

众多亮点尽显家电连锁 TENBAGGER风范

——苏宁电器（002024）2009 年年报点评

2010 年 3 月 16 日

强烈推荐/首次

苏宁电器

财报点评

高坤	零售行业分析师	S1480109110910
	gaokun@dxzq.net.cn	010-66507320

事件：

公司3月16日公布了2009 年年度报告。2009 年公司实现营业总收入583.00 亿元，比上年同期增长16.84%；实现营业利润38.75 亿元、归属于母公司净利润28.90亿元，比上年同期分别增长30.72%、33.17%；实现经营活动产生的现金净流量额55.55亿元，继续保持健康稳健的发展态势，基本每股收益0.64元。

公司分季度财务指标

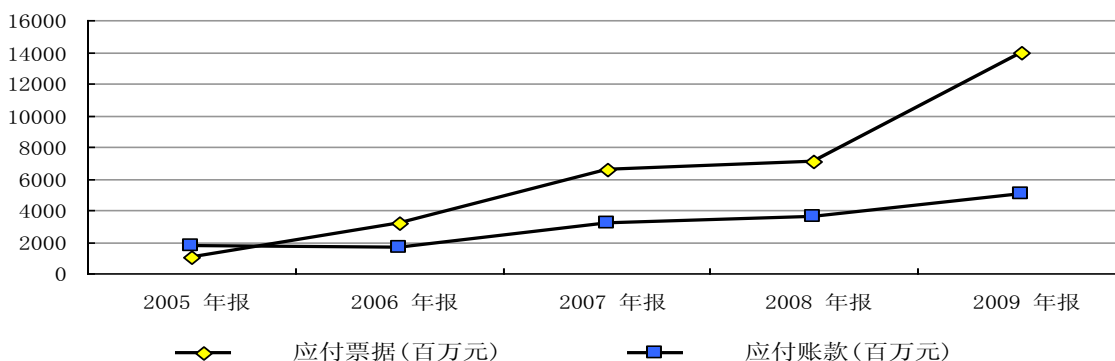
指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	13,280.95	13,182.30	10,795.11	12,658.22	14,675.64	14,240.08	16,726.21
增长率（%）	33.66	44.85	(11.60)	0.16	10.50	8.02	54.94
毛利率（%）	17.3	17.31	20.19	16.59	17.3	17.54	17.8
期间费用率（%）	9.52	9.88	10.71	11.21	10.21	10.28	10.17
营业利润率（%）	6.92	6.30	5.80	4.88	7.39	6.63	7.34
净利润（百万元）	702.32	624.33	489.99	484.91	827.05	728.82	947.72
增长率（%）	75.92	55.61	7.90	9.39	17.76	16.74	93.42
每股盈利（季度，元）	0.45	0.20	0.15	0.16	0.18	0.16	0.20
资产负债率（%）	66.34	64.74	57.85	57.97	62.8	65.78	58.36
存货周转率（%）	4.87	6.2	8.74	2.56	5.18	5.72	8.58
应收帐款周转率（%）	148.21	244.2	457.83	108.53	163.48	242.97	255.06

评论：

积极因素：

- **产业链中端霸主地位尽享上下游的黄金优势。**“黄光裕事件”引发的上游供应商信任危机和下游消费者品牌忠诚危机使我国家电连锁行业两强争霸的双寡头格局暂时性的演变成了苏宁一枝独秀的霸主格局。上游方面，我国以家电为首的3C类制造业大部分处于产能过剩的状态，品牌及品类较低的市场集中度则进一步提升了中端渠道零售商对其的议价能力。09年公司应付票据同比大幅增长了97.72%，并延续了较快速增长的态势，可充分反映在“国美事件效应”下，公司对上游话语权的提升。与此同时公司利用国际化的通道逐步向上游渗透，09年以来，公司相继推出松桥小家电自有品牌；与惠而浦的合作进一步向热水器等领域拓展；首次与三星签订直供协议并全程代理；基本完成与2万多供应商的ERP对接。

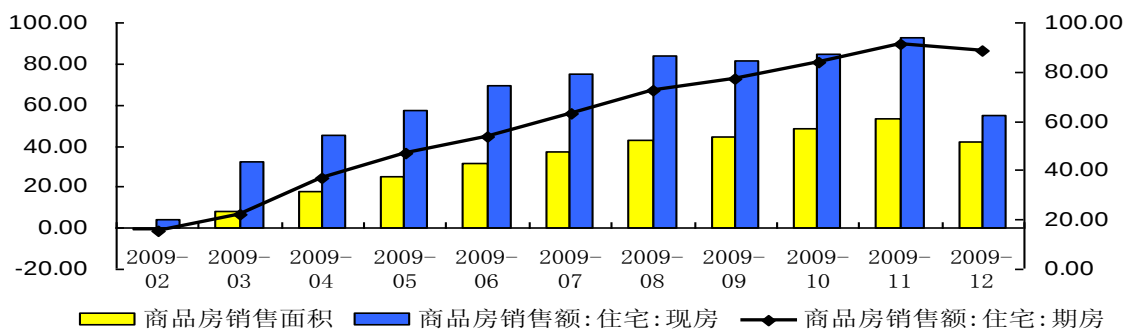
图 1：应付票据及应付账款年度增长趋势



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

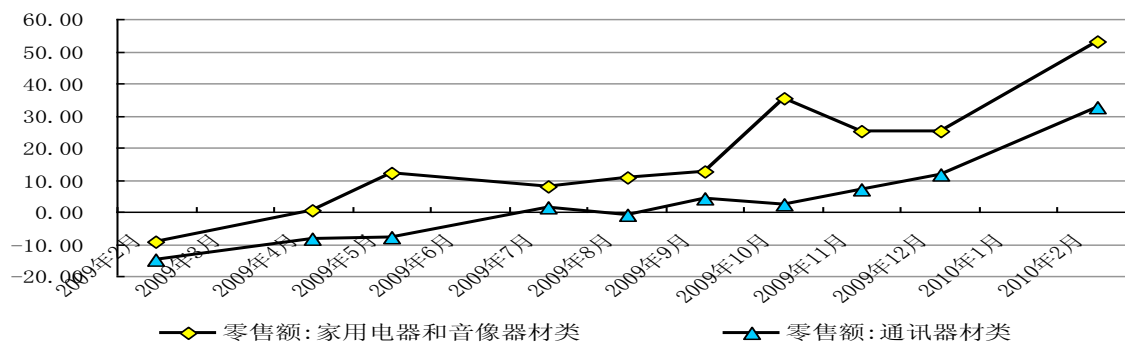
下游方面，商品房销售面在09年依然保持了步步高升的累计同比增长，婚庆高峰更是推波助澜的引发了电器消费的高峰，但在四季度调控力度加大的背景下峰回路转，相关耐用品消费6各月左右的时滞效应使得其对家电类产品的负面影响在2010年度才得以显现。公司营业收入及业绩的增速主要为四季度所拉动，也一定程度上反映了前三季房市高峰的时滞效应。此外，消费升级、收入增长等长期性确定性因素也为消费类电子产品的热销带来了契机。而在售后服务等无形类产品方面，2009年消费者对增值收费型服务的关注度也由2008年的10%上涨至55%，使得苏宁电器“阳光包”延保维修服务的推出恰逢其时。

图 2：09 年商品房销售累计同比增速变化



资料来源：WIND 东兴证券研究所

图 3：09 年下游消费类行业月度同比增速



资料来源：WIND 东兴证券研究所

- **规模效率并举的物流配套平台大幅提升了公司的营运效率。**物流作为上中下游优势融会贯通的平台对于像苏宁这样拥有庞大上下游市场的零售商而言可谓发展的精髓所在。苏宁拥有层次分明的三等级平台：第一级是类似于物流基地的配送中心以及中心仓，09年沈阳、北京（二期）、成都、无锡、天津等多个地区物流基地进入施工阶段；全年完成10家物流基地的选址工作，累计完成选址近20家；第二级是作为小仓库的配送点，苏宁在全国167个城市都设立了配送点，它们不做存货，只作为货物流转的通道，09年全国零售配送能力较2008年增长了30%，日最高配送能力较2008年增长了25%；第三级是全国的941家门店，每个门店都可以作为电子商务的配送渠道，消费者可以自行到门店去提取货物。相对分散的物流中心配置，有利于整合区域内物流平台，一定程度上促进了区域内销售收入的增长。

此外，在信息化服务方面，公司09年售后服务终端网点数量同比增加81%，呼叫中心三期扩容工作完成，日信息量达到10万；成功上线SAP/CRM系统，使受理、回访和工单处理的业务得到进一步优化；利用先进的呼叫中心平台，新增了短信平台、在线客服等服务方式；在信息化建设方面，苏宁全国数据中心已经建成并投入使用，引进主流监控平台，有效的实现了对后台设备、业务系统、网络连接的实时监控和预警处理。苏宁还重点推进CRM、B2B、B2C、BPM系统的工作，以客户服务、供应链、渠道拓展与内部管理等配套公司的经营变革、管理创新工作。

- **精细化经营铸就的内涵价值空间较大。从盈利能力来看，**公司09年17.35%的毛利率水平虽然低于百货业态的平均水平，但却远高于其他家电电子产品连锁企业：主营IT及数码产品连锁的宏图高科同期毛利率为9.16%；而主营手机连锁的天音控股08年毛利率仅为9.8%。苏宁的高毛利一方面取决于其轻资产的经营方式，租赁为主的扩张方式在商圈资源缺乏的背景下为公司节约了大量的开办费用和相关成本；另一方面则是取决于其对产业链上下游的绝对控制能力带来的两端溢价。**从营运能力来看，**虽然以旧换新的政策一定程度上增加了库存，将存货周转率拉低至8.58的较低水平，但同时增加的巨大销售额弥补了这一弊端。报告期内，公司通过多种手段强了对店面、品类、人力经营要素的提升，实现可比店面销售同比增长6.98%。

- **日趋开阔的扩张步伐和国际化视野带来外延空间。**2009年，公司连锁发展布局进一步完善，新进入包括宁夏省银川市在内的22个城市，新开连锁店182家，完成中国大陆除西藏以外所有省份的网络覆盖，连锁店面积达399.26万平方米，比上年同期增长15.33%。面对未来长远发展，苏宁实施了针对性较强的自建店、SUNING ELITE精品店、第五代3C+旗舰店等一系列店面模式创新。考虑到中国三、四级市场未来巨大的消费潜力，首先面向江、浙、粤镇级市场，以及内陆地区已具备管理、物流平台的县级市场开始了“县镇店”的试点。

在国际化扩张方面，2009年8月，公司完成认购日本LAOX株式会社定向发行股份，成为其第一大股东，实现了国际化发展的初次尝试；正式进军香港市场后，公司已与今年2月正式承接CRM品牌、存货、资产及其22家连锁店，全面开展在香港地区的家用电器及消费类电子销售及服务业务。借鉴先进的国际家电零售经验搭建良好的海外平台，使得苏宁能够在创新和承接的天杆上寻找到属于自己的平衡店。

消极因素：

- **品类及品牌的扩容面临网络化热潮的压力。**2008年中国家电及消费电子市场容量为7920亿元，苏宁、国美二者加起来的份额不到13%，巨大的市场和分散的主体则意味着充分竞争的压力。不仅仅是京东商城和淘宝，美的、创维、海尔等家电制造商也正在探索互联网销售业务。目前京东商城的IT产品销售额几乎占整体销售额的一半，数码通信产品占30%左右，家电类产品占比是10%以上。如何充分利用自身庞

大的实体网络通过差异化经营则是苏宁易购网面临的必然选择。苏宁更擅长的家电类产品线下与线上的价格统一问题也是易购发展中需要解决的现实问题。

- **轻资产的外延扩张模式带来一定试错成本。**苏宁目前的自有物业比例仅为1.8%，连锁发展标准的优质店面资源有一定的稀缺性，部分连锁店如未能取得目标商圈中的理想物业，则将带来不必要的试错成本，09年置换/关闭连锁店53家。此外，2009年北京、上海、沈阳地区连锁店建设项目销售收入较预计效益的差距，一定程度上与一线及二线重点城市高居不下的物业租金有较大关系，相应管理费用、销售费用也将水涨船高。

业务展望：

- **横向多层次发展空间仍然较大。**苏宁将利用旗舰店提升品牌影响力，培育稳定的商圈环境；继续在包含精品店在内的中心店单店效益上下功夫；借助日趋完善的物流及配套体系，向二、三级城市以及乡镇市场扩张。公司已明确提出在全国建设50-60个物流基地的计划，预计将在2015年前全面完成。

· 地产资金目前已有从一线城市撤离的迹象，公司业务占比较大的华东区（包括江苏、安徽、山东、江西、福建）将有望分享二三线城市房地产刚性需求带来的电器类产品爆发式增长的释放。

· 随着城镇化率的提升以及今年家电下乡品牌的拓展和价格界限的取消，800-1500m²的县镇店在量增的同时获得价涨的预期。

· 2010年公司将在对香港地区现有网络进行进一步的优化的基础上，实现香港电器消费市场25%以上的份额。

表 1：公司门店类型分布预测

门店类型	2008A	2009A	2010E	2011E
旗舰店	112	161	191	211
中心店	224	291	311	340
社区店	476	489	539	570
县镇店	—	—	250	350
香港店	—	—	50	60

资料来源：东兴证券

- **两条腿走路的纵向延伸值得期待。**一方面，公司将逐步取消联营模式，实现县镇店及精品店的完全自营，以OEM、定制、包销循序推进，向前端制造业渗透，与国际通行的渠道运营模式进行全方位的接轨。这在实现供需双方共赢发展的同时也大大提升了公司的盈利水平和渠道控制力。另一方面，进一步完善和创新后端服务，作为实体渠道的补充和服务体系。在网购这一消费发展新趋势下，苏宁易购的低调上线无疑会凭借其完善的物流信息体系、庞大的实体网络、极具号召力的品牌优势取得骄人的业绩，并分享包括3G通信、网络游戏、动漫产业、电视电影等新兴领域带来的无限商机。但也同时面临具有先发优势的淘宝网、当当网，以及专业化优势明显的京东商城巨大的竞争压力。

盈利预测及投资建议：

作为中小板中 TENBAGGER 的典范，苏宁将会凭借强大的后台信息和物流系统，进一步纵横拓展其在中国乃至世界家电零售行业中的市场份额。我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.82 元和 1.02 元，对应 09-11

年 PE 分别为 28 倍、22 倍和 17 倍，具有一定估值优势。综合考虑到公司国际化战略的高度和成长空间的重新打开，我们给予公司“强烈推荐”的评级。

表 2：盈利预测和估值

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	49896.71	58300.15	81400.51	102015.66
(+/-)%	24.27	16.84	39.62	25.33
经营利润（EBIT）	2546.18	3438.27	4130.93	4789.17
(+/-)%	24.91	35.04	20.15	15.93
净利润	2260	2989	4130	5055
(+/-)%	48.37	32.26	38.17	22.40
每股收益（元）	0.47	0.64	0.82	1.02

资料来源：东兴证券

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。