

买入 维持

苏宁电器 (002024)

2010 年 9 月 27 日

渠道延伸、产品拓展和模式升级构成公司未来成长驱动力

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403汪立亭
联系人wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤

SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-232194232010 年 9 月 21 日收盘于 15.49 元
6 个月目标价: 18.88 元

事件。2010年9月20日，苏宁电器在南京举办了2010年中期业绩交流会，公司高管回顾了过去20年的发展历程，2010年上半年的经营情况，展望了2010下半年的经营计划，以及未来的发展战略等，并与与会者进行了交流。

简评和投资建议。有史以来最长的中秋、国庆长假，也是零售企业最乐于看到的消费旺季，而作为已经领跑国内家电零售行业的苏宁电器，同样也制定了声势浩大的，结合20年司庆的促销计划。在上周参加了苏宁电器内部沟通会之后，我们回忆今年的五一假期前后，不禁百感交集：虽然当时苏宁电器的经营情况已经全面转好，公司亦可算是A股中极少的治理良好、经营优异、具有可持续业绩成长和可信赖价值的投资标的，但当时由于一些诸如“市值过大、快速成长期已过、受到房地产调控和网购渠道冲击”等主观情绪影响，其二级市场的股价调整一直持续到6月底，一度到了10元的最低价和15倍的最低估值。相信持有苏宁的投资者也一定经历了一段难熬的心路历程。7月以来，国美内讧似乎使市场突然发现苏宁已经全面领跑行业的现实，也为苏宁提供了股价再次表现的理由，估值修复至25倍左右后，苏宁市值也重新超过1000亿。

但我们认为苏宁最终领跑是其企业综合竞争力的体现，而不能简单理解为竞争对手出问题给苏宁带来的机会，苏宁之前在企业

长期看，在中国内需转型、城镇化、新农村建设的大背景下，我们仍旧可看到巨大的市场空间，在一个专业的、优秀的、治理完善的团队的清晰战略定位和有效执行下，渠道延伸、产品拓展和模式升级将是公司业绩成长的主要驱动力，公司仍有较快的业绩成长潜力。从3年左右的区间看，公司存在业绩翻倍、市值接近翻倍的空间，是长期投资者的价值投资标的。

实际上，我们还想说：从企业经营的角度，苏宁远比我们分析师专业很多（虽然我们也从事零售行业研究若干年），我们所提出的问题，从苏宁所走的路程中可以发现，他们早已经想在了前面，并做好了足够的准备。苏宁能销售的产品，或者服务，可想象的空间仍旧非常大。或许，相对于企业微观经营问题，我们更应该关心的是家电和3C行业是否会面临整体性问题，比如曾在2008年4季度发生的由于金融危机和消费者信心低迷导致的家电销售负增长。

维持对公司的长期推荐逻辑。（1）在行业竞争格局变化的背景下，公司展店步伐加快，并积极拓展县镇店、海外店和开展网络销售等新市场空间，店面结构更趋于完整和优化，市场份额将有持续提升的空间和能力。（2）公司长期坚持强化后台建设和管理，不断深化经营模式变革，将带来公司毛利率的明显改善和费用率压缩，公司利润率仍有提高空间。基于市场份额扩大和利润率提高的双重推动，我们认为公司净利润未来几年仍有望维持 30%甚至更高的复合增长率。

维持对公司2010-12年摊薄后EPS预测，分为0.603元、0.755元和0.922元对应于45.95%、25.27%和22.06%的利润增速（考虑到公司股权激励所提供的2010-2013年25%的业绩复合增长保障，我们的盈利预测是偏保守的），按照公司当前15.49的市场价格，对应PE为25.69、20.52和16.80倍。公司11年20倍左右的PE估值仍在整个商业零售板块中具有较大吸引力，基于优异的业绩表现和持续增长预期，以及较好的估值支撑，维持“买入”评级，目标价18.88元（对应于2011年摊薄后EPS约25倍PE）。

以下是我们关于几个问题的跟踪观点。

1. 苏宁领跑行业，是其企业综合竞争力的体现。

苏宁从90年代初以空调经营起家，经过20年的产品拓展和渠道布局，并坚持前后台并重、规模与效率并举的发展思路，时至今日，已超越行业主要竞争对手，其在门店连锁、营销创新、人才培养、物流信息等多方面形成的综合竞争力是领跑行业的坚实基础。

从公司纵向指标数据看，2001年-2010上半年，公司门店数量由25家增加到1075家，增长约43倍，年复合增长56%；经营面积由4万平米增加到437万平米，增长109倍，年复合增长73%。2001-2009年，公司收入从17亿元增长到583亿元，年复合增长率为56%，净利润从0.3亿元增长到29.9亿元，年复合增长78%。公司市值从2004年上市时的15亿元，增长到最新的1084亿元（取2010年9月21日收盘价），年复合增长100%。

从行业横向比较，2010上半年，苏宁门店总数为1075家，超过国美（上市部分）的740家，经营面积437万平米，超过国美的274万平米；苏宁销售额361亿元，同比增长31.9%，同期国美销售额249亿元，同比增长21.55%；苏宁净利润19.73亿元，同比增长56.03%，国美净利润9.62亿元，同比增长65.83%（主要由于2009年上半年基数低）；苏宁5.47%的销售净利率也远高于国美的3.86%。

2. 从宏观经济角度，内需增长背景与产业政策支持，仍可看到巨大的市场空间。

中国经济面临向内需增长驱动的结构转型，消费长期看好，是未来10年经济的主旋律，这不仅是5亿城市人口的消费，随着国家的政策扶持、企业生产线内移、新农村建设等，内陆地区三四线城市的就业与收入将有更大改善，新的消费乘数效应发挥作用，将带动城镇化进程加速，居民的消费潜力将得到充分挖掘，这是消费品行业包括家电、3C等的市场空间扩大的机会。

家电下乡、以旧换新扩大品类和范围等政策支持也是行业市场空间扩大的积极因素，而国家抑制商品、房价快速上涨，发展廉租房、经适房，有利于家电消费。

3. 从微观企业角度，苏宁未来增长驱动仍然强劲，包括渠道延伸、产品拓展和模式升级等。

（A）渠道延伸。一方面，公司在实体渠道上继续做精做透一二级市场的同时，开始向三四级市场渗透下沉，参考此前公司在一级市场的竞争历史（渠道整合），以及与当前二级市场区域（如长春、合肥等）家电销售强势渠道的竞争格局演变（从进入时的劣势地位，到均衡发展再到领先超越），我们认为公司相对于县镇竞争对手/业态的胜出，只是时间问题；

短期看，由于三四级市场很大，很长时间内各种渠道依然会共存发展，但苏宁通过产品、价格、服务等综合竞争优势，逐步取代原有渠道应是一个趋势。

另一方面，在网络渠道的发展上，苏宁易购已经做了足够的准备，目前是与众多的竞争对手一起发展、整合、规范市场的时期，从本质而言，作为渠道，成本费用是最关键的竞争因素，苏宁在物流、信息系统等后台环节的持续完善升级，在引入合适的产品内容的配合下，公司网购渠道的竞争力也会大幅增强。

（B）产品拓展。苏宁作为渠道环节，可经营商品（服务）具有不断延伸空间，我们已经看到其从空调到传统家电，到3C（电脑-3G手机等），到OA产品的拓展历程，未来我们仍将看到公司将产品延伸家居、知识娱乐到综合服务，到多元化的产品（与消费者和中小企业最终乃至大企业的综合服务提供商），这种产品深化的过程将使公司渠道价值得到最大化的发挥。

从公司3C产品的拓展历程看，07年开始规划全面进入3C产品，经过3年的发展，已显现出基本的效果：消费者对连锁渠道的认可度提高，而随着消费者对产品质量、诚信度的要求提升，原有的电脑城模式已经有下滑，苏宁3C渠道的优势会进一步显现，规模优势会带来毛利率的提升（在2010上半年经营数据中已有明显体现）和业绩增长。

从长期看，在3G大环境和宽带的普及的背景下，消费者对信息类产品有更大的需求，公司过去几年在3C类产品的培育将成为未来几年业绩快速增长的来源之一，其销售规模和毛利率的双重提升是一个很大看点。

而我们认为未来的苏宁在产品延展性上，将以家庭和企业为两端，一方面为家庭消费者提供生活、娱乐、办公等综合服务，另一方面为中小企业消费者提供给办公和日常运营一站式服务，从而从当前的主营家电和3C产品的连锁渠道运营商转化为向家庭和企业提供综合解决方案服务商。

（C）模式升级。

在已有的渠道平台和产品内容之外，公司也在后台建设方面全面升级加速，2011年将在南京启用第四代物流信息系统，公司规划并建设的50-60个物流基地将在2015年全面完成，并在全国合适的枢纽地区建立6-8针对网购商品特点和为苏宁易购服务的全自动物流仓库。

在渠道、产品和后台的支持下，公司能够更好的进行商品规划、整合供应链资源，深化采购模式变革和营销模式变革，以差异化采购提高自采能力，以加强终端自营提升销售能力，模式升级将带来公司毛利率和利润率的进一步提升，我们认为未来3年左右，毛利率有望从当前的17%提升到20%左右，成为在规模扩张、收入增长之外的又一业绩驱动因素。

表1 苏宁电器损益表盈利预测（2008-2012E）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	4989671	5830015	7387240	8992848	10495695
同比增长(%)	24.27	16.84	26.71	21.73	16.71
营业总成本(万元)	4693234	5442117	6823961	8277158	9621927
营业成本(万元)	4133476	4818579	6085516	7384814	8597942
营业成本/营业收入(%)	82.84	82.65	82.38	82.12	81.92
营业税金及附加(万元)	20349	27152	27259	35971	41983
营业税金及附加/营业收入(%)	0.41	0.47	0.37	0.40	0.40
销售费用(万元)	478047	519236	638501	772781	896678
销售费用/营业收入(%)	9.58	8.91	8.64	8.59	8.54
管理费用(万元)	78452	91209	108337	127388	143429
管理费用/营业收入(%)	1.57	1.56	1.47	1.42	1.37
财务费用(万元)	-22329	-17292	-38981	-45797	-60104
资产减值损失(万元)	5239	3234	3329	2000	2000
非经营性净收益(万元)	0	-395.2	924	0	0
营业利润(万元)	296437	387503	564203	715690	873768
同比增长(%)	31.75	30.72	45.60	26.85	22.09
营业外收入(万元)	4575	11158	6000	3000	3000
营业外支出(万元)	5925	6024	3000	2000	2000
利润总额(万元)	295087	392637	567203	716690	874768
同比增长(%)	31.66	33.06	44.46	26.36	22.06
所得税费用(万元)	69095	93787	132994	172006	209944
有效所得税率(%)	23.41	23.89	23.45	24.00	24.00
净利润(万元)	225993	298850	434209	544684	664824
同比增长(%)	48.37	32.24	45.29	25.44	22.06
净利润率(%)	4.53	5.13	5.88	6.06	6.33
归属于母公司所有者的净利润(万元)	217019	288996	421775	528344	644879
同比增长(%)	48.09	33.17	45.95	25.27	22.06
少数股东损益(万元)	8974	9854	12435	16341	19945
摊薄每股收益(元)	0.310	0.413	0.603	0.755	0.922

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

苏宁电器2010年中报点评：2010上半年56.03%的利润增长表现优异，估值仍具较大吸引力，调高业绩和目标价，维持买入20100831

苏宁电器公告点评：有约束力的股权激励，保障业绩快速增长，维持买入20100826

苏宁电器业绩快报点评：靓丽的业绩，低估的价值，维持买入20100802

苏宁电器2010一季报点评：一季度业绩大增86.08%，零售行业最便宜的价值投资标的，维持买入20100429

苏宁电器跟踪报告：增长空间仍巨大，未来几年仍有望维持30%的复合增长，价值低估，重申买入，20100405

苏宁电器09年报点评：09年四季度爆发性增长将在10年一季度续演，未来几年仍有望维持30%的复合增长（买入，维持）20100316

苏宁电器业绩快报点评：09年业绩略超预期，2010年仍有望实现40%左右的业绩增长（买入，调高）20100301

苏宁电器跟踪简报：市场份额与利润率双重提升，业绩有望继续超预期，维持增持20091221

苏宁电器调研简报：8月下旬9月上旬销售同比增长30%左右，经营模式变革奠定中长期增长基础（增持，维持）20090922

苏宁电器2009年半年报点评：二季度净利润增速提升至17.9%，（增持，维持）20090829

苏宁电器2009半年业绩快报点评：二季度营业收入、净利润增速均提升（增持，维持）20090731

苏宁电器2009一季报点评：高可比基数下一季度仍旧实现正增长（增持，维持）20090430

苏宁电器调研简报：2008年业绩说明会纪要及评价：绝对行业龙头（增持，维持）20090330

苏宁电器2008年报点评：季节性调整导致四季度收入负增长拖累业绩，09年一季度有望改善（增持，维持）20090228

苏宁电器公告点评：节日调整因素加行业景气下滑导致四季度增长低于预期（增持，维持）20090121

苏宁电器调研报告：三季度较高的同店销售增长可期（增持，维持）20080912

苏宁电器公告点评：股权激励草案58元行权价增强投资吸引力（增持，维持）20090729

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。