

商业贸易

报告原因: 年报公布

2007年0309日

市场数据: 2007年03月09日

收盘价(元)	63.8
一年内最高/最低(元)	73/23.96
上证指数/深圳成指	2938/8146
市净率	14.91
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1876981.709

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2006年12月31日

每股净资产(元)	4.28
资产负债率%	63.71
总股本/流通A股(百万)	72075/29420
流通B股/H股(百万)	0/0

相关研究

《苏宁电器调研报告及股权激励点评》

2007.1.30

《苏宁电器深度研究》 2006.7.19

分析师

金泽斐

[jinzefei@sw108.com](mailto:jinzefei@sw108.com)

联系人

胡浩平

(8621)63295888x450

[huhaoping@sw108.com](mailto:huhaoping@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>

# 苏宁电器 (002024)

增持

门店坪效显著提升, 用强劲的增长证明其长期投资价值

维持

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	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
2005	15936	75	351	94	1.05	9.5	30	61	69.4
2006	24927	56	720	105	1.00	10.2	23	64	32.5
2007E	35698	43	1100	53	1.53	9.6	22	42	36.9
2008E	48192	35	1548	41	2.15	9.6	20	30	22.4
2009E	62649	30	2090	35	2.90	9.6	20	22	15.8

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

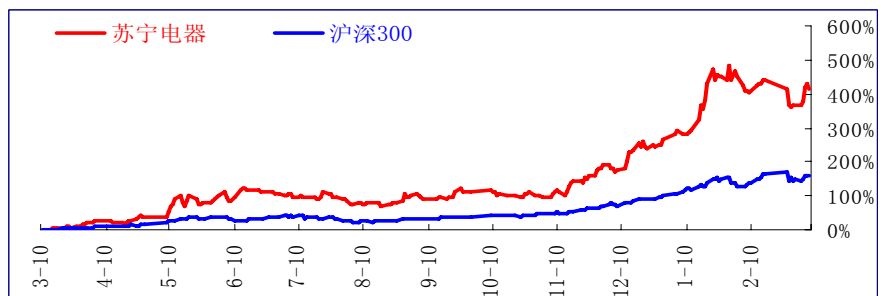
●苏宁2006年业绩: 主营收入249亿元, 同比增长56.42%; 净利润7.2亿元, 增长105%; 每股收益1元。公司业绩略好于市场之前预期, 分配预案: 10转增10。依靠优异的管理能力, 苏宁经营业绩依然保持了高速增长的势头, 03-06年苏宁净利润复合增长率达到94%, 公司用其自身强劲的增长最大程度诠释了公司的长期投资价值所在。

●由于新开店的比例稳步下降、区域集中的优势逐步体现, 公司的坪效值得到显著提升。单位面积的销售收入从2005年的1.67显著上升至06年的1.75。剔除新开店影响, 可比门店收入增长呈现更为良性的发展趋势, 我们估计大约可能达到3%。

●公司经营质量日益提高, 06年综合毛利率稳步上升至15.5%, 比去年提高0.11个百分点。受益于各个区域规模优势的集中体现, 06年公司整体费用率稳步下降, 营业费用和管理费用合计26.45亿元, 同比仅增长43%, 比收入增幅低接近13个百分点。

●我们维持对公司未来三年(07-09年)的业绩预测, 每股收益为1.53、2.15和2.9元。12个月目标价82元, 对应PEG约在1.2, 维持增持。

一年内股价与大盘对比走势:



## 1、用强劲的增长诠释其长期投资价值所在

苏宁公布了 2006 年业绩，全年实现主营业务收入 249 亿元，同比增长 56.42%，与店面数量增长基本持平；实现主营利润 25.5 亿元，同比增长 67.8%；利润总额 11.2 亿元，增长 104%；净利润 7.2 亿元，同比增长 105%；每股收益 1 元。公司业绩略好于市场之前预期，同时公司董事会还提出了用资本公积金 10 转增 10 的分配预案。

在行业格局有所变动的市场环境下，苏宁依靠优异的管理能力，经营业绩依然保持了高速增长的势头，03-06 年苏宁净利润复合增长率达到 94%，公司用其自身强劲的增长最大程度诠释了公司的长期投资价值所在。

表 1：苏宁各季度情况解析

百万元	1Q2006	2Q2006	3Q2006	4Q2006	合计
新开门店	25	37	30	35	127
主营业务收入	5030	6148	6368	7382	24927
净利润	35	222	176	287	720
百万元	1Q2005	2Q2005	3Q2005	4Q2005	合计
新开门店	11	54	38	37	140
主营业务收入	3127	3970	4249	4591	15936
净利润	16	107	91	137	351
增速	1Q2006	2Q2006	3Q2006	4Q2006	合计
主营业务收入	60.85%	54.88%	49.89%	<b>60.78%</b>	56.42%
净利润	121.03%	107.26%	93.87%	<b>109.84%</b>	105.42%

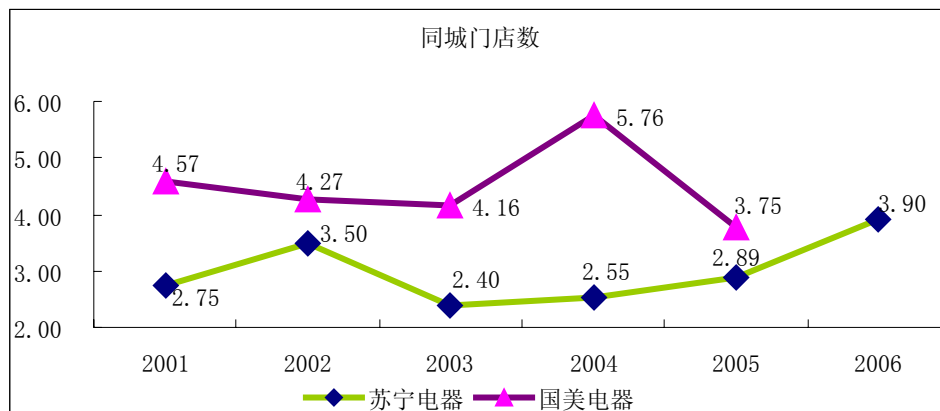
资料来源：公司披露报告

分季度来看，公司在各个季度分别开店 25、37、30 和 35 家，由于受上线 SAP/ERP 系统的影响，06 年公司刻意控制了开店的节奏。但随着信息系统的成功运作，06 年四季度公司重新迈出了高速扩张的步伐，当季收入和净利润增幅明显开始提升，充分展示了公司在 07 年的扩张实力和业绩趋势。

## 2、区域规模优势充分体现、坪效值显著提升

06 年公司新进入 3 个省份，29 个地级以上城市，新开连锁店 136 家，含置换 9 家，同城门店数量达到 3.9 家，充分体现了区域规模优势集中的良性态势。

图 1：苏宁同城门店数显著上升至 3.9



资料来源：公司披露报告

由于新开店的比例稳步下降、区域集中的优势逐步体现，公司的坪效值得到显著提升。2006 年公司单店收入的下滑势头得到明显遏制，单店利润出现强劲回升，特别是单位面积的销售产出呈现良性上升，坪效值从 2005 年的 1.67 显著上升至 06 年的 1.75。剔除新开店影响，可比门店收入增长呈现更为良性的发展趋势，我们估计大约可能达到 3-5%。

表 2：苏宁坪效值显著提升

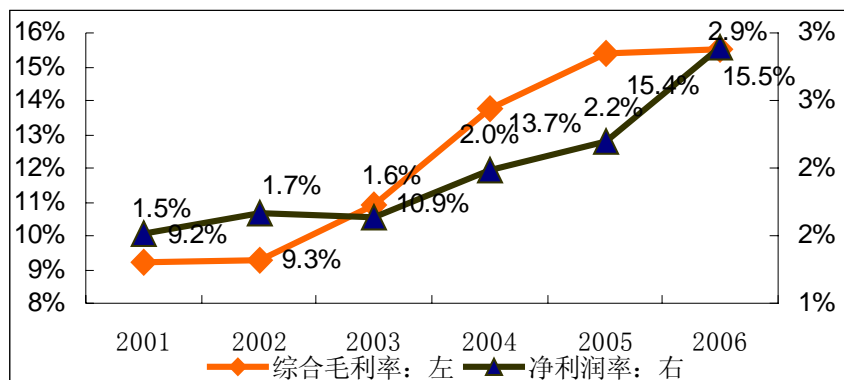
苏宁电器	2001	2002	2003	2004	2005	2006
连锁店数量	25	24	41	84	224	351
总经营面积	42,290	89,635	191,405	375,300	956,700	1,422,200
面积增长		112.0%	113.5%	96.1%	154.9%	48.7%
单店平均面积	1,692	3,735	4,668	4,468	4,271	4,052
销售额：万元	166,386	352,556	603,372	910,725	1,593,639	2,492,739
单店销售额	6,655	14,690	14,716	10,842	7,114	7,102
每平方米销售额	3.93	3.93	3.15	2.43	1.67	1.75
净利润：万元	2,525	5,856	9,890	18,120	35,063	72,026
单店净利润	101	244	241	216	157	205
每平方米净利润	0.060	0.065	0.052	0.048	0.037	0.051

资料来源：公司披露报告

### 3、盈利质量日益提高

公司经营质量日益提高，06 年综合毛利率稳步上升至 15.5%，比去年提高 0.11 个百分点，说明了随着公司销售能力的加强，向供应链上游延伸的价值点在被不断挖掘。

图 2：苏宁的盈利质量不断提高



资料来源：公司披露报告

受益于苏宁各个区域规模优势的集中体现，06 年公司整体费用率稳步下降，营业费用和管理费用合计 26.45 亿元，同比仅增长 43%，比收入增幅低接近 13 个百分点，特别是在 SAP/ERP 上线后，管理费用同比仅增长了 25.8%，充分体现了优质零售商规模扩张后所带来的边际效益提升。由此苏宁的净利润率在 06 年达到了 2.9% 的历史最佳水平，当然这并非是苏宁的最佳盈利状态，我们相信，随着苏宁启动新一轮的扩张和区域优势逐步体现，公司的净利润率仍有望向 5% 左右的水平靠拢。

## 4、股东权益有效提升

根据新的《企业会计准则》，以 2006 年度合并财务报表为基础，苏宁依据重要性原则调增了公司的股东权益栏目，该科目从 06 年 12 月 31 日的 30.84 亿元调整到 07 年年初的 32.88 亿元，净增加了 2 亿元，其中现有流通股能分享的权益则归功于公司的所得税政策调整，权益增加约 7800 万，折合每股 EPS 为 0.11 元。

## 5、苏宁的未来在哪里？—中国的沃尔玛

我们相信，一个伟大的商业企业必然是在整条流通产业链上居于主导地位，他拥有较强的资源整合能力，从而在价值链上必然是逐渐延伸和拓展的。毫无疑问，苏宁电器正是一家高度信息化、现代化的连锁零售企业。我们坚信，苏宁成长的故事才刚刚拉开大幕，一个优秀企业所表现出来的厚积薄发将支撑其估值和股价持续上扬，作为连锁行业发展的真正代表，我们坚定看好苏宁的长期发展空间。

我们维持对公司未来三年(07-09 年)的业绩预测，公司将可实现销售收入 357、482 和 626 亿元，净利润 11、15.48 和 20.9 亿元，每股收益为 1.53、2.15 和 2.9 元。我们将动态跟踪公司一季度的业绩情况，并不排除在季报公布后上调业绩的可能，

我们相信公司很有可能给市场带来新的业绩惊喜。给予 08 年 38 倍 PE,目标价 82 元,对应 PEG 大约在 1.2, 维持增持的投资评级。

表 3: 重点及关注公司的盈利预测和估值表

代码	简称	收盘价	06EPS	07EPS	08EPS	09EPS	06P/E	07P/E	08P/E	09P/E	06PEG	07PEG
002024	苏宁电器	63.80	1.00	1.53	2.15	2.90	64	42	30	22	1.37	0.98
600858	银座股份	23.79	0.48	0.62	0.74	0.89	50	38	32	27	2.03	1.67
600631	百联股份	12.64	0.23	0.30	0.41	0.53	54	42	31	24	1.68	1.34
600694	大商股份	37.54	0.92	1.26	1.50	1.72	41	30	25	22	1.48	1.28
600859	王府井	25.57	0.46	0.52	0.87	1.13	55	49	29	23	1.50	1.42
000759	武汉中百	13.81	0.23	0.33	0.42	0.52	59	42	33	26	1.75	1.36
600415	小商品城	74.29	2.56	3.12	3.52	3.94	29	24	21	19	1.68	1.54
600827	友谊股份	11.40	0.34	0.36	0.42	0.49	34	32	27	23	3.04	2.37
600655	豫园商城	16.34	0.40	1.18	0.86	1.07	41	14	19	15	0.87	0.35
600628	新世界	12.09	0.28	0.32	0.37	0.41	43	37	33	29	3.00	2.75
600361	华联综超	21.97	0.47	0.59	0.70	0.80	47	37	32	27	2.14	1.91
600814	杭州解百	7.23	0.13	0.18	0.23	0.48	56	41	32	15	1.74	1.45
600824	益民百货	8.08	0.40	0.20	0.25	0.28	20	41	32	29	(0.97)	(3.47)
600785	新华百货	14.39	0.47	0.60	0.73	0.84	31	24	20	17	1.23	1.11
600280	南京中商	16.11	0.38	0.50	0.63	0.75	42	32	26	21	1.51	1.27
000987	广州友谊	22.89	0.54	0.71	0.84	0.96	42	32	27	24	1.75	1.54
600693	东百集团	17.73	0.38	0.50	0.64	0.80	47	35	28	22	1.54	1.24
600500	中化国际	12.68	0.33	0.42	0.54	0.67	39	30	23	19	1.36	1.10

资料来源: 申银万国研究所

## 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](mailto: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。