

## 公司快评

批发零售业

家电连锁

## 苏宁电器 (002024)

合理价: 100 元 当前价: 64.5 元

推荐

(维持评级)

2008 年 2 月 29 日

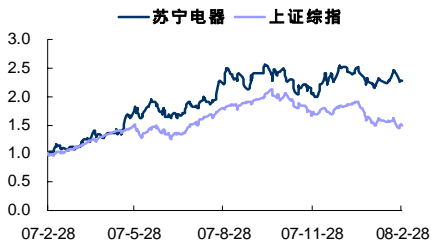
批发与零售贸易行业首席分析师: 胡鸿轲

电话: 021-68866206 13052019079  
E-mail: huhk@guosen.com.cn

批发与零售贸易行业助理分析师: 吴美玉

电话: 010-82252911  
E-mail: wumy@guosen.com.cn

## 近 1 年收益率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

## 市场与公司重要数据 (2月28日)

上证综合指数	4299.5
换手率(3个月)(%)	0.376
52周价格波动(元)	33.10-74.84
总股本(百万股)	1441.5
流通股(百万股)	976.1
息率(%)	0.31

资料来源: 国信证券经济研究所

## 相关研究报告:

- 《积蓄多重利好、股价有望起飞》  
——2008 年 2 月 8 日
- 《兑现预期、增厚业绩》  
——2008 年 1 月 3 日
- 《国美收购大中难以阻挡苏宁的扩张步伐》  
——2007 年 12 月 17 日
- 《业绩高速增长趋势未变》  
——2007 年 10 月 30 日
- 《经营规范、财务稳健的优质零售公司》  
——2007 年 8 月 3 日
- 《继续向行业第一演进、超额分享中国消费市场增长》  
——2007 年 7 月 9 日

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 年报业绩点评

## 外延、内涵叠加推动公司业绩高速增长

2007 年,苏宁电器实现营业收入 401.5 亿元,同比增长 53.5%;实现净利润 14.7 亿元,同比增长 93.4%;实现每股收益 1.02 元(对应 14.4 亿股总股本),符合我们的预期;截至 2007 年底,苏宁电器在全国 152 个地级以上城市拥有 632 家连锁店(包括 07 年底收购的 120 家加盟店),连锁店面积达 264.21 万平方米,可比门店销售同比增长 16.5%。

我们认为,公司业绩的持续高速增长是外延、内涵要素共同推动的结果,并将继续推动苏宁向行业第一演进。

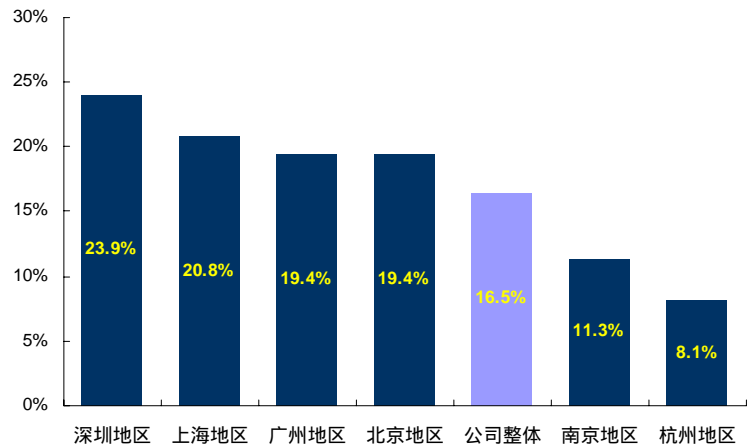
## ● 外延扩张快速稳健

在外延扩张方面,苏宁电器 07 年继续保持快速扩张的步伐,新开门店 161 家(不含 07 年底收购的 120 家加盟店及 14 家置换连锁店),同比增长 45.9%,新进地级以上城市 32 个。

我们注意到,与国美的攻城掠地般的大举收购不同,苏宁是在深入研究了产品品类、门店类型、区域布局等因素后进行的更加稳健的扩张,主要表现在:

- 在区域分布上,公司采取“地区攻略”,精耕重点区域,因地制宜地推进其他区域的发展,2007 年,公司重点区域可比门店销售增长明显高于公司整体水平,另外,公司进一步拓展二、三线市场,2007 年,三线市场可比门店销售增长较快;(图 1、表 1)

图 1: 苏宁电器 2007 年重点地区可比门店销售增长情况



资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所

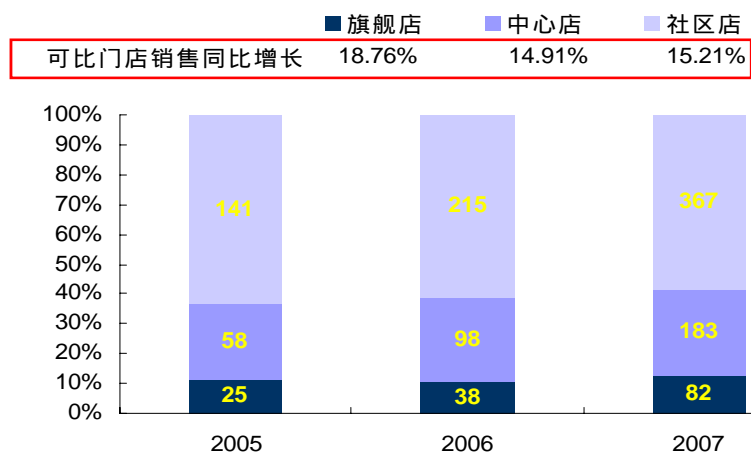
表 1：苏宁电器 06、07 年连锁店按市场类型分布及经营质量

	门店数		07 年同比增速	
	2006	2007	门店数	可比门店销售额
一级市场	196	344	75.5%	16.99%
二级市场	98	196	100.0%	13.53%
三级市场	57	92	61.4%	20.03%
合计	351	632	80.1%	16.50%

注：门店数包括 07 年底收购的 120 家加盟店；  
资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

- 在门店类型分布上，公司推行“旗舰店攻略”，重点培养旗舰店、中心店，2007 年底，公司拥有 3C+旗舰店 82 家，占门店总数的 13%，从三类门店的可比门店销售增速看，公司可比门店销售增长主要来自于旗舰店销售的增长；

图 2：苏宁电器 2005-2007 年门店类型比较



资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

- 在产品品类上，公司在 06 年提出发展“3C+旗舰店”，将产品品类延伸到消费电子领域，2007 年，公司又引进了照明、卫浴、健身器材等品类，为消费者提供了更为丰富的产品。

苏宁的这种扎实稳健扩张的策略，也证明了我们对公司和谐共赢的企业文化、敦行致远的发展战略的判断，我们坚持认为，公司的企业文化、法人治理结构、发展战略上蕴含了更多的“耐久力”元素，并最终正推进苏宁向行业第一演进。

### ● 内涵竞争力已经演进为行业第一

我们认为，苏宁具有和谐共赢的企业文化、卓越管理团队、厚积薄发的发展战略，这些构成了公司的内涵竞争力，明显优于行业内其他企业，内涵竞争力已经演进为行业第一。

首先，从行业发展阶段来看，在行业发展初期，为赢得更大的发展空间，企业间比拼的是“爆发力”，国美凌厉进取的企业文化更适应这一阶段的发展，而目前，已经形成了国美与苏宁双寡头垄断的格局，企业间比拼的是“耐久力”，主要是企业文化、发展战略等内涵要素的比拼，苏宁在这方面则明显优于国美；

其次，从公司运营效率来看，苏宁在人力资源、后台服务体系、信息系统等方面的投入虽然是其在发展初期经营效率落后于对手，但是随着公司规模的不断扩大，以及行业内竞争格局的转变，苏宁的内涵竞争优势开始显现，2007 年公司可比门店销售同比增速高达 16.5%，经营效率明显高于国美；（表 2）

表 2：苏宁、国美经营效率对比

	2005	2006	2007	05 中期	06 中期	07 中期
<b>主营业务收入（万元）</b>						
苏宁	1,593,639.1	2,492,739.5	3,867,652.4	709,651.6	1,117,767.9	1,819,682.1
国美	1,795,925.8	2,472,919.2		828,078.9	1,216,782.0	2,115,722.6
<b>门店数</b>						
苏宁	224.0	351.0	512.0	149.0	286.0	413.0
国美	263.0	587.0		188.0	338.0	654.0
<b>简单平均单店收入（万元）</b>						
苏宁	7,114.5	7,101.8	7,554.0	4,762.8	3,908.3	4,406.0
国美	6,828.6	4,212.8		4,404.7	3,599.9	3,235.0
<b>总营业面积（万平方米）</b>						
苏宁	95.7	142.2	216.4	67.0	108.4	163.2
国美	105.0	222.0		61.7	133.0	245.0
<b>简单平均每平米销售额（元）</b>						
苏宁	16,657.7	17,527.3	17,870.2	10,599.7	10,310.6	11,152.1
国美	17,104.1	11,139.3		13,414.5	9,148.7	8,635.6
<b>营业费用率</b>						
苏宁	9.64%	8.86%	7.72%	8.83%	9.14%	7.61%
国美	6.84%	8.59%		6.07%	7.75%	7.97%
<b>管理费用率</b>						
苏宁	1.97%	1.58%	1.30%	1.85%	1.74%	1.21%
国美	1.50%	1.69%		1.34%	1.72%	1.79%

注：苏宁门店不包括 07 年底收购的 120 家加盟店，管理费用=新报表管理费用+资产减值损失；国美数据未对合并永乐进行追溯调整。  
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

最后，从公众形象角度来看，苏宁的企业文化逐步得到了社会的认可，苏宁电器规范、稳健的品牌形象逐步确立，董事长张近东在 07 年底全国工商联第十次会员大会上当选全国工商联副主席，这从侧面反映了社会对苏宁的企业文化、发展战略等的认可。

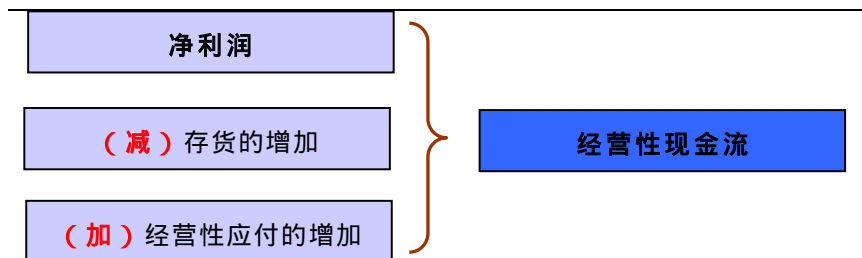
因此，我们认为，苏宁已经具有行业第一的内涵竞争力，随着公司规模不断扩大，内涵、外延竞争力不断提升，最终推动公司演进成为行业第一。

● 现金流、存货管理水平优良

2007 年，苏宁经营性净现金流同比大幅增长 2219%，我们认为，现金流大幅增长主要得益于应付票据与应付账款的增加，以及近年元旦提前，存货管理水平提高导致存货水平降低所致。

我们认为，存货、经营性应付是影响经营性现金流的核心因素：经营性应付增加、现金流增加；存货增加、现金流减少，因此，经营性现金流增加是净利润增加、存货周转效率提高、经营性应付增加共同作用的结果。

图 3：影响经营性现金流核心因素示意图



资料来源：国信证券经济研究所

2007 年，公司应付票据与应付账款同比增长 99.8%，这是公司对供货商的占款，是一种短期类融资行为，表现为经营性现金流的增加，以及资产负债率的提高，如果说这一因素带来的现金流的增加只是简单的财务手段，那么公司净利润的提升

和存货周转天数的下降，则体现了公司竞争能力的提高。

2007年，公司继续保持快速扩张的步伐，竞争优势逐步体现，净利润同比增长91%；存货周转效率不断提升，亦使公司的经营性现金流快速增长。（表3）

**表3：苏宁电器经营性现金流及存货对比**

单位：百万元	2004	2005	2006	2007
净利润	189.5	369.2	797.5	1,523.2
同比		94.9%	116.0%	91.0%
经营性净现金流	120.8	149.2	150.8	3,496.5
同比		23.5%	1.0%	2219.4%
经营性净现金流/净利润		40.4%	18.9%	229.6%
应付票据与应付账款	912.2	2,767.3	4,869.2	9,729.0
同比		203.4%	76.0%	99.8%
资产负债率	57.8%	71.4%	62.7%	70.3%
门店数	84.0	224.0	351.0	512.0
同比		166.7%	56.7%	45.9%
存货	768.7	2,017.4	3,407.3	4,552.5
同比		162.4%	68.9%	33.6%
单店存货	9.2	9.0	9.7	8.9
存货周转天数		34.8	43.7	41.7

资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

另外，普华永道中天的无保留审计意见，并且上调了将苏宁06年的净利润由7.2亿元上调7.57亿元，充分说明**苏宁财务稳健超过了国际水平，一扭市场对苏宁财务数据真实性的疑虑。**

#### ● 盈利预期、估值与投资策略

我们坚持认为，苏宁电器的企业文化、法人治理结构、发展战略上蕴含了更多的“耐久力”元素，更适应目前行业竞争的形势，内涵竞争力明显优于对手，未来在外延、内涵双重动力的推动下，苏宁将不断向行业第一演进。

鉴于公司具有明确的发展战略和优秀的企业文化，我们调高对公司08-10年的盈利预测，预计公司08-10年分别实现销售收入580亿元、800亿元、1000亿元，实现净利润分别为27.5亿元、43.5亿元、55亿元，对应增发及期权摊销后的总股本，公司08-10年每股收益分别为1.80元、2.85元、3.57元。

考虑到公司的长期持续增长的趋势，我们给予09年35倍的动态PE，那么公司价值为100元/股，我们对苏宁的投资策略仍坚持**买入并长期持有，投资评级维持推荐（最高评级）。**

**表 4：苏宁电器盈利预期**

(单位：百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
店面数量(08年及以后包含加盟)	351	512	832	992	1142
营业收入	26,161	40,152	58,013	80,011	100,008
营业成本	22,388	34,501	49,409	67,836	84,677
毛利	3,774	5,651	8,604	12,175	15,331
综合毛利率	14.4%	14.1%	14.8%	15.2%	15.3%
营业费用	2,208	2,986	4,310	5,681	7,101
管理费用	395	504	708	800	1,000
财务费用	24	(88)	(127)	(176)	(200)
综合费用率	10.0%	8.5%	8.4%	7.9%	7.9%
营业利润	1,147	2,250	3,714	5,871	7,430
营业外收支	0	(9)	(5)	(5)	(5)
利润总额	1,147	2,241	3,709	5,866	7,425
减：所得税	350	718	927	1,466	1,856
减：少数股东损益	40	58	32	51	65
净利润	758	1,465	2,749	4,348	5,504
同比		93.4%	87.6%	58.2%	26.6%
净利率	2.9%	3.6%	4.7%	5.4%	5.5%
总股本(考虑增发及期权摊销)	721	1,442	1,523	1,523	1,541
EPS	1.05	1.02	1.80	2.85	3.57
原预期			1.69	2.51	3.11

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

**免责声明：**

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。