

商业贸易/零售

苏宁电器 (002024)

买入

报告原因 : 上调投资评级

模式决定空间，持续竞争优势打造百年苏宁

上调

2007年07月16日

公司研究/深度报告

市场数据： 2007年07月13日

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

收盘价(元)	48.26
一年内最高/最低(元)	73/23.96
上证指数/深圳成指	3914/12816
市净率	21.20
息率(分红/股价)	0.00%

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2006	24927	56	720	105	1.00	10	23.4	97	11
2007E	39883	60	1394	94	0.97	10.2	31.1	50	9
2008E	56634	42	2106	51	1.46	10.2	32	33	8
2009E	73624	30	2941	40	2.04	10.2	31	24	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

基础数据： 2007年03月31日

每股净资产(元)	4.55
资产负债率%	66.03
总股本/流通A股(百万)	720/294
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

- 《苏宁电器年报点评》 2007/03/12
- 《苏宁电器调研报告及股权激励点评》 2007/01/30
- 《苏宁电器06 三季度报点评》 2006/10/30

分析师

金泽斐
jinzeifei@sw108.com

联系人

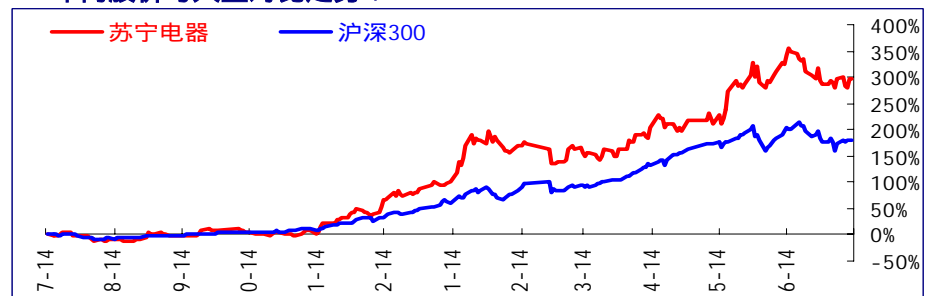
陶成知
(8621)63295888x451
taochenzhi@sw108.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司
http://www.sw108.com

投资要点：

- 苏宁能始终保持行业领先的扩张速度和经营质量，秘诀到底在哪里？我们认为：苏宁拥有一种竞争对手所缺乏的能保持持续竞争优势的战略能力，这是保证公司能显著超越竞争对手最强的核心竞争力。
- 借助渠道整合的契机，公司正逐步渗透中国3C消费类电子产品的销售领域。我们估计2007年苏宁3C类产品在营业额中的比重将提升到30%，销售额接近100亿元，到今年年底3C+旗舰店在全国的数量将会增加到70家。
- 苏宁公告上半年盈利增长在100-120%：旗舰店转型的全面告捷、明星代言品牌效应的初显、消费类电子产品的激增都成为上半年的最大亮点。
- “模式决定空间”，苏宁所拥有的这张管理标准化、门店连锁化的全国网络，是其未来业绩增长的充分保证，有了这样一个渐趋强势的渠道资源，销售产品和扩张地域已不再是苏宁未来发展的障碍。
- 鉴于苏宁逐步累积的持续竞争优势，及未来对财务业绩的有效保障，我们将短期投资评级上调至买入，维持长期买入，6个月目标价66元，反映仅1.5倍左右的PEG，属于估值的安全下限。

一年内股价与大盘对比走势：



目录

1 苏宁具备持续竞争优势	3
2 成功转型消费类电子零售商	4
2.1 消费品类转型 - 从传统家电向消费类电子产品的转型	4
2.2 经营模式拓展 - 3C + 旗舰店和数字苏宁的启航	5
2.3 品牌优势增强 - 借助明星效应提升苏宁品牌号召力	6
3 打造持续竞争优势 - 上半年回顾	7
3.1 集约化管理的深入 - 第三个地区管理总部华南总部成立	7
3.2 提升与供应商的关系 - 深层次的战略合作陆续展开	7
3.3 低成本运营 - 信息化铺路长期发展	8
3.4 提升客户服务 - “阳光 100、满意 365”	8
3.5 提升企业社会价值 - 参加公益活动、回馈社会	9
4 黄金周带动中期业绩高速增长	9
4.1 五一加强旗舰店的外延扩张	9
4.2 黄金周、旗舰店构成中期业绩的主要驱动要素	10
5 思路决定出路、模式决定空间	10
5.1 苏宁才刚刚步入成长期	10
5.2 上调评级至买入，6 个月目标价 66 元	12

1 苏宁具备持续竞争优势

新商业模式和信息技术的不断涌现，以及消费者需求的快速更新，使得零售业的竞争日益激烈。在家电连锁领域更是如此，面对行业格局大变动、上下游博弈气氛日益显现、连锁竞争愈发白热化的背景下，苏宁能始终保持行业领先的扩张速度和经营质量，由此引发我们的思考，到底是什么核心竞争力在支撑着苏宁每年的高速健康发展？无论是上下游供应链的重塑、还是 SAP/ERP 信息系统的成功上线，这些都仅仅是苏宁竞争优势的外在体现，那么什么才是苏宁内在的持久的核心竞争力？借助美国零售大师迈克尔·利维和巴顿·韦茨的研究成果，我们的答案是：**苏宁拥有一种竞争对手所缺乏的能保持持续竞争优势的战略能力，这是保证公司能显著超越竞争对手最强的核心竞争力。**

持续竞争优势 (sustainable competitive advantage) 是指一个能持续很长时间的优于竞争对手的优势，并且不容易被模仿，比如价格战就不属于持续竞争优势，因为竞争对手很快就能照搬。建立一项持续性的竞争优势意味着零售商要在市场中围绕自己的地盘筑起一道墙，这堵墙会使竞争对手很难吸引自己的目标客户。即使竞争对手尝试着运用其他力量来推倒这堵墙，零售商也可以通过修筑“高墙”来维持他们的优势，将竞争性压力降到最低，并且将利润维持较长的时间。因此一个可持续的竞争优势是实现公司长期财务业绩的关键。

零售商建立持续性竞争优势的五大机会来自：

- **顾客忠诚度**：主要途径是明确定位、提供优质的顾客服务、以数据为基础开展的零售和特色商品销售；
- **店址**：核心商圈不仅是顾客选择商店的重要依据之一，还是对手极难模仿的一项持续竞争优势；
- **与供应商的关系**：主要途径来自拥有地区经销权、以更好的条件或更低的价格购买商品的权利、商品短缺时的优先购买权；
- **忠于职守且高效的员工**：零售业是个劳动密集型行业，员工在提供顾客服务和建立顾客忠诚度方面起主要作用。知识面宽、经验丰富并能致力于实现门店目标的员工是苏宁成功的最大法宝。
- **低成本运营**：有效的供应链管理是降低成本的最直接手段，如规模采购、大区统一运营、物流基地建设、信息系统利用和无纸化办公。

这五大要素一旦有效整合，就可建立起持续且不易被模仿的长期竞争优势，对手也难以通过其他方式进行抵消，因此这是一个企业实现百年老店最根本的基础。

我们将结合上半年苏宁在门店扩张、服务提升、业态转型、商品结构调整等方面的绩效，对苏宁的持续竞争优势进行分析。由于五大要素中的“低成本运营”我们在之前的报告中已讨论较多，投资者有兴趣可参看 2006 年 7 月 18 日《以 SAP/ERP 系统构筑起苏宁长期核心竞争力》和 2006 年 11 月 7 日《从供应链角度寻找中国的沃尔玛》两篇报告，在此不再重复。而人力资源中的股权激励，针对不同性质的员工招聘我们也有较多分析。在与供应商关系中，苏宁一直致力于和上游建立战略合作关系，从空调大品牌、到数码产品，再到中移动服务商等，几乎所有的大家电品牌和相关服务商都和苏宁建立了长久且紧密的合作关系。

表 1：苏宁五大持续竞争优势

优势来源	可持续的竞争优势	苏宁不可复制的竞争优势
店址	便利的店址、创新的业态	占据核心商圈开设自建店、3C + 旗舰店、数字苏宁店
顾客	更优质的服务、更全面的顾客信息数据库	“阳光 100、满意 365”服务，领先的客户信息数据
供应商	密切的供应商关系	与摩托罗拉、英特尔和海尔等众多上游建立战略合作关系
人力资源	恪尽职守、知识丰富的员工	大学生“1200 工程”、再就业“4045 工程”、“蓝领工程”
低成本运营	更好的信息系统、更高效的分销渠道	SAP/ERP、协同办公系统成功上线、大区物流基地陆续启用

资料来源：申银万国证券研究所

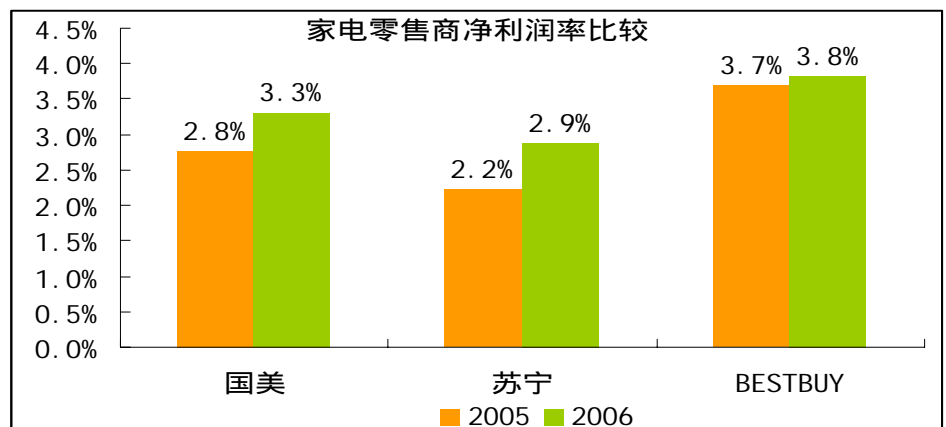
本文将主要分析苏宁上半年在迎合消费者需求上的定位转型、优质服务；提升与供应商关系和品牌差异化等方面的竞争策略。

2 成功转型消费类电子零售商

2.1 消费品类转型 - 从传统家电向消费类电子产品的转型

3C 是 Computer, Communication 和 Consumer electronics 的简称，3C 消费类电子主要是指电脑、通信和数码等产品，还包括一些内含数码操控的现代家电等。从国外家电产品的发展趋势来看，消费类电子代表了家电的发展方向。

图 1:国内传统家电零售商净利润率明显低于海外水平



资料来源：公司年报

作为美国最大的消费类电子零售商, Best Buy 2006 年实现了 360 亿美元的销售收入, 产品结构中消费类电子的比例达到 80% 以上, 净利润 13.8 亿美元, 净利润率 3.8%, 目前市值在 230 亿美元左右。

在居民消费升级和家电产业更新换代的背景下, 我国消费类电子正呈现出一种爆发性增长的态势。据中怡康提供的数据来看, 2006 年中国家电市场容量大约在 6500 亿元, 其中手机占比 24.1%, IT 产品占比 15.1%, 合计消费类电子产品的年市场容量大约在 2600 亿元左右, 并且每年需求增速不低于 20%。从 2007 年到 2010 年, 中国将成为仅次于美国的全球第二大电脑市场, 数码产品的普及度也将进一步提高, 中国将成为全球数码 DV 和数码 DC 销售的主要增长点。这些背景无疑为苏宁从传统家电转型 3C 消费类电子零售商提供了最佳的发展时机。

表 2 : 苏宁逐步提升 3C 消费类电子产品的销售额

3C 消费类电子	2002	2003	2004	2005	2006
销售额: 万元	70461	129920	227533	426451	666124
增速	851.36%	84.39%	75.13%	87.42%	56.20%
结构	19.99%	21.53%	24.98%	26.76%	26.72%

资料来源: 公司年报 (根据公司年报的通讯和 IT 合计数计算)

尽管过去五年苏宁 3C 产品销售额的复合增长率达到了 75%, 销售结构中的比重也达到了 27%, 但到目前为止公司的市场份额依旧很低, 仅有 2.7%。近两年来苏宁将 3C 产品作为重点推进的战略品类, 借助渠道整合的契机, 公司正逐步渗透中国手机、数码两大领域的销售市场, 消费空间巨大、毛利率较高的 3C 产品将成为苏宁未来盈利的重要构成。我们估计从 2007 年开始苏宁在 3C 产品上的销售额将保持每年 50% 左右的增速, 到 2010 年销售比例将达到 40%。

2.2 经营模式拓展 - 3C + 旗舰店和数字苏宁的启航

新的消费结构和与之相适应的技术是一个行业发生变革的两大力量, 而决定变革速度的则是新的渠道模式。与 3C 产品技术日益成熟不协调的是, 中国消费类电子产品的分销渠道尚在初级阶段。顺应商品结构向 3C 消费类电子的转型, 苏宁在店态上又进行了创新性的调整。

中国家电零售模式已经历了三代: 从早期的品类专卖店, 如苏宁的空调专卖店, 到前期的综合电器卖场, 再到目前的 3C 旗舰店。苏宁首创的“3C + 模式”是从 3C 模式升级而来, 从经营内容到商品陈设等方面更贴合市场需求。

苏宁旗舰店全部采用了 3C 或 3C+ 的经营模式, 门店周边交通便利、配套齐全。这些门店从通道宽度、导引系统、店面环境色和灯光亮度等方面进行了精细的设计, 商品结构全部采用了全新的以品类加品牌相结合的出样模式。另外门店还引进了很多家电衍生品, 诸如与电脑配套的游戏、与手机配套的蓝牙耳机等, 店面的产品丰富度大大提高, 便于消费者一站式购物。

苏宁 3C+ 模式引导了连锁店的产业升级，首次从产品线调整为核心转向以消费者需求为核心，它改变了中国家电卖场的传统格局，代表了连锁渠道未来的发展方向。

目前苏宁在全国建立的旗舰店数量尽管不到总店数的 15%，但销售贡献却达到了 40%，成为苏宁盈利结构的中流砥柱。其中苏宁电器南京新街口店、南京山西路店、上海长宁店年销售均在 10 亿元以上，占据了整个家电连锁行业单店前五强中的四强，充分彰显了“旗舰群”的强大销售能力。

我们估计 2007 年苏宁 3C 类产品在营业额中的比重将提升到 30%，销售额接近 100 亿元，到今年年底 3C+ 旗舰店在全国的数量将会增加到 70 家。

另外，4 月 21 日 Digital suning（数字苏宁）在南京新街口成功开业，日本最著名的卖场设计公司 ITOKI 针对中国市场的消费特点对其在店面布局、环境设计、出样模式方面等进行了全新的包装和定位，这标志着苏宁专营手机、电脑和数码的连锁模式进入了一个全新的起点。该门店为各大家电知名品牌提供了一个具有国际水平的销售和推介平台，索尼、摩托罗拉和德州仪器等众多国际一线品牌推出了与世界潮流同步的产品，其中 PS2 体验中心、德州仪器数码家庭影音体验中心等均在其中亮相。结合 3C+ 旗舰店，这些崭新的业态将成为苏宁拓展 IT 数码消费领域的重要突破口。

我们认为，苏宁能保持销售收入的持续高速增长，与其牢牢贴合市场需求密不可分，明确的商品定位、优质的客户服务是苏宁赢得顾客忠诚的两大法宝，截止到目前，苏宁的阳光 VIP 会员已达 800 多万人，这将成为公司未来业绩增长的有效客户基础。我们相信，在向消费类电子零售商转型上苏宁已迈出了成功的一步，未来的发展空间和盈利前景值得投资者高度重视。

2.3 品牌优势增强 - 借助明星效应提升苏宁品牌号召力

为了有效提升苏宁作为 3C 消费类电子零售商的品牌形象，4 月 24 日，苏宁和两大明星潘玮柏和孙俪在南京正式签署代言协议，成为首家使用明星代言的全国零售企业，这标志着家电零售行业全面走向以消费者为中心的品牌竞争格局。阳光健康、时尚动感的潘玮柏和清纯朴实、富有亲和力的孙俪赋予了苏宁品牌更多年轻时尚的内涵，也大大提升了苏宁的品牌号召力。

家电连锁行业目前的竞争态势已经趋于明朗，在连锁网络、产品和价格等方面竞争逐步趋向同质化，因此品牌的差异化竞争必将成为行业下一个突破口。苏宁在注重规模发展的同时，始终关注自身独特品牌的培育，除了一直坚持的“阳光服务”品牌核心外，逐渐在品牌中注入了更多“专业、时尚、责任”等全新的元素，目标是打造成为“中国 3C 时尚电器消费文化的领导者”。

在 3C 消费类电子市场迅猛发展的今天，只有更加注重消费者研究、更好地与消费者进行情感上的互动，树立一种个性更鲜明的差异化品牌形象，才能有效巩

固原本在家电连锁行业只能由价格维系的脆弱的品牌忠诚度，从而在注重精细化管理和单店效益提升的连锁竞争时代取得先机。**率先启动明星代言人的品牌战略毫无疑问将使苏宁迅速建立起在品牌差异化上的竞争优势，从而为公司的持续发展和盈利能力提升奠定最为坚实的品牌文化基础。**

3 打造持续竞争优势 - 上半年回顾

3.1 集约化管理的深入 - 第三个地区管理总部华南总部成立

3月,由苏宁广州大区、深圳大区和南宁大区共同整合成立华南地区管理总部,这是公司继华北地区管理总部、华东二区管理总部之后成立的第三个地区管理总部。这有利于苏宁在连锁规模急剧扩张的背景下,不断优化管理体系,强化地区管理能力,以达到集约化经营的最佳状态。公司还计划陆续成立华东一区、华南、西北、西南、华中和东北等六个地区管理总部。

在已经建立总部的地区如上海和北京,管理职能平移带来地区运营效率的显著提高、市场响应速度加快、规模效应和品牌效应日益凸显。元旦期间上海苏宁销售增长翻倍,总量已跃居苏宁全国第一,北京同样成为苏宁的营收利润中心,增长速度一直位于苏宁前列。同处中国东部沿海的华南地区也取得了迅猛的发展,经过3年多的连锁经营,广州大区、深圳大区和南宁大区已经覆盖了华南地区10多个城市,拥有约50家连锁店。

为了实现苏宁在大华南地区的新发展,地区总部将在资源整合、协同作战的基础上,从品牌、服务、连锁发展和供应链关系四个方面进行突破。借助整体优势,我们预计华南地区到2007年底将拥有80家门店,销售规模突破80亿元,实现规模和利润的高速增长。

3.2 提升与供应商的关系 - 深层次的战略合作陆续展开

上半年,苏宁和英特尔、海尔建立了跨领域产业链全方位合作平台,基本上形成了从技术研发、产品制造到市场销售整个产业链中各个环节的具体合作,目的在于实现三方资源的最有效整合、优势互补和市场竞争力最大化。利用苏宁的消费者信息优势,两家供应商可以更准确的把握市场,苏宁利用这个平台,可以获取海尔电脑和英特尔提供的最具价格优势的采购大单,在价值链重塑中三方均找到了自身的盈利点。

4月份,苏宁和摩托罗拉宣布建立战略合作伙伴关系。继W220和极受欢迎的周杰伦版ROKR E2在苏宁取得巨大成功之后,摩托罗拉最新标志性直板手机MOTOSLVR L72将在苏宁全国首发。另外摩托罗拉还将支持苏宁在其旗舰店中开设摩托罗拉店中店,为消费者提供与众不同的手机零售体验。

在供应链整合中，苏宁和供应商的关系已经从品牌合作走向了全品类合作，深层次的战略合作关系将有助于苏宁在供应商方面保持持续竞争优势，有效巩固公司的市场地位和品牌号召力。目前苏宁和三星已形成了在白色家电（如冰箱）、黑色家电（如影音电视）、手机和数码等领域的全品类战略合作关系，公司还和西门子、摩托罗拉和中移动等签署了长期的战略合作协议。

借助自身的信息平台，苏宁与相关厂商已实现信息互通。以 IT 产品为例，公司与主流 IT 厂商之间的合作已经实现了向 B2B(厂商直接供应)模式的转变，目前与苏宁实现直供的 IT 厂商包括 TCL、惠普、华硕、三星、联想、方正和七喜等。这标志着苏宁和供应商的关系已从简单的上下游模式演变成了具有一定排他性的战略合作伙伴关系，这意味着公司在有限的供应商资源中已比竞争对手占得先机。

3.3 低成本运营 - 信息化铺路长期发展

3 月份，苏宁协同办公系统成功上线，这将成为公司所有管理人员日常集中办公的管理平台，该系统与 SAP 系统、资金管理系统紧密集成，含 5 个通用模块和 40 多个业务模块。该系统涵盖了各体系业务流程审批，实现了业务流程的表单化、报表化、审批流程标准化和额度控制，有利于各大区、子公司通过平台和业务管理模块实现自我管理的功能。

上半年苏宁电器还与 IBM 公司联合宣布建立战略合作伙伴关系，未来五年内，双方将在企业管理、流程变革、应用系统开发与 IT 管理等领域开展密切合作，以协助苏宁全面提高企业管理和 IT 应用水平，加速业务成长和服务价值提升，从而实现核心竞争能力的提升与长期的可持续发展。

IBM 将为苏宁电器提供一整套涵盖人力资源、组织和绩效管理、财务管理、供应链及物流网络优化、客户服务等全方位的业务变革解决方案，以帮助苏宁应对管理体系和信息化系统带来的各种挑战，成功实现苏宁到 2010 年的第四个五年规划的战略目标。

目前双方在 ERP 系统优化、数据挖掘分析、企业 OA 平台建设、财务组织优化、人力资源培训、会员服务、仓储配送等项目上已全面展开合作。

3.4 提升客户服务 - “阳光 100、满意 365”

借助 3.15 消费者保护日，苏宁全面升级了家电服务理念，推出“阳光 100、满意 365”的服务新标准。

“阳光 100”是指苏宁四大终端店面、物流、售后和客服百条实用服务项目，如店面提供全程导购、三米微笑待客服务；物流提供异地送货、预约送货及个性化定时、加急送货等；售后提供冰箱、洗衣机以旧换新业务；客服方面可提供足不出户电话购物服务，还可提供多渠道客户受理的服务。“满意 365”是指苏宁服务 24 小时无休、365 天不间断。这些内容充分体现了苏宁注重消费者切身利益，将提升客户服务作为维系顾客忠诚度的有力武器。

3.5 提升企业社会价值 - 参加公益活动、回馈社会

4月11日胡润百富张榜公布“企业社会责任50强”，苏宁电器成为中国零售行业唯一入选的企业。“2007中国慈善排行榜”中，作为中国家电连锁行业的领军企业苏宁电器和中石化、可口可乐、李宁体育、欧莱雅等共同入选“2007十大慈善企业”。

2006年3月，苏宁正式在全国启动“1+1阳光行-苏宁社工志愿者行动”，这是国内首次由企业组织的大型社工服务制度。此后，苏宁多次举行阳光行志愿者主题行动，包括“消费与环境”、“儿童爱心大使”、“苏宁阳光情暖中国”等，累计捐款捐物达1000多万元，全部用于公益活动。

《2007胡润品牌榜》中，苏宁电器以125亿的品牌价值位列家电行业第一，同时也是零售行业品牌价值最高的企业。6月22日，由世界品牌实验室独家编制的2007年度《中国500最具价值品牌》排行榜，苏宁电器以品牌价值402.25亿元在整个家电行业名列前茅。这充分体现了社会各界对苏宁企业文化和品牌价值的高度认可。

我们认为，一个拥有强烈社会责任和公益爱心的企业，才能充分将苏宁的品牌内涵有效放大，也才能支撑企业在日益激烈的市场竞争中走的更规范、走的更稳健，这是我们对苏宁企业文化最信任的一点。

4 黄金周带动中期业绩高速增长

4.1 五一加强旗舰店的外延扩张

苏宁在连锁发展中一直追求速度、规模和效益的有效统一，今年继续发展第四代3C+旗舰店、加强自建店、探索“Digital suning”等全新模式的连锁发展战略。

五一期间，苏宁新开江都工农店、柳州中山店、北京复兴店、深圳莞城地王广场店、汕头海霸王店等近20家连锁店。重新开张惠州河南岸店、贵阳喷水池店、苏州人民路店、温州温岭店等10多家店，涉及广州、深圳、北京、上海、南京和杭州等几乎所有战略地区。开业门店中还包含了一家业内首创“数字苏宁”店。

五一期间苏宁还在店面类别上进行了调整，逐渐形成以旗舰店和中心店为主的连锁网络格局，同时将一部分中心店改造成旗舰店，全力打造3C+旗舰店。这些升级店包括上海牡丹江路店、杭州武林门店、南昌老福山店和汕头海霸王店等。这些门店的开设使得苏宁新型的3C+旗舰店达到近50家，公司也由最初的新街口3C+单一航母发展成为一个强大的全国“旗舰群”，利用旗舰店强大的区域辐射力和产品销售能力，有效巩固苏宁在全国各级市场的领先份额。

4.2 黄金周、旗舰店构成中期业绩的主要驱动要素

五一黄金周，苏宁全国各门店的客流达到了近 2000 万人次，根据媒体报道和我们的估计，销售规模整体增长在 100%左右，这充分显示出公司在开店节奏、门店效益提升和营销策略上的较大成功。**旗舰店转型的全面告捷、明星代言人品牌效应的初显、消费类电子产品的激增都成为苏宁五一黄金周的亮点。**

苏宁一直坚持店面数量和质量的“两条腿走路”，保持规模化和效益的同步发展。黄金周苏宁销售较好的门店有南京新街口店、上海长宁店、广州天河店、南京山西路店和北京联想桥店等。

公司旗舰店的销售能力不仅体现在单店销售额的绝对领先，还反映在销售业绩的持续提升速度上。比如年销售额在 15 亿元左右的南京新街口店在高基数的基础上，五一期间依然保持了较好的同比增长势头。

与快速消费品平稳销售特性不同，家电作为耐用消费品具有较强的节假日消费效应，据我们估计，家电零售商在四大黄金周（春节、元旦、五一和国庆）的销售额占其全年的近 40%，因此黄金周的门店扩张和销售数据大致反映了一个阶段零售商的业绩情况。根据媒体对苏宁、国美各地黄金周的报道和我们的判断，相信今年的五一又是家电零售商收成较好的一个季节。正如苏宁上周披露的中期业绩修正公告所显示，上半年公司盈利增长又一次超越了市场预期，实际净利润增速在 100-120%之间，这有力证明了公司在黄金周主战场又打了一次漂亮的营销战，苏宁用业绩增长再一次证明了其发展的可持续性。

5 思路决定出路、模式决定空间

5.1 苏宁才刚刚步入成长期

“思路决定出路”，苏宁在家电零售领域的战略方向不仅清晰远大，更远远领先于竞争对手，如公司能较早看到 3C 产品广阔的市场空间；最早提出旗舰店的建设；最先建立 SAP/ERP 信息系统；超前建立大区物流基地等等，都充分说明了公司能始终引领行业发展的内在原因不是别的，正是公司管理层较具前瞻性的战略思维。

而为了有效执行公司的发展战略，苏宁必须要建立起一个持续性的竞争优势。当然公司并没有只依靠一个低成本运营或优质服务这样单一的途径，而是运用了多种方式在其“市场阵地”周围筑起尽可能高的围墙。比如苏宁不断发展忠诚客户，目前公司的阳光会员已达 800 万人，并且一直保持与供应商的良好关系，建立出色的信息和物流配送系统，以及有效控制供应链成本等。

在这些竞争优势逐步培育、逐步垒高的同时，我们估计苏宁仍将保持较快的连锁发展速度，预计到 2010 年公司将达到 1000 家门店，年销售额突破 1000 亿元

的规模。从地区战略上看，苏宁将继续加强“长三角”、“珠三角”等区域的连锁力量，以形成强大的市场占有率。

借鉴国外消费升级过程中家电零售商的成长经历和股价表现，我们可以发现美国最大的消费类电子零售商 Best Buy，股价在短短的 10 年中上涨了近 100 倍，平均每年的复合增长率超过 50%。位于明尼苏达州的 Best Buy 是北美地区经营消费类电子产品的第一大零售商。公司通过分布在美国、加拿大、波多黎各及美属维尔京群岛的 1900 多家零售店销售家电，产品领域包括消费类电子产品(音响、视频、个人手提电脑、通讯产品、照相器材及附件)，家庭办公用品（电脑、数码成相、软件及其它外设），娱乐软件（音乐、电影及软件)和电器产品(大家电产品、家具、小型家用产品)。

图 2：美国最大消费类电子零售商 BESTBUY10 年股价涨了 100 倍



资料来源：BLOOMBERG

苏宁从连锁之初到现在不过短短 5 年的光阴。但就在这 5 年中，苏宁完成了从单店走向全国连锁的战略突破，成功进行了中国家电连锁的首次 IPO，初步构建了全国性的网络布局，快速推进了企业信息系统和物流基地的改造，成为中国零售业中值得尊敬的领导企业。上市以来，尽管公司股价已经实现了 3 年 30 多倍的较大涨幅，但我们认为，苏宁未来的成长空间依然很大，套用苏宁总裁孙为民的话“苏宁才刚刚步入青壮年时期”。结合我国家电庞大的市场容量、消费升级的加快和苏宁自身的战略规划，我们判断苏宁的成长期将至少保持 10 年。

“模式决定空间”，苏宁所拥有的这张管理标准化、门店连锁化的全国网络，是其未来业绩增长的充分保证，有了这样一个渐趋强势的渠道资源，销售产品和扩张地域已不再是苏宁未来发展的障碍。毫不夸张地说未来苏宁有可能进入任何家电相关产品的销售领域，比如家居、灯饰和建材等；从市场空间看，即使到了国内市场饱和的时候，苏宁还可以进入东南亚如印度、越南和新加坡，甚至打入美国等海外市场，因此投资者需要从一个更长更宽的视角来理解苏宁这种商业模式所蕴含的巨大发展空间。

5.2 上调评级至买入，6 个月目标价 66 元

我们坚信，对这样一个具有持续竞争优势的零售企业，随着公司各个阶段战略步骤的梯次推进，外延式扩张和集约化增长将构筑起公司未来盈利的最大驱动要素。苏宁的高成长阶段远未结束，今后几年将是苏宁夯实管理基础，有效提高企业运营效率的最佳发展时期，体现在财务指标上则是管理费用率和营业费用率的稳步下降、净利润率的实质性抬高，我们坚定看好苏宁未来的发展机会和股价表现。

表 3：公司新开门店预测

门店数据	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
门店数量	84	224	351	511	661	811	951	1091
老门店	41	84	224	351	511	661	811	951
新增门店	43	140	127	160	150	150	140	140
新增占比	51.19%	62.50%	36.18%	31.31%	22.69%	18.50%	14.72%	12.83%

资料来源：公司年报及申万研究所

我们估计 07-09 年，公司每年新开店数量将为 160 家、150 家和 150 家，实现收入 399 亿、566 亿和 736 亿元，同比增长 60%、42%和 30%；净利润 14 亿、21 亿和 29.4 亿元，增长 94%、50%和 40%；每股收益 0.97、1.46 和 2.04 元。

鉴于苏宁逐步累积的持续竞争优势，及未来对财务业绩的有效保障，最近大盘持续走弱影响了公司股票的短期表现，我们将一直以来偏保守的短期投资评级上调至买入，维持长期买入，6 个月目标价 66 元，对应 08 年保守盈利预测（未含行业整合预期）45 倍 PE，反映仅 1.5 倍左右的 PEG，属于估值的安全下限，我们给予的投资风险评级为低。

表 4：品牌零售商中苏宁估值明显偏低

业绩增速和估值		2006%	2007%	2008%	2009%	06P/E	07P/E	08P/E	09P/E	PEG
002024	苏宁电器	104%	94%	50%	40%	92	48	32	23	1.31
000829	天音控股	107%	99%	36%	32%	110	56	41	31	1.72
600631	百联股份	35%	23%	47%	30%	69	56	38	30	2.02
600859	王府井	613%	19%	48%	30%	90	75	51	39	2.72
HK3368	百盛商业	88%	40%	26%	25%	65	47	37	30	1.99
HK1833	银泰百货	138%	37%	25%	20%	59	43	35	29	1.92

资料来源：申万研究所

需要指出的是，我们在以下的盈利预测中已经考虑了未来三年股权激励费用摊销可能给上市公司带来的业绩稀释，估计每年不支出现金流的额外计提费用在 1 亿元左右。同时我们考虑了 08 年开始公司实际所得税的下降，从 33%下调到 25%。

表 5：公司未来三年盈利预测

百万元	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	15936	24927	39884	56636	73626
主营业务成本	14393	22330	35736	50746	65969
主营业务税金及附加	23	45	80	125	162
主营业务利润	1520	2553	4068	5766	7495
其它业务利润	912	1268	2194	3115	4123
营业费用	1536	2252	3510	5012	6406
管理费用	314	395	622	934	1104
息税折旧摊销前利润	655	1326	2344	3272	4553
息税前利润	581	1173	2130	2934	4108
财务费用	26	51	25	33	69
营业利润	555	1123	2105	2901	4039
投资收益	-1	-1	-1	0	0
补贴及营业外收支	-4	0	-6	-7	-7
利润总额	550	1122	2098	2894	4032
所得税	177	366	684	724	1000
少数股东损益	22	36	20	65	91
净利润	351	720	1394	2106	2941

资料来源：公司年报及申万研究所

表 6：公司未来三年现金流量表

百万元	2005	2006	2007E	2008E	2009E
净利润	351	720	1394	2106	2941
加： 折旧摊销	74	153	214	338	444
财务费用	(6)	(12)	25	33	69
投资损失	1	1	1	0	0
营运资本变动	(308)	(754)	(1079)	(786)	(1203)
其它	34	38	39	126	215
经营活动现金流	149	151	594	1816	2467
资本开支	322	428	600	850	750
其它投资现金流	(14)	(5)	1742	(20)	(20)
投资活动现金流	(336)	(433)	1142	(870)	(770)
权益性融资	13	1226	0	0	0
负债净变化	52	196	(276)	500	500
支付股利、利息	(11)	(13)	(25)	(33)	(69)
其它融资现金流	8	14	75	3	2
融资活动现金流	62	1423	(226)	470	433
净现金流	(125)	1141	1511	1417	2130
企业自由现金流	491	634	1181	2612	3100
权益自由现金流	549	841	880	3080	3531

资料来源：公司年报及申万研究所

表 7：公司未来三年资产负债表

百万元	2005	2006	2007E	2008E	2009E
流动资产	3859	8179	8970	12288	16197
现金及等价物	703	3340	3014	4431	6561
应收款项	1046	1196	1359	1737	2147
存货净额	2017	3495	4447	5940	7290
其他流动资产	93	149	150	180	200
长期投资	5	4	24	44	64
固定资产	288	519	826	1132	1387
无形资产及其他资产	175	149	228	434	485
资产总计	4327	8852	10048	13898	18133
流动负债	3087	5636	5417	6593	7294
短期借款	80	276	0	0	0
应付款项	2834	5150	5217	6343	6944
其它流动负债	172	210	200	250	350
长期负债	3	4	5	508	1010
负债合计	3089	5640	5422	7101	8304
少数股东权益	69	128	148	213	304
股东权益	1169	3084	4478	6584	9525
股本	335	721	1441	1441	1441
资本公积	127	936	216	216	216
盈余公积	184	288	623	1128	1834
未分配利润	523	1139	2199	3799	6034
负债和股东权益合计	4327	8852	10048	13898	18133

资料来源：公司年报及申万研究所

表 8：公司未来三年重要指标

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.00	0.97	1.46	2.04
每股经营现金流	0.44	0.21	0.41	1.26	1.71
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.49	4.28	3.11	4.57	6.61
关键运营指标(%)					
ROIC	84.2	212.4	164.7	99.0	87.3
ROE	30.0	23.4	31.1	32.0	30.9
毛利率	9.5	10.2	10.2	10.2	10.2
EBITDA Margin	4.1	5.3	5.9	5.8	6.2
EBIT Margin	3.6	4.7	5.3	5.2	5.6
收入同比增长	75.0	56.4	60.0	42.0	30.0

净利润同比增长	93.5	105.4	93.5	51.1	39.7
资产负债率	71.4	63.7	54.0	51.1	45.8
净资产周转率	13.63	8.08	8.91	8.60	7.73
总资产周转率	3.68	2.82	3.97	4.08	4.06
有效税率	32.2	32.6	32.6	25.0	24.8
股息率	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	46.0	48.1	50.3	33.3	23.8
P/B	13.8	11.2	15.6	10.6	7.4
EV/Sale	4.3	2.7	1.7	1.2	0.9

资料来源：公司年报及申万研究所

信息披露

分析师承诺

金泽斐：商贸旅游。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (underweight) : 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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。