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%	22.1%	22.1%	21.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	10.5%	10.8%	10.9%	10.8%
固定资产	18.7	33.2	39.3	48.0	56.0	ROIC	747.2%	-77.9%			
在建工程	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3	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%	9.3%	9.3%	9.3%
其他非流动资产	2.9	4.6	7.9	7.9	7.9	管理费用率	1.2%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%
资产总额	162.3	216.2	263.9	317.0	374.6	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%	10.4%	10.3%	10.2%
应付帐款	38.5	42.4	47.1	55.5	63.8	偿债能力					
应付票据	65.8	71.0	80.7	95.2	109.4	资产负债率	70.3%	57.8%	51.1%	50.5%	49.4%
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%	104.5%	102.0%	97.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.38	1.57	1.60	1.65
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	1.17	1.20	1.26
负债总额	114.0	125.1	134.9	160.0	185.0	利息保障倍数	-24.52	-12.28	-20.18	-19.90	-19.82
少数股东权益	2.0	3.4	4.2	5.3	6.5	分红指标					
股本	14.4	29.9	44.9	44.9	44.9	DPS(元)	-	-	0.12	0.15	0.17
留存收益	31.8	57.8	80.0	106.8	138.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	48.3	91.1	129.0	156.9	189.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%
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	27.6	33.6	39.2	EPS(元)	0.33	0.48	0.62	0.75	0.87
加: 折旧和摊销	2.2	3.8	2.8	3.6	4.3	BVPS(元)	1.08	2.03	2.88	3.50	4.22
资产减值准备	0.1	0.5	0.6	0.6	0.6	PE(X)	50.5	34.1	26.8	22.0	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.3	8.1	5.7	4.7	3.9
财务费用	-0.1	0.2	0.2	-1.8	-2.2	P/FCF	17.9	68.9	56.5	19.4	16.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.8	1.5	1.2	1.1	0.9
少数股东损益	0.6	0.9	0.9	1.0	1.2	EV/EBITDA	7.4	13.5	15.7	12.2	9.8
营运资金的变动	15.5	11.1	5.8	13.1	13.0	CAGR(%)	31.5%	21.4%	18.1%	16.4%	15.8%
经营活动产生现金流量	35.0	38.2	35.9	49.7	55.8	PEG	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2
投资活动产生现金流量	-13.6	-24.5	-14.0	-12.1	-12.2	ROIC/WACC	74.8	-7.8			
融资活动产生现金流量	-1.4	20.2	-	-4.5	-5.2	REP	-0.1	3.4			

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

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@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