

苏宁电器(002024)/32.24 元

公司正处于业绩快速成长期

胡鸿轩

86-21-68407302

huhk@ccs.com.cn
非周期性服务·零售
估值区间：约 45 元/股（不含权）
强烈推荐 A(调高)

7月4日苏宁电器公布的股权分置方案为非流通股向流通股每10股送2.5股，如果实施，现有流通股东的含权价值将上升至约56元/股，我们认为公司具有很高的投资价值，投资评级由谨慎推荐—A，调高至强烈推荐—A。

投资要点

- **中国家电零售市场正向寡头垄断市场演进：**未来几年，各种区域性中、小型家电连锁零售商的市场份额会逐步遭到苏宁、国美等强势企业的“侵蚀”，最终形成寡头垄断市场，苏宁电器（002024）则会成为寡头之一。
- **苏宁电器将充分受益于行业的集中：**04年，苏宁收入市场份额占比为3.03%，作为全国第二大连锁家电零售商，我们认为至2010年，公司市场份额至少会提高到8%，销售收入将达到425亿元，买方市场条件下，零售环节处于价值链强势地位，其盈利水平应该不低于价值链的平均水平，即使按价值链中较低的4%的利润率水平进行估算，到2010年苏宁的利润总额将达到17亿元，2004—2010年的复合增长率高达35%。
- **公司新店扩张绩效仍处于提高阶段：**公司最近几年每期“新增利润率”指标表明，公司业绩仍处于加速上升阶段。
- **竞争激烈对公司盈利增长影响有限：**以上海为例，05年1—5月份，公司03年底成立的四家新店（四川北路、嘉定、吴中、黄兴路）收入同比增长约为12.5%，而费用呈下降趋势，表现出强劲的竞争盈利增长能力。
- **风险分析：**通过与国美电器、三联商社对比，我们认为公司财务造假的风险很小，资金链断裂的风险也很小。
- **估值及投资策略：**按照对苏宁电器未来几年的成长性预期，我们认为给予公司25倍的动态PE不为过，按照05年1.825元/股盈利预测，公司内在价值约为45元/股，由于流通股每10股可以获得2.5股股权分置改革对价，流通股的含权内在价值约为56元/股左右，建议积极买入公司股票，以现有股价为基准，我们将投资评级由谨慎推荐—A，调高为**强烈推荐—A**。

上证指数：1047.28

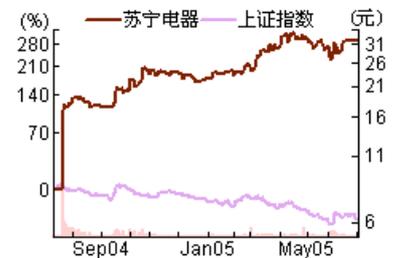
股本数据

A股总股本(万)	18,632
流通A股(万)	5,000
流通市值(亿)	16.12

股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	0.65	13.60
6个月(%)	43.24	58.97
1年(%)	97.55	125.23
52周波动(元)	29.70—70.25	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

空调淡季、返利滞后导致一季度业绩偏低
4/29/2005
不错的长期投资品种
8/25/2004
行业高成长是公司发展的最根本动力
7/20/2004

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	55,045	73,364	96,047
同比增长率(%)	67.75%	88.33%	33.28%	30.92%
净利润(万元)	18,120	33,990	45,394	59,489
主营利润率(%)	9.57%	10.50%	10.55%	10.60%
净利润率(%)	1.99%	2.32%	2.14%	2.17%

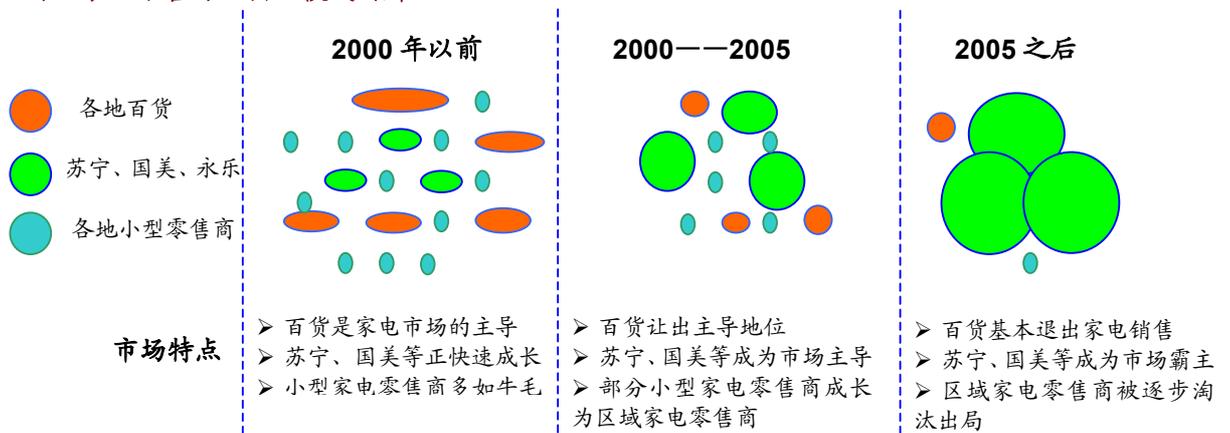
会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.973	1.824	2.436	3.193
每股净资产(元)	4.460	6.234	8.570	11.663
净资产收益率(%)	21.81%	29.26%	28.43%	27.38%
每股股息(元)	0.05	0.1	0.1	0.1
股息收益率(%)	0.16%	0.31%	0.31%	0.31%
P/E(倍)	33.15	17.67	13.23	10.10
P/B(倍)	7.23	5.17	3.76	2.76

一、中国家电零售业正向寡头垄断阶段演进

家电零售行业属于典型的“规模经济”行业，如果店面数量、销售规模达不到行业领先水平就很难实现盈利，其结果就是被挤压出市场，近几年百货行业已经逐步将家电类商品让位于各种家电连锁零售商。

未来几年，随着国美、苏宁、永乐等强势企业的加速扩张，我们判断，各种区域性中、小型家电连锁零售商的市场份额会逐步遭到“侵蚀”，家电零售行业最终形成寡头垄断市场（图1）。

图1 家电零售行业演进模式图解



2004年，永乐、国美、苏宁已经占据了上海市80%的市场份额，我们认为这种情况将会逐步在全国展开。

二、苏宁电器将充分受益于行业的集中

回顾苏宁电器、国美、永乐的成功之路，我们认为这些公司之所以取得今日的辉煌，最关键的因素在于他们的经营模式超越了传统家电零售通路，所售商品在价格上明显低于百货、以及中小型家电零售商。

展望未来，我们还不能发现一种全新的经营模式能在商品价格等关键竞争要素上超越苏宁、国美、永乐等家电零售巨头现有的经营模式，我们认为这些公司将会“强者愈强”继续保持高速增长趋势。

2004年，全国家电类商品总销售收入约为3000亿元，苏宁电器全国市场份额为3.03%，按照公司目前的开店速度，作为全国第二大连锁家电零售商，我们认为至2010年，公司的市场份额提高到8%不为过，如果假设我国家电市场每年以10%的速度增长，那么到2010年

苏宁电器的销售收入将达到 425 亿元。

买方市场条件下，零售环节直接面向消费者，处于价值链强势地位，其盈利水平应该不低于价值链的平均水平（图 2）。

图 2 家电产业链销售利润率（利润总额/收入）

原料工业		重工业加工业		零售业			
2001	2002	2001	2002	2001	2002	2003	2004
3.47%	4.10%	4.82%	4.99%	苏宁电器:	2.70%	2.49%	3.15%
				国美:		3.73%	6.44%
				BestBuy:	4.02%	5.13%	5.31%
						4.82%	

资料来源：中经专网

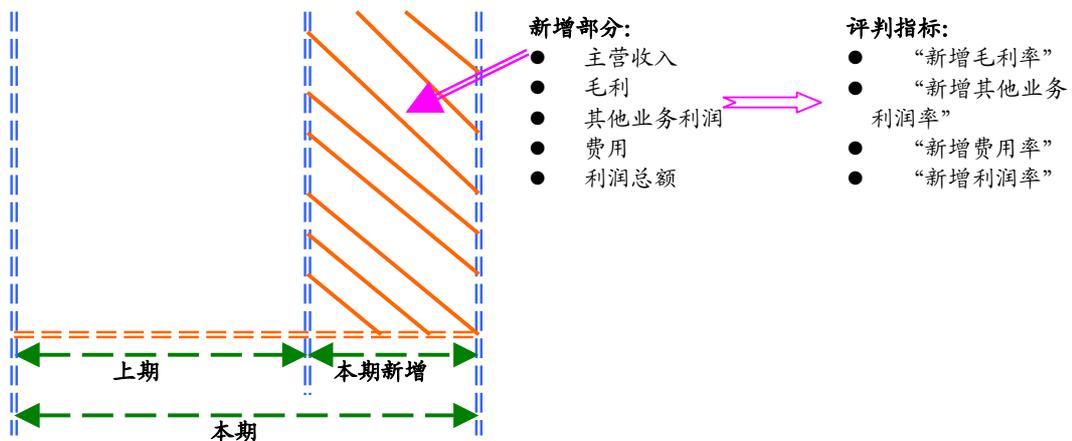
保守一点，即使我们按价值链中较低的 4% 的利润率水平进行估算，到 2010 年苏宁电器的利润总额将达到 17 亿元，2004——2010 年的复合增长率高达 35%。

三、公司新店扩张绩效仍处于提高阶段

我们认为，对于连锁型零售企业，判断公司新开店面的绩效水平，不应该仅仅只看店面本身的盈利水平，更应该看该店开张所带来的规模效益，为了便于分析新开店面究竟是使公司的综合绩效水平提高还是降低，我们创造了“新增利润率”这一指标。

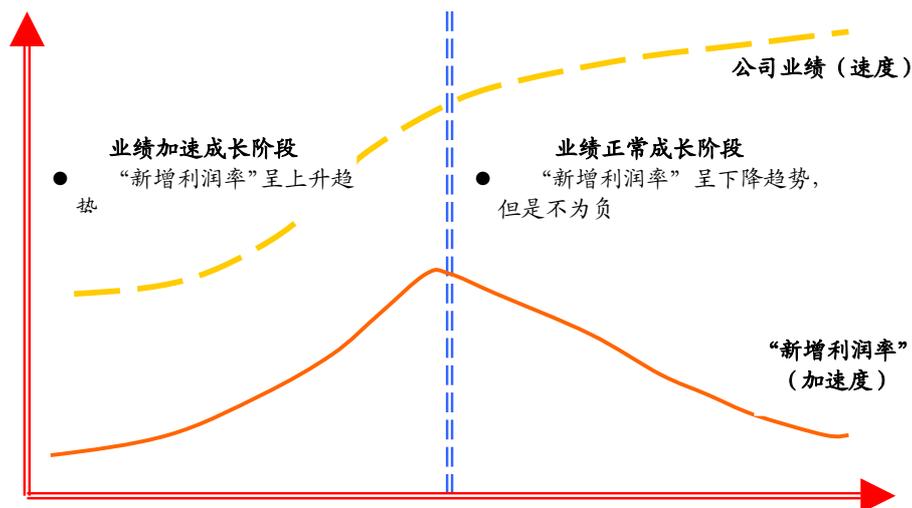
“新增利润率”的含义是指保持原有利润、费用率结构不变，看扩张所产生的新增收入所产生的盈利效率是在提高还是在降低（图 3）。

图 3 “新增利润率”含义



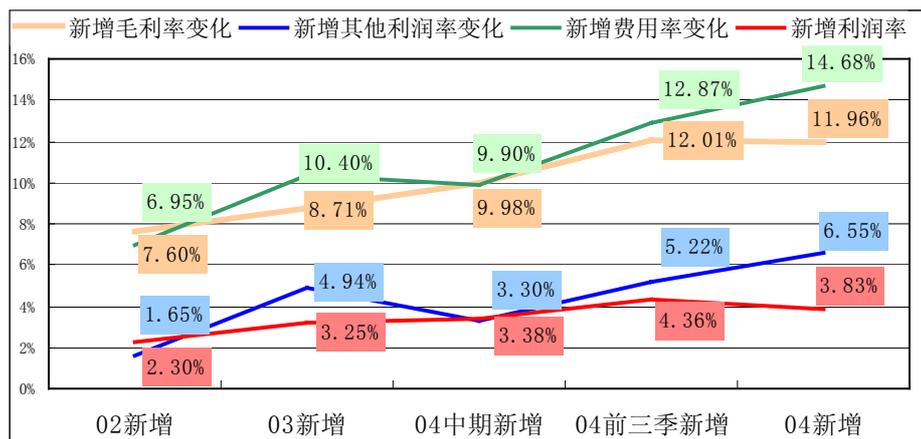
如果“新增利润率”指标在提高，那么说明公司的扩张是有效的，业绩则处于加速上升阶段（图 4）。

图 4 “新增利润率”对公司业绩增长的影响示意



公司最近几年每期“新增利润率”指标表明，公司的业绩仍处于加速上升阶段，特别是 2005 年一季度，公司同比扭亏为盈，更表明公司业绩的强劲增长势头（图 5）。

图 5 公司每期“新增利润率”对比



资料来源：公司公告

自 2004 年开始，公司主要采取异地开店策略，南京地区店面盈利进入平稳增长期，而 2004 年公司净利润同比增长高达 83.22%，这也表明，公司外地扩张店面对公司的盈利增长产生了巨大贡献。

四、竞争激烈对公司盈利增长影响有限

首先，我们认为竞争激烈会使公司市场份额增加而非减少：

- 下一轮竞争真正的市场受害者将是小型的连锁家电零售商，他们的市场份额将被国美、苏宁、永乐进一步瓜分。
- 家电市场自身的市场容量仍在以 10% 以上的速度增长。
- 传统通路仍然占有较大的市场份额。
- 国美、苏宁在电脑、数码等电子产品的市场份额还很低，这部分产品将瓜分现有主导流通渠道——电子市场的市场份额。

其次，我们认为竞争对公司毛利率的影响有限：

- 打折、促销永远都是商家的一种销售手段，仔细研究各商家的促销广告不难发现，所谓的低价格只限于很少的品种，大多数商品的价格仍然是正常售价。
- 上游生产厂商为保护自身的利益，一般都对自己商品在某一区域实行最低价销售制度，竞争不可能超过这一底线，大型家电零售商已经是以该价格作为最终售价。
- 大型连锁零售商随着销售规模的快速增长，返利却在稳步增长，这使得毛利率水平仍能保持稳步增长。

最后，公司成熟店面收入仍呈上升趋势，也表明公司店面在竞争中的强势地位，上海是中国市场竞争最激烈的城市之一，就是在上海市，2005 年 1—5 月份，公司 2003 年底前成立的四家熟店（四川北路、嘉定、吴中、黄兴路）收入同比增长约为 12.5%，略高于上海市社会消费品零售总额 10.9%，表现出强劲的竞争发展能力。

由于公司积极实施同城开店策略，随着店面数量的增加，每一店面分摊的公共物流、广告、管理等费用呈明显的下降趋势，如果收入又有 10% 以上的增长，那么店面的盈利水平将会出现较大幅度的提高。

五、风险分析

公司财务造假的风险很小

首先，2004 年，苏宁平均单店营业面积为 4468 平米，平均单店收入为 10842 万元，国美平均单店营业面积为 4500 平米（剔除小店影响），平均单店收入为 13095 万元，美国

BestBuy 平均单店营业面积为 4037 平米，平均单店收入为 30226 万元人民币，店面收入资料对比表明，苏宁电器在收入方面财务数据真实可靠。

其次，从苏宁主要盈利指标与国美电器的对比情况看，我们认为公司虚增利润的可能性很小（表 1）。

表 1 苏宁电器与国美电器盈利能力对比

年份	毛利率		其他业务利润率		费用率		利润总额/收入	
	苏宁	国美	苏宁	国美	苏宁	国美	苏宁	国美
2001	8.64%		0.35%		5.91%		2.70%	
2002	8.09%		1.03%		6.45%		2.49%	
2003	8.35%	7.32%	2.66%	3.07%	7.86%	6.79%	2.80%	3.73%
2004	9.57%	9.63%	3.97%	3.84%	10.14%	7.25%	3.15%	6.44%

资料来源：招股说明书、年报、季报。

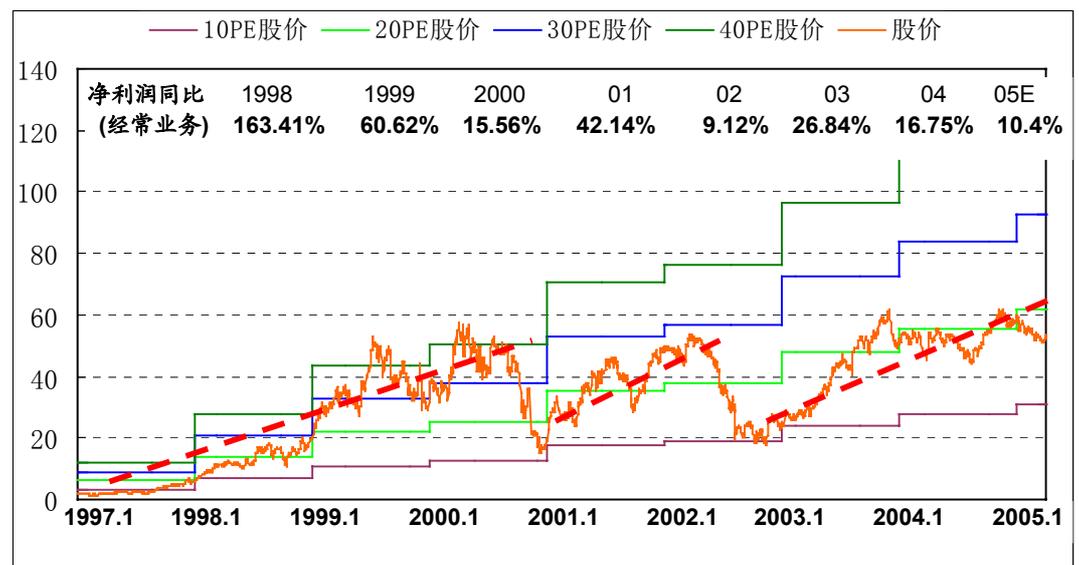
公司资金链断裂风险很小

连锁企业资金链断裂的风险主要来自于供应商的“逼债”，以及存货周转是否迅速，2004 年，苏宁电器、国美电器、三联商社的应付账款周转天数分别是 30.5 天、103.68 天、44.77 天；苏宁、国美、三联的存货周转天数分别是 23.87 天、32.82 天、25.06 天，这表明苏宁电器资金链断裂的风险很小。

六、估值及投资策略

上世纪 90 年代中后期，是 BestBuy 的高速增长期，相当于苏宁目前的成长阶段，当时市场给予 BestBuy 30 倍以上的市盈率（图 6）。

图 6 BESTBUY 历史估值情况



按照苏宁电器未来几年的成长性，我们认为给予公司 25 倍的动态 PE 不为过，按照我们 05 年 1.825 元/股的盈利预测，我们认为 05 年公司内在价值在 45 元/股左右，由于公司股权分置改革，流通股每 10 股可以获得非流通股支付的 2.5 股对价，因此，我们认为流通股的含权内在价值约为 56 元/股左右。

由于看好公司的长期盈利前景，我们建议积极买入公司股票，以现有股价为基准，我们将投资评级由谨慎推荐——A，调高为强烈推荐——A。

七、损益预测表

表 2 公司损益预测表

会计年度:	2004A	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	910,725	1,465,899	2,123,401	2,736,393
主营业务利润	87,129	153,919	224,019	290,058
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	1,686	2,017	2,463
营业利润	29,227	55,045	73,364	96,047
营业外收支	(528)	(661)	(734)	(864)
利润总额	28,700	54,384	72,630	95,183
减: 所得税	9,652	18,491	24,694	32,362
减: 少数股东损益	927	1,903	2,542	3,331
净利润	18,120	33,990	45,394	59,489

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 $\pm 10\%$ 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。