

苏宁电器(002024)/29.18 元

公司业绩高速增长趋势未变

胡鸿轲

86-021-68407302

huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·零售

估值区间：40—51 元/股

强烈推荐 A(维持)

8月30日苏宁披露05年中报，报告期内公司共计新增65家连锁店，店面总数达到149家，经营面积达到66.95万平方米，覆盖了67个城市，期间，公司实现主营业务收入70.97亿元、净利润1.23亿元，同比分别增长64.56%、115.69%，中报显示公司业绩高速增长的趋势未发生变化。

中报同时披露公司中期拟10转增8股。

投资要点

- **空调毛利率下降是受厂商结算方式影响：**05年年初，受原材料上涨影响，各空调厂家调高了市场基准价，但在后续销售中，各厂商又纷纷下调实际销售价格，导致苏宁空调毛利率同比下降了2.22个百分点，之后各厂商又通过“价格补贴”等形式返还给苏宁，财务上记入其他业务利润，这样就保证了苏宁电器的综合毛利率不受影响。
- **开店策略不同是苏宁利润率不及国美的主要原因：**上一阶段，苏宁进行了较多的横向扩张，公司在67个城市拥有149家门店，平均每一城市2.224个门店，国美电器则在42个城市拥有169家门店（大店），平均每一城市4.024个门店，苏宁同城门店数量少，导致苏宁电器前期费用较高，同时固定成本的分摊也较少，进而使费用率偏高，这是苏宁的“利润总额/收入”为2.99%，比国美低了约2个百分点的重要原因。
- **盈利机理表明外地门店是公司业绩增长的重要支撑：**公司收入大幅增长基本源自外地店面的快速扩张，母公司分享了规模扩张带来的毛利提高，却没有按比例分摊扩张费用，并且外地店面应该分享的“大盘返利”也都记入母公司，实际上，公司业绩的增长主要源自外地店面快速扩张带来的规模效益。
- **公司业绩仍处于加速上升阶段：**05年中期，公司“利润总额/收入”为2.99%，比04年中期提高了0.82个百分点，这表明公司具有优良的扩张效率，业绩仍处于加速上升阶段。
- **估值及投资策略：**公司正处于业绩快速增长阶段，预计未来三年净利润复合增长率接近50%，海外市场对于此类零售公司一般给予25倍以上的市盈率，按照22—28倍的市盈率简单估算，公司的价值在40—51元/股之间，目前被明显低估，维持强烈推荐—A投资评级，建议市价买入。

上证指数：1047.28

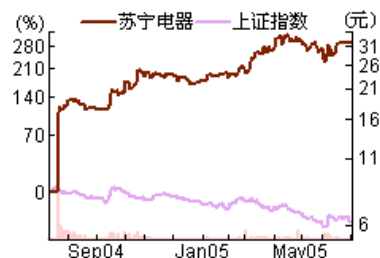
股本数据

A股总股本(万)	18,632
流通A股(万)	6,250
流通市值(亿)	18.24

股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	23.64	13.90
6个月(%)	41.27	46.15
1年(%)	106.25	118.75
52周波动(元)	34.36—82.95	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

公司正处于业绩快速成长期	
空调淡季、返利滞后导致一季度业绩偏低	7/05/2005
不错的长期投资品种	4/29/2005
	8/25/2004

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	910,725	1,465,899	2,123,401	2,736,393
同比增长率(%)	50.94%	60.96%	44.85%	28.87%
营业利润(万元)	29,227	55,031	73,406	96,109
同比增长率(%)	67.75%	88.29%	33.39%	30.93%
净利润(万元)	18,120	33,988	45,411	59,546
主营利润率(%)	9.57%	10.50%	10.55%	10.60%
净利润率(%)	1.99%	2.32%	2.14%	2.18%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	1.95	1.82	2.44	3.20
每股净资产(元)	8.92	6.19	8.51	11.54
净资产收益率(%)	21.81%	29.46%	28.65%	27.68%
每股股息(元)	0.10	0.09	0.12	0.16
股息收益率(%)	0.34%	0.31%	0.42%	0.55%
P/E(倍)	15.00	16.00	11.97	9.13
P/B(倍)	3.27	4.71	3.43	2.53

正文目录

一、公司经营状况简要回顾	3
二、苏宁电器与国美电器主要财务指标对比	3
三、苏宁电器外地门店不盈利？扩张效率差？	6
四、估值及投资策略	9

图 表 目 录

表 1 公司主要财务指标	3
表 2 苏宁电器、国美电器主要财务指标对比	4
附表 1 公司资产负债表	10
附表 2 损益表	11
附表 3 现金流量表	11
附表 4 基本财务比率	11
图 1 公司销售流程	6
图 2 公司返利示意图	6
图 3 销售规模对公司影响	7
图 4 合并报表、母公司收入增长对比	7
图 5 外地、南京地区店面收入增长情况	7
图 6 苏宁电器毛利率增长情况	8
图 7 苏宁电器大盘返利情况	8
图 8 合并、母公司综合费用率对比	8

一、公司经营状况简要回顾

05 年中期，公司新增 65 家新店，店面总数达到 149 家，新进入 21 个城市，覆盖城市数由年初的 46 个增至 67 个，新增经营面积 29.42 万平米，达到 66.95 万平方米，从公司中期店面增长情况看，全年店面增长将超过 100 家。

05 年中期，公司实现销售收入 70.97 亿元、净利润 1.23 亿元，同比分别增长 64.56%、115.69%，表现出强劲的增长势头。

公司的主营利润率、其他业务利润率继续保持良好的增长趋势，与我们的预期基本相符。

05 年年初，受原材料上涨影响，各空调厂家调高了市场基准价，但在后续销售中，各厂商又纷纷下调实际销售价格，导致苏宁空调毛利率同比下降了 2.22 个百分点，之后各厂商又通过“价格补贴”等形式返还给苏宁，财务上记入其他业务利润，这样就保证了苏宁电器的综合毛利率不受影响。（表 1）。

表 1 公司主要财务指标

	04 年中期				05 年中期			
	收入	成本	毛利	毛利率	收入	成本	毛利	毛利率
空调器	130,448	118,488	11,959	9.17%	174,074	161,970	12,105	6.95%
黑色电器	91,591	87,245	4,346	4.74%	165,232	154,031	11,201	6.78%
白色电器	56,484	52,969	3,515	6.22%	100,467	89,996	10,470	10.42%
通讯、数码、IT	105,293	100,815	4,478	4.25%	178,581	169,168	9,413	5.27%
安装维修	7,237	1,596	5,641	77.95%	10,225	2,221	8,004	78.28%
其他	40,190	34,686	5,503	13.69%	81,072	69,259	11,813	14.57%
合计	431,242	395,800	35,442	8.22%	709,652	646,645	63,007	8.88%
其他利润率				2.72%				5.15%
综合毛利率				10.94%				14.03%

资料来源：2005 中报。

二、苏宁电器与国美电器主要财务指标对比

从苏宁与国美的中报情况看，苏宁的主营利润率，他业务利润率，以及综合毛利率明显高于国美电器，同时费用率也高于国美电器，但总体的利润率仍然低于国美电器（表 2）。

表 2 苏宁电器、国美电器主要财务指标对比

	年份	主营利润率	其他利润率	综合毛利率	费用率	利润总额/收入
苏宁	05 年中期	8.74%	5.15%	13.89%	10.62%	2.99%
	04 年中期	8.09%	2.72%	10.81%	8.31%	2.17%
	05 中期比 04 中期增加	0.65%	2.43%	3.08%	2.31%	0.82%
国美	05 年中期	8.63%	4.03%	12.66%	7.90%	5.01%
	04 年中期	8.69%	3.84%	12.53%	6.67%	6.35%
	05 中期比 04 中期增加	-0.05%	-0.16%	-0.21%	1.23%	-1.34%

资料来源：公司中报，国美 04 年中期其他利润率进行了非经常性调整

苏宁毛利率呈增长趋势、国美略有下滑

04 年中期至 04 年底，苏宁新开 46 家门店，04 年底至 05 年中期又新开了 65 家门店，同期国美分别新开了 20 与 53 家门店（大门店），苏宁的开店速度远远超过了国美的开店速度，并且家电门店的成熟期一般为半年到一年，这使得苏宁 05 年中期的销售增长同比为 64.56%，而国美只有 32.02%。

收入的大幅增长增强了苏宁与供应商的“叫板能力”，这种正向作用抵消了市场竞争激烈所带来的毛利下降的副作用。

此外，国美电器更注重价格这一竞争手段，这也影响到了国美电器的毛利率提高。

苏宁主营利润率略高于国美

苏宁的销售规模不及国美，但是 05 年中期主营利润率却超过了国美电器，我们认为主要是由以下原因所致：

- 苏宁电器的空调售后安装，一般均使用自己的服务队，国美则主要采取外包的形式，苏宁模式导致毛利率提高、费用率提高，国美模式则直接将外包获得的收益记入其他业务利润，这就不会影响主营利润率，以及费用率。
- 05 年中期，剔除安装维修，苏宁电器的毛利率（不考虑主营税金及附加）为 7.86%，降低了 1.02 个百分点。
- 空调、冰洗、小家电是毛利较高的商品，05 年中期苏宁电器上述商品的占比为 50.11%，国美电器为 44.20%，这也是苏宁主营利润率偏高的原因之一。
- 国美的企业文化是强调价格制胜，苏宁的企业文化是强调服务制胜，这也是国美主营利润率偏低的原因之一。

苏宁其他利润率高于国美

苏宁其他业务利润率远远超过了国美电器，我们认为主要是由以下原因所致：

- 正如我们在第一部分所分析的，苏宁空调销售的利润，一部分记入了其它业务利润。
- 会计计帐上，苏宁有一部分促销费用先替供应商进行了支付，记入了自己的营业费用，之后供应商的还款记入其他业务利润，这增加了其他业务利润率。

苏宁费用率远高于国美

苏宁的费用率远远超过了国美电器，我们认为主要是由以下原因所致：

- 苏宁采取自己的空调安装服务队，会产生较高费用，05 年中期，苏宁比国美的空调销售多 4 个亿左右，苏宁安装维修共实现 5641 万元的毛利，国美披露的空调安装纯收益为 1960 万元，假设苏宁安装维修会产生 2500 万元的净利润贡献，那么苏宁的费用率会因此提高 0.44 个百分点。
- 会计计帐上，苏宁有一部分促销费用先替供应商进行了支付，记入了自己的营业费用，之后供应商的还款记入其他业务利润，这增加了公司的费用率。
- 苏宁电器进行了较多的横向扩张，公司在 67 个城市拥有 149 家门店，平均每一城市拥有 2.224 个门店，国美电器则在 42 个城市拥有 169 家门店（大店），平均每一城市拥有 4.024 个门店，苏宁同城门店数量少，导致苏宁电器前期费用较高，同时固定成本的分摊也较少，进而使费用率偏高。

苏宁利润率远低于国美

05 年中期，苏宁的利润总额/收入为 2.99%，国美为 5.01%，苏宁利润率远低于国美，正如上部分所分析的，在上一发展阶段，国美更注重同城开店，苏宁更多进行了异地开店，导致苏宁费用率相对过高。

未来随着苏宁同城开店的相对增加，国美异地开店的相对增加，苏宁的盈利水平有望向国美靠拢。

三、苏宁电器外地门店不盈利？扩张效率差？

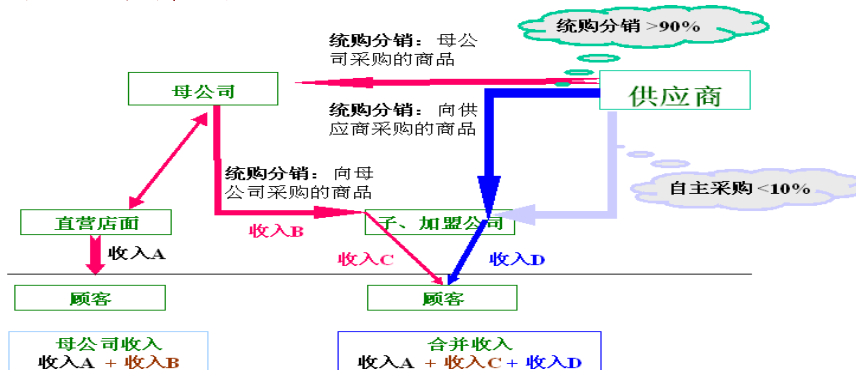
为了弄清苏宁电器南京地区以外店面是否盈利，是否公司的扩张效率很差，我们需要从公司的盈利机理出发进行分析。

公司盈利机理——销售流程

公司的销售分为两大部分，90%以上的商品采取“统购分销”的方式进行采购，约有不倒10%的商品由子公司根据当地的情况“自主采购”。

“统购分销”中又有一部分由母公司代子公司进行采购，然后再销售给子、加盟公司，并记入母公司的收入（图1）。

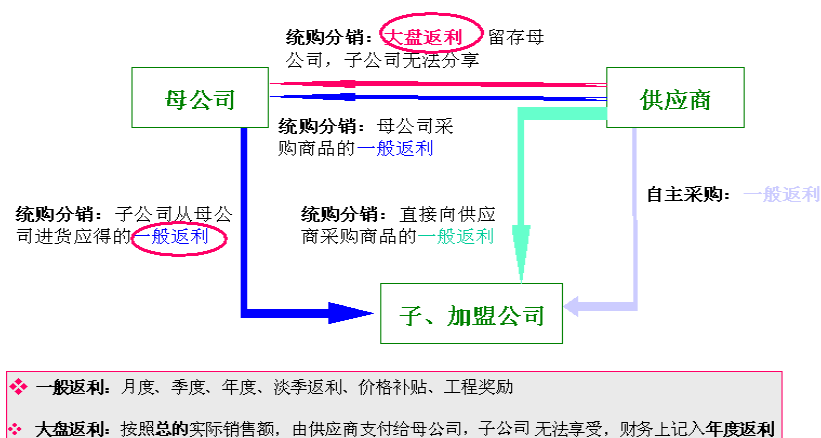
图1 公司销售流程



公司盈利机理——“返利”

公司的“统购分销”的方式形成的大盘返利全部记入母公司，这使得母公司的盈利水平比较高，外地门店相对较低（图2）。

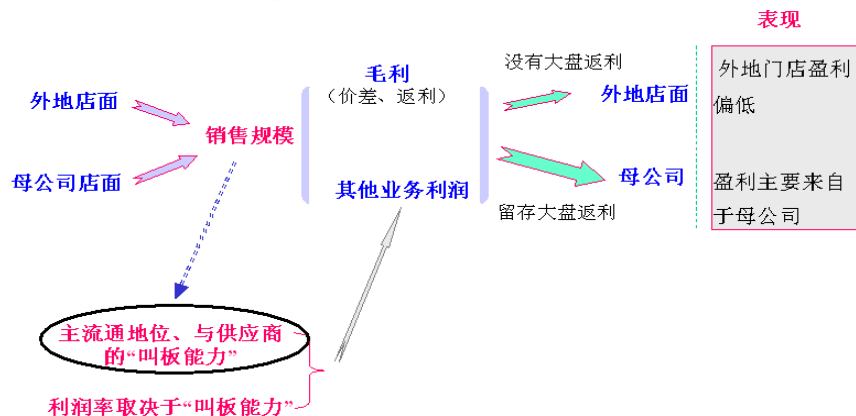
图2 公司返利示意图



公司盈利机理——总的销售规模决定公司的盈利水平

连锁家电零售商的盈利主要取决于总的销售规模的大小（图3）

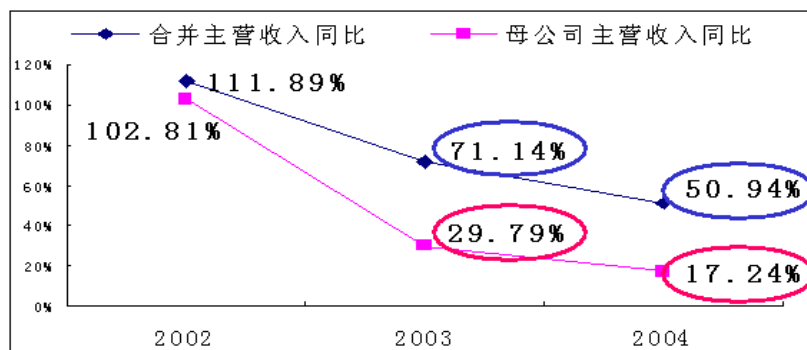
图3 销售规模对公司影响



外地门店主导公司销售增长

公司销售规模的增长主要由外地门店所致（图4、5）

图4 合并报表、母公司收入增长对比



资料来源：招股资料、年报

图5 外地、南京地区店面收入增长情况

	2001	2002	2003	2004
合并销售收入	166,386	352,556	603,372	910,725
同比		111.89%	71.14%	50.94%
母公司销售收入	128,037	259,667	337,029	395,130
合并抵消（向外地子公司销售）	46,285	104,620	130,934	150,000
向加盟连锁企业销售			34,751	55,000
向加盟连锁销售毛利率			1.02%	
母公司南京区真实销售	81,753	155,047	171,344	190,130
同比		89.65%	10.51%	10.96%

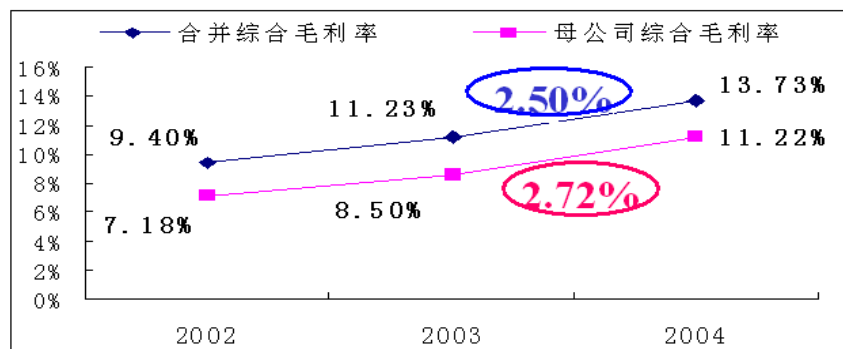
资料来源：招股资料、年报，04年合并抵消、加盟销售为估计数。

母公司直营店面就是南京地区店面

母公司毛利率快速增长主要由外地门店推动

母公司分享了外地门店销售规模增长，毛利率不断提高（图6）

图6 苏宁电器毛利率增长情况



资料来源：招股资料、年报

“统购分销”母公司获取大盘返利（图7）

图7 苏宁电器大盘返利情况

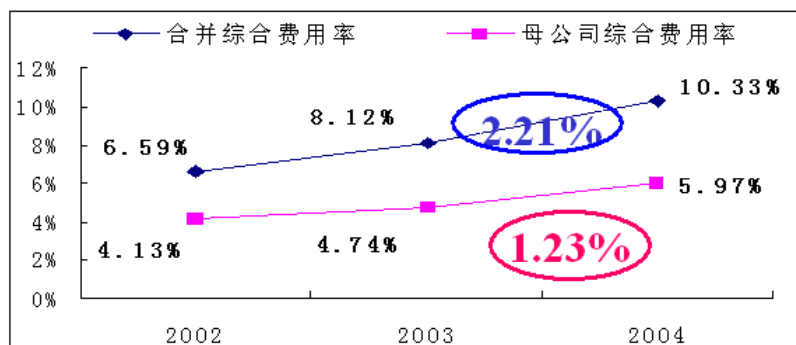
	2001	2002	2003	2004
返利总计	8,782	13,709	28,943	
年度返利	3,046	3,514	6,355	9,592
大盘返利	2,437	2,811	5,084	7,673
大盘返利占年度返利比例	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
公司净利润	2,525	5,856	9,890	18,120

资料来源：招股资料、年报、调研，04年返利是按收入增长估算

外地门店更多承担扩张费用

由于费用主要由店面产生，外地店面的快速扩张势必产生较多的费用，而母公司并未按比例产生费用，导致扩张的费用主要由外地门店承担（图8）。

图8 合并、母公司综合费用率对比



资料来源：招股资料、年报

综合上述分析，我们认为公司外地门店是公司盈利增长的重要支撑：

- 没有子公司的快速扩张，母公司的综合毛利率不会那么高
- 没有向子公司销售，母公司费用率不会那么低
- 没有大盘返利，母公司利润率不会那么高

05 年中期，公司利润总额/收入为 2.99%，比 04 年中期提高了 0.82 个百分点，这表明公司具有优良的扩张效率。

四、估值及投资策略

公司正处于业绩快速增长阶段，预计未来三年净利润复合增长率接近 50%，海外市场对于此类零售公司一般给予 25 倍以上的市盈率，按照 22—28 倍的市盈率简单估算，公司的价值在 40—51 元/股之间。

我们看好公司的短期及长期的盈利前景，目前股价被明显低估，维持强烈推荐——A 投资评级，建议市价买入。

附表 1 公司资产负债表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
货币资金	53,060	78,938	100,228	129,461
应收帐款	6,388	10,261	14,864	19,155
其他应收款	4,347	6,597	9,024	11,356
预付帐款	37,713	52,197	74,655	94,961
存货	76,871	124,360	179,085	229,441
待摊费用	3,446	5,864	8,494	10,946
流动资产合计	181,825	263,252	364,859	467,798
长期投资合计	918	918	918	918
固定资产净值	10,687	23,162	33,671	42,280
固定资产净额	10,687	23,162	33,671	42,280
在建工程	3,809	3,809	3,809	3,809
固定资产合计	14,496	26,972	37,481	46,089
长期待摊费用	7,934	16,347	24,260	31,674
无形资产及其他资产合计	7,934	16,347	24,260	31,674
资产总计	205,174	307,489	427,518	546,480
短期借款	2,000	3,000	3,500	4,000
应付票据	24,400	39,271	52,115	61,022
应付帐款	66,822	107,996	154,449	190,387
预收帐款	9,187	15,054	21,793	28,070
应付工资	1,026	1,539	2,166	2,709
应付福利	806	1,283	1,805	2,258
应交税金	2,936	3,500	3,675	3,859
其他应交款	216	300	41	41
其他应付款	10,359	13,090	18,951	24,409
预提费用	862	1,705	2,591	3,393
流动负债合计	118,616	186,739	261,085	320,147
负债合计	118,616	186,739	261,085	320,147
少数股东权益	3,466	5,369	7,912	11,243
股本	9,316	18,632	18,632	18,632
资本公积金	37,215	27,899	27,899	27,899
留存收益	36,561	68,850	111,990	168,559
股东权益合计	83,092	115,381	158,521	215,090
负债和股东权益总计	205,174	307,489	427,518	546,480

附表 2 损益表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
主营业务收入	910,725	1,465,899	2,123,401	2,736,393
减: 主营业务成本	821,870	1,309,048	1,895,083	2,440,863
主营业务税金及附加	1,726	2,932	4,300	5,481
主营业务利润	87,129	153,919	224,019	290,049
加: 其他业务利润	36,173	73,295	110,417	147,765
营业费用	76,487	144,831	222,957	294,162
管理费用	16,255	25,653	36,098	45,150
财务费用	1,334	1,699	1,975	2,393
营业利润	29,227	55,031	73,406	96,109
加: 投资收益	(118)	(150)	(150)	(150)
补贴收入	102	150	150	150
营业外收入	364	400	450	500
减: 营业外支出	876	1,050	1,200	1,340
利润总额	28,700	54,381	72,656	95,269
减: 所得税	9,652	18,490	24,703	32,392
减: 少数股东损益	927	1,903	2,542	3,331
净利润	18,120	33,988	45,411	59,546

附表 3 现金流量表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
经营活动产生的现金流量净额	15,071	43,277	39,035	47,103
投资活动产生的现金流量净额	0	(15,000)	(14,000)	(13,000)
筹资活动产生的现金流量净额	37,203	(2,399)	(3,745)	(4,870)
现金期末余额	62,589	78,938	100,228	129,461
现金期初余额	10,315	53,060	78,938	100,228
现金净增加额	52,274	25,878	21,290	29,233

附表 4 基本财务比率

会计年度:	2004	2005	2006	2007
盈利能力				
销售毛利率	9.76%	10.70%	10.75%	10.80%
销售净利率	1.99%	2.32%	2.14%	2.18%
净资产收益率	21.81%	29.46%	28.65%	27.68%
负债能力				
流动比率	1.53	1.41	1.40	1.46
速动比率	0.88	0.81	0.78	0.82
资产负债比率	0.58	0.61	0.61	0.59
现金流量				
每股经营现金流	1.30	2.32	2.10	2.53
净利润现金含量	0.67	1.27	0.86	0.79
营运能力				
应收账款周转率	189.40	194.02	198.85	189.27
存货周转率	15.05	13.87	13.88	13.28
发展能力				
主营业务收入增长率	50.94%	60.96%	44.85%	28.87%
净利润增长率	73.25%	87.57%	33.61%	31.13%
净资产增长率	225.50%	38.86%	37.39%	35.69%
总资产增长率	171.68%	49.87%	39.04%	27.83%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。