

商业贸易/零售
(450101)

苏宁电器 (002024)

增持

对价方案基本合理，高成长性趋势不改

维持评级

2005 年 7 月 4 日

市场数据：

收盘价 (元)	32.24
一年内最高/最低 (元)	70.25/25.81
上证指数/深证成指	1056/2729
市净率	7.09
息率% (分红/股价)	0.16%
流通市值 (万元)	161200
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：2004 年 3 月 30 日

每股净资产 (元)	9.09
资产负债率%	60.88
总股本/流通 A 股 (万股)	18632/5000
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0

相关研究：

《家电连锁零售行业深度研究》

2004 年 9 月

《苏宁电器 04 年年报点评》

2005 年 3 月

金泽斐

(8621) 63295888×431

jinzefei@sw108.com

联系人

程晓昀

(8621) 63295888×442

chengxiaoyun@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>

公司研究/公司点评

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营业务收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务利润率	净资产收益率	市盈率
2003A	6034	71.14	99	68.88	1.451	8.3	38.74	61
2004A	9107	50.94	181	83.22	1.95	9.6	21.81	33
1Q2005	3127	0.00	16	0.00	0.17	7.6	1.86	95
2005E	14572	60	302	66.67	1.62	9	22	20
2006E	20400	40	428	41.77	2.23	9	23	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩（不考虑股权分置改革估值的下降）

投资要点：

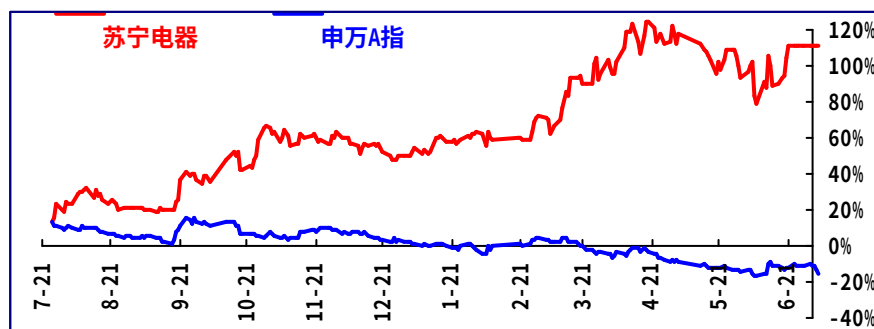
●今日苏宁电器公布了其股权分置改革方案，主要对价方案为，流通股股东每持有 10 股流通股将获得非流通股股东支付的 2.5 股股份。

●10 送 2.5 的对价方案稍好于市场此前预期 10 送 2，根据我们申万研究所的测算，由于近两年公司均可获得较高的业绩增速，因此选用 5 倍的贝塔值可能对于这样的高成长公司比较合适，由此理论支付的对价率应在 0.25-0.29 之间，公司实际支付 0.25 的对价率处于合理水平。

●从国美和苏宁两家公司最近四年的扩张速度和盈利指标来看，苏宁正在追赶其竞争对手，最近三年的收入增速已高于国美，而他的业绩增速正在向国美看齐。因此国美过去和现在的业绩增速已为苏宁未来的高成长作了较具前瞻的说明。

●我们预测苏宁 05 年将新开门店 100 家，实现净利润 3 亿元，同比增长 67%，每股收益 1.62 元。目前动态市盈率 20 倍，再根据股权分置改革后估值水平下降 25%测算，实际市盈率 16 倍，我们维持对公司股票增持的投资评级。

一年内股价和大盘对比走势



1 苏宁电器的股权分置改革方案

今日苏宁电器公布了其股权分置改革方案，内容为：

1. 对价：于股权登记日登记在册的流通股股东每持有 10 股流通股将获得非流通股股东支付的 2.5 股股份；
2. 承诺：持有非流通股股份 5% 以上的股东张近东和江苏苏宁承诺，其所持有的非流通股股份自获得上市流通权之日起，24 个月内不向社会公众出售，24 个月至 36 个月之间，出售比例不超过 10%，出售价格不低于 50 元。股东陈金凤和赵蓓承诺 12 个月内减持数不超过 5%，24 个月内不超过 10%；
3. 增持：在股东大会通过股权分置改革方案后的两个月内，若苏宁股票连续两个交易日收盘价低于每股 25.8 元，则张近东和江苏苏宁将在二级市场增持公司股票，增持数量不超过 500 万股。

2 对价方案稍好于市场预期

10 送 2.5 的对价方案稍好于市场此前预期，公告中公司所做的 05 年盈利预测也给了市场投资者极大的信心。

根据我们申万研究所的测算，由于近两年公司均可获得较高的业绩增速，因此贝塔值应较高，选用 5 倍的贝塔值可能对于这样的高成长公司比较合适，由此理论支付的对价率应在 0.25-0.29 之间，公司实际支付 0.25 的对价率处于合理水平。

报表计算说明：

P：依次为 6/17 收盘价、6/17 前 10 个交易日的前复权算术均价、6/17 前 30 个交易日的前复权算术均价；

B 调整系数：系数为 1 对应的是最新每股净资产，蓝色底系数为 2002-2004 年报算术平均净资产收益率 +1。

表 1：不同流通股价和非流通股股价分布下苏宁电器合理对价率测算

	002024		苏宁电器	
	收盘价 6/17	10 日前复权均价	30 日前复权均价	
$\frac{P}{B}$				
对价率 α				
B 调整系数	32.24	29.95	30.42	
5.00	0.29	0.23	0.25	
5.20	0.26	0.20	0.21	
5.30	0.25	0.19	0.20	
5.40	0.23	0.17	0.18	

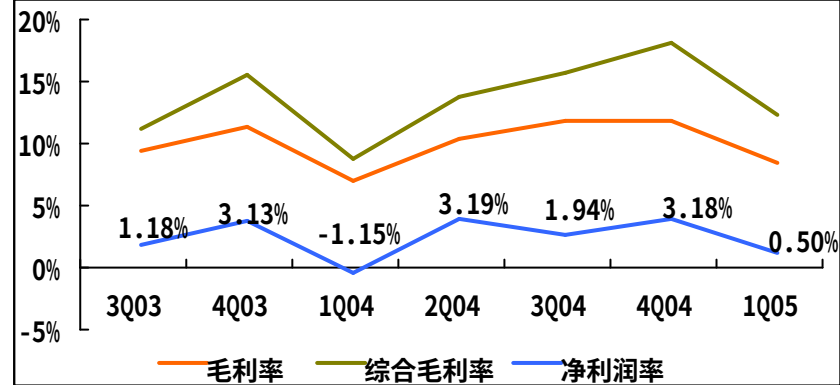
5.50	0.21	0.16	0.17
------	------	------	------

数据来源：上海申银万国证券研究所

3 业绩高成长趋势不改

借助于家电连锁行业的高成长性，苏宁电器近年来利用异地扩张，门店数量和销售规模有了较大的增长。公司在收获外延式扩张带来盈利增量的同时，还在很大程度上体现出了较好的规模效应。

图 1：公司在外延扩张的同时，盈利指标不断优化



资料来源：公司报告

自从上市以来，公司每季度的盈利指标都在不断优化，包括毛利率、综合毛利率和净利润率，同比均有不同程度的上升，规模经济在公司业绩中体现的较为明显。

表 2：国美最近四年业绩指标

国美：万元	2001	2002	2003	2004
收入%		70.9%	41.2%	27.7%
净利润%		318.4%	157.9%	156.7%
毛利率	5.9%	6.4%	7.2%	9.6%
综合毛利率	6.5%	7.6%	9.9%	13.0%
净利润率	0.4%	1.1%	1.9%	3.8%
存货周转率	14.66	14.04	11.37	12.14
流动比例	1.24	1.17	1.23	1.33
速动比例	0.85	0.86	0.97	1.03
ROE	10.7%	30.9%	28.9%	42.7%

资料来源：国美报告

从国美和苏宁两家公司最近四年的扩张速度和盈利指标来看，苏宁正在追赶其竞争对手，03 年苏宁门店数量略低于 02 年的国美，但 04 年已超过 03 年国美的门店数量，苏宁最近三年的收入增速已高于国美，而他的业绩增速正在向国美

看齐。因此国美过去和现在的业绩增速已为苏宁未来的高成长作了较具前瞻的说明。

表 3：苏宁最近四年业绩指标

苏宁：万元	2001	2002	2003	2004
收入增速%		111.9%	71.1%	50.9%
净利润增速%		131.9%	68.9%	83.2%
毛利率	8.9%	8.4%	8.6%	9.8%
综合毛利率	9.2%	9.3%	10.9%	13.2%
净利润率	1.5%	1.7%	1.6%	2.0%
存货周转率	8.57	16.19	21.79	16.67
流动比例	1.07	1.28	1.34	1.53
速动比例	0.69	0.61	0.68	0.88
ROE	25.9%	38.9%	38.8%	21.8%

资料来源：公司报告

苏宁的毛利率指标与国美基本持平，但由于受近年来扩张加快而异地门店盈利周期有所延长的影响，苏宁净利润率指标不如国美。同时苏宁存货周转率和流动比例略好于国美，基于上述同理 04 年苏宁 ROE 也逊色于国美。

表 4：苏宁正在加速追赶国美

万元、平方米		2001	2002	2003	2004
门店数量	国美	32	47	79	144
	苏宁	25	24	41	84
单店面积	国美	3,063	3,149	3,430	2,847
	苏宁	1,692	3,735	4,668	4,468
单店销售额	国美	12,102	14,083	11,831	8,286
	苏宁	6,655	14,690	14,716	10,842
每平米销售	国美	3.95	4.47	3.45	2.91
	苏宁	3.93	3.93	3.15	2.43
每平米利润	国美	0.02	0.05	0.07	0.11
	苏宁	0.06	0.07	0.05	0.05

资料来源：公司报告

我们预测苏宁 05 年将新开门店 100 家，实现净利润 3 亿元，同比增长 67%，每股收益 1.62 元。目前动态市盈率 20 倍，再根据股权分置改革后估值水平下降 25% 测算，实际市盈率 16 倍，我们维持对公司股票增持的投资评级。

表 2：公司未来四年盈利预测

单位:万元	2002	2003	2004	2005F	2006F	2007F	2008F
主营业务收入	352556.03	603371.64	910724.67	1457159.47	2040023.26	2652030.24	3174480.20
主营业务成本	323068.22	551645.02	821869.78	1322388.48	1851343.87	2406747.03	2880876.19

主营业务利润	28529.70	50367.17	87128.72	131273.81	183783.34	238918.34	285985.25
其它业务利润	3641.23	16029.01	36173.49	44045.82	54822.05	65576.30	74118.97
三项费用合计	23246.52	48972.73	94074.92	126772.87	170341.94	214814.45	249196.70
营业利润	8924.40	17423.45	29227.29	48546.76	68263.45	89680.19	110907.52
利润总额	8772.90	16916.85	28699.74	47846.76	67563.45	88980.19	110207.52
所得税	3272.10	5811.93	9652.17	16746.37	23647.21	31143.07	38572.63
净利润	5856.31	9890.19	18120.37	30200.39	42816.24	56537.13	70134.89
每股收益：元	0.86	1.45	1.95	1.62	2.30	3.03	3.76
净利润增长率(%)	132.00%	68.88%	83.22%	66.67%	41.77%	32.05%	24.05%

资料来源：公司报告及申万研究所

投资评级的说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准
 - 买入：相对强于市场表现15%以上；
 - 增持：相对强于市场表现5%~15%；
 - 观望：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
 - 卖出：相对弱于市场表现5%以下；

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。