

商业贸易/零售

苏宁电器 (002024)

增持

专注主业的差异化战略是公司获得持续增长的充分保证

维持评级

2005 年 10 月 14 日

市场数据：

收盘价 (元)	36.29
一年内最高/最低 (元)	70.25/25.81
上证指数/深证成指	1140/2831
市净率	7.16
息率 (分红/股价)	0.14%
流通 A 股市值 (万元)	226812.5

基础数据：

05 年 6 月

每股净资产 (元)	5.07
资产负债率%	69.70
总股本/流通 A 股 (万股)	18632/5000
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

相关研究：

《苏宁电器股权分置改革点评》

2005.7

《家电连锁行业深度研究》

2004.8

《苏宁电器新股分析》

2004.7

分析师

金泽斐

(8621) 63295888×431

jinzefei@sw108.com

联系人

胡浩平

(8621) 63295888×450

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>

公司研究/深度研究

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	68
2004E	9107	50.94	181	83.22	1.95	9.6	21.81	37
2005E	14572	60	348	92.27	1.04	9.6	29	19
2006E	21857	50	488	40.23	1.46	9.5	30	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩(考虑中期送股)

投资要点：

● **关键假设点：**家电连锁行业高速增长的趋势不改，苏宁仍将分享两大市场的业绩增长。一是来自成熟市场规模效应的逐步体现，如南京、浙江和陕西；二是新进入城市的外延式扩张，如江苏的二线城市和安徽、福建等省。

● **我们与大众舆论的不同之处：**市场认为目前一线城市的家电连锁行业竞争过于激烈，但这只是行业走向成熟的必然标志，另外中国庞大的二三线城市仍为家电连锁企业的扩张提供了较大的发展空间。

● **我们的目标价位：**以 06 年 1.46 元的 E P S 计算，给予 18 倍估值，股价的合理中枢在 26 元附近，复权前的价格应为 47.3 元，比现有股价尚有 30% 的涨幅。维持增持的投资建议，风险中。

● **股价表现的催化剂：**持续超出市场预期的业绩增长。

● **核心假定的风险：**行业增长拐点尚未出现，公司的异地门店在培育期结束能正常进入盈利期，这将构成公司未来业绩的最大增量。

一年内股价与大盘对比走势：



目 录

目 录	1
图表目录	2
三大问题的提出	3
家电连锁行业拐点尚未出现	3
“零售渠道”依然供不应求	3
如何理解现阶段行业的激烈竞争	5
业绩增长来自于清晰的发展战略	7
扩张战略：沿纵横两条线加快全国布局	7
差异化战略：专注连锁主业降低投资风险	9
财务运营基本正常	10
为何现金和应付款项偏少？	11
为何毛利率和费用率偏高	12
盈利预测及投资建议	14

图表目录

表 1:五大家电连锁企业门店扩张迅速（包含加盟）	4
表 2:五大家电连锁企业销售增长迅速	4
表 3:家电连锁业态仍具有较大的扩张空间	4
图 1:家电连锁卖场正迈向成长期和成熟期	6
图 2: 社会消费品零售总额中城市占比稳步提高	6
图 3:华东地区销售依然强势、东北地区增长惊人	8
图 4:家电连锁企业不同扩张阶段的盈利特征	8
表 4：部分地区利润增长情况	9
图 5：未来利润增长来自良好的市场发展战略	9
表 5：苏宁应付账款周转率符合行业正常水平	11
表 6：各公司利润结构图	12
图 6: 空调和小家电的毛利率明显高于其他商品	12
图 7: 2004 年苏宁各项费用的支出结构	14
图 8: 苏宁对南京本地的净利润依赖逐步减少	14
图 9: 2004 年苏宁异地门店净利润分布情况	15
表 8：苏宁未来三年的损益表	15
附表 1：重点公司估值比较	16
附表 2：三大家电连锁企业销售数据比较	16
附表 3：三大家电连锁企业财务指标比较	17

三大问题的提出

毫无疑问，“低买高卖”向来都是证券市场亘古不变的真理，对在中小板上市的苏宁电器（002024）而言，也并不例外。这是一只 04 年刚上市即代言了中国零售市场新兴业态高成长性的股票，而随着公司业绩的持续高速增长，股价也从最初的 30 元一跃升至目前的 87 元（考虑复权），累计涨幅接近 200%。

由此很多投资者开始询问苏宁目前的股价是否到位，估值是否进入了投资的合理区间，“低买高卖”中的“高卖”时机是否已经来临？我们认为要回答这些问题，必须仔细分析以下三个问题：行业前景、财务状况和估值水平。

- 1、苏宁所处的家电连锁行业发展趋势到底如何，在跑马圈地同质化竞争的背后，行业是继续保持高增长还是出现第一个扩张高潮后的回落？苏宁的发展后劲是否充足，竞争优势在哪里，胜出的概率究竟有多大？
- 2、伴随着越来越多的家电连锁纷纷上市融资，可比公司的数据日益增多，如何通过各家公司的财务报表来理解家电连锁行业的发展特征，以及每家公司的财务运营状况，这对深入观察苏宁等家电连锁企业的扩张风险和资金管理能力有着莫大的帮助。
- 3、选择“高卖”的最佳时机是行业拐点即将出现，代表性公司业绩普遍出现下滑，在目前苏宁和家电连锁行业高速发展的态势下，估值应该有全方位的视角。我们认为衡量苏宁的企业价值除了持续增长的业绩、连锁化经营带来的规模效应外，新兴业态的成长空间以及营销和口碑创造的品牌价值更是投资者不可忽视的参考因素。

家电连锁行业拐点尚未出现

“零售渠道”依然供不应求

从传统的“重农轻商”向近代“重工轻商”思维的转化，不得不说是商品经济发展的必然结果，而市场经济的兴起更是为商业的迅猛发展奠定了良好的制度基础。

作为商业的典型代表，零售业一直给人以规模偏小、从业人员素质不高和现代化技术手段落后的印象，由此引发人们对传统零售业的普遍忽视。而随着现代零售业在专业化分工、市场定位、供应链管理、营销手段和信息技术上的大胆变革和创新，目前中国的零售业已然在向更高层次迈进。

作为国内专业零售的先行部队，家电连锁具有较高的标准化程度，可复制性较强，这些由分销商脱胎而来的家电终端在过去的几年中获得了较高的成长性。同时借助于上游供应商的整齐和良好的合作历史，是目前唯一能跨出国门进行全球扩张的零售子行业。

表 1:五大家电连锁企业门店扩张迅速（包含加盟）

门店数	2001	2002	2003	2004	1H2005	01-04CAGR
国美	43	64	101	227	309	73.22%
苏宁	91	134	148	193	255	28.09%
三联	85	132	202	254	274	43.51%
永乐	19	40	55	108	135	77.57%
五星	66	76	96	120	148	21.76%
合计	304	446	602	902	1121	43.15%

资料来源：商务部

中国整个家电零售市场的销售额大约在 4000-5000 亿元之间，而前五大家电连锁卖场 05 年整体的销售规模大约在 1200 亿元，约占四分之一，这个比例相较于 02、03 年的 10%已有了较大的提高。而剩余渠道则主要是超市、百货、家电城和地区性的小型家电连锁等。

表 2:五大家电连锁企业销售增长迅速

销售额:万元	2001	2002	2003	2004	1H2005	01-04CAGR
国美	640970	1089649	1778629	2387886	1957257	54.34%
苏宁	481622	606844	1231272	2210764	1783022	65.35%
三联	702600	840598	1067560	1325580	811086	23.30%
永乐	287941	489500	876018	1584910	930000	75.56%
五星	254598	323339	510688	937890	730000	53.77%
合计	2367731	3349930	5464167	8447030	6211365	52.15%

资料来源：商务部

根据国家信息中心公布的数据，我国家电零售市场年增长率在 12-15%左右，假设传统业态衰退的速度为 10%，以 5 年内达到国外家电连锁占终端 70%的比例来测算，家电连锁在 2010 年将实现 6000 亿元的销售收入。而这 6000 亿元假设被 5 家大型家电连锁企业所瓜分，每家的销售规模也将达到 1200 亿元，这正印证了苏宁董事长张近东给企业定下的中期战略目标：2010 年内实现 1000 亿元的销售收入。

表 3:家电连锁业态仍具有较大的扩张空间

亿元	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
家电市场容量	5000	5650	6385	7214	8152	9212
连锁业态	1200	1680	2351	3291	4607	6449
连锁化程度	24%	30%	37%	46%	57%	70%

资料来源：国家信息中心及申万研究所

根据我们最近对各个专业连锁卖场的调研分析结果显示，包括建材、家居和家电等行业市场对“现代零售渠道”的需求远远高于实际供给。因此从一个较长远的时期来看，新兴业态的成长性毋庸置疑。国外零售业花了几十年才自然走完行

业连锁化和集中化的道路，在中国即使有外来冲击和后发优势，但也没有理由只需短短的几年连锁零售即可大功告成。因此至少在未来的三年内，我们不必对家电连锁这一中国最具竞争优势的零售子行业过分担心。

引用我们在 04 年《家电连锁行业深度研究》报告中关于波特五因素分析的结果，我们对家电连锁行业的高成长性依然报有较大的信心：

从上游制造商的角度看，家电生产企业自身的渠道队伍正在做退出的打算，而大量的中小代理商和销售商正在等待被大型品牌渠道商整合，这为家电连锁零售终端的发展提供了较大的发展机会。

从替代品分析，由于缺乏专业化和规模化的效应，传统渠道如百货、家电城被大幅淘汰已是大势所趋，而作为新兴业态的代言者—家电连锁的替代浪潮将势不可挡。

从潜在竞争者的角度看，国外的大型家电连锁巨头还没有真正进入中国市场，尽管其专业化的管理和雄厚的竞争实力是中国企业所不能小觑的，但要在短期内与中国众多家电品牌制造商完成供应链平台的建设尚需时日，也即目前并不构成较大的竞争威胁。

从下游消费者需求看，随着中国人均收入水平的提高和数码等新兴家电产品的兴起，融合 3C 概念的家电零售市场空间依然巨大，并且这种巨大是以连锁业态占零售终端的比例仍然较低的情况为背景的。

从竞争态势分析，行业领先者似乎已初露锋芒，“美苏争霸”的格局正在渐渐形成，而区域性家电零售商正在不断追赶前者，如上海永乐和北京大中，但行业整合力度的加大和竞争的日益激烈将在所难免，整个行业仍处于剧烈变动阶段。

如何理解现阶段行业的激烈竞争

也正是因为中国家电零售市场的广大才吸引了众多的进入者，而看似简单的盈利模式也刺激着各家零售企业纷纷进行跑马圈地式的扩张。目前我们的确观察到了家电连锁卖场的分布越来越密集，尤其在中心城市同一商圈内各门店的竞争也达到了较激烈的状况。再加上新闻媒体的过分渲染，“贴身肉搏、血战”等之类词语的过分运用，这让很多投资者产生了较大的担心，这种跑马圈地式的扩张是否真的能带来上市公司业绩的增长？

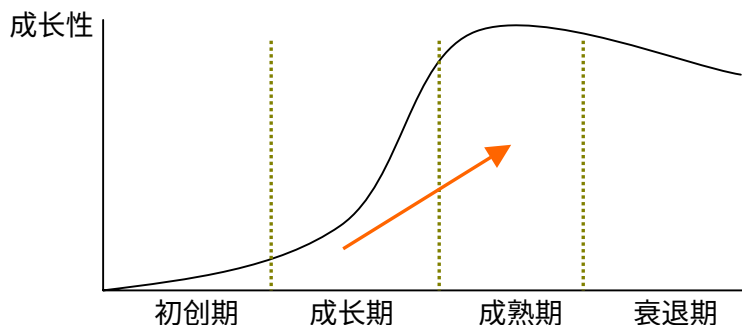
对此，我们的看法是：

1、竞争是一个行业逐渐走向成熟的必然标志。

融合了现代物流管理、供应链技术和信息系统的家电连锁卖场从成立之初就宣告了一种新型的现代零售模式的诞生。中国的家电连锁卖场正在逐渐从幼稚期向成熟期迈进，行业进入者的增加和竞争的日益激烈则是行业生命周期演进的必经

之路。我们认为这种竞争是自然的、正常且健康的，对于行业的的领先者如苏宁，适度的竞争有利于公司忧患意识的形成和差异化经营模式的培育。

图 1: 家电连锁卖场正迈向成长期和成熟期

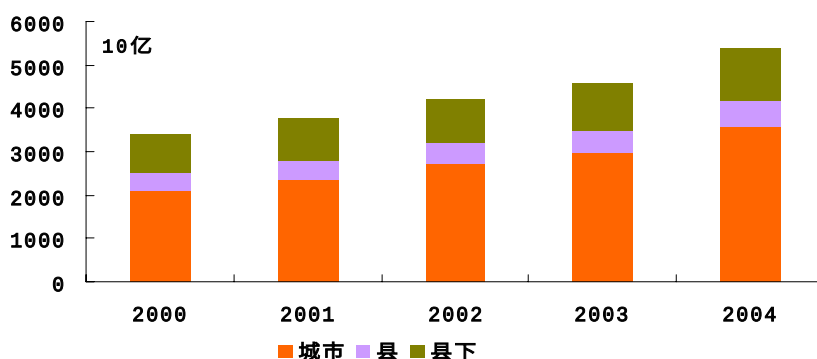


资料来源: 申万研究所

2、一线城市的竞争激烈不代表企业没有盈利空间。

人们总习惯于用多大的商圈半径需要配备多少连锁门店来衡量市场的饱和程度，但套用成熟零售市场经验得出的结论并不适合中国国情。中国市场与国外有三个明显的区别，一、中国零售总额中城市占比达到 65%，这其中农民进城消费、务工人员就地消费都构成了城市消费的巨大增量，而国外由于各地区经济发展落差较小，一般都选择就地消费，所以城乡差别并不明显，也因此城市消费量并不如中国这么大；第二、中国人均车拥有量较低，喜欢“物美价廉、货比三家”的消费习惯导致消费者喜欢商家聚集在一起，家电卖场扎堆的商圈可能会比孤零零的单店聚客能力更强；第三，中国居民目前对家电的巨大需求是国外所无法比拟的，家电更新换代热潮的到来和融合 3C 概念的数码产品的爆炸式增长都是家电连锁企业继续扩张的最好基石。

图 2: 社会消费品零售总额中城市占比稳步提高



资料来源: CEIC

因此尽管一线城市特别象北京、上海和南京等家电卖场的数量似乎已达到了看似饱和的境地，但在强消费能力和成熟消费模式的支持下，目前预言这些城市家电卖场过于饱和，企业盈利能力将开始下滑还为时尚早。

另外包括苏宁国美在内的其他连锁企业目前都已把眼光放在了二线城市，相较于为数不多的一线城市，二线城市留给连锁企业的盈利空间依然很大。但我们认为，家电连锁企业仍需把握好新进城市的扩张速度和规模，力求找到一个短期业绩和长期发展的最佳平衡点。

3、简单定义主流和非主流零售商的竞争欠缺全面性。

随着一线城市家电卖场的竞争逐渐趋于激烈，为了更好地分析各连锁企业在各地区的竞争状况，于是有了主流和非主流零售商的划分。但我们认为，以每个城市的门店数量来简单判断企业的竞争力并不全面。

目前的区域市场格局只是家电连锁发展历程中的前期阶段，市场竞争的最终结果远未形成，几大家电连锁企业的竞争力包括发展耐力都尚未显现，在同质化竞争的背后，拥有今天门店格局的企业并不一定能笑到最后。

家电连锁企业除了各自的传统优势区域外，现在就定义新进入的区域市场中哪家公司“赢家通吃”的结论还为时尚早。

我们认为判断连锁企业在某区域的盈利能力，关键是看她在当地是否形成了区域的规模优势。国美前两年业绩的高速增长主要得益于此，国美在北京、天津和辽宁等地的先行进入从而迅速形成的规模优势是公司盈利的最大动力。

据我们了解，异地门店在二三线城市目前的培育期大约在半年左右的时间，而在一线城市如北京、上海等地，由于竞争日趋激烈可能需要达到 8 个门店左右的销售规模才可实现盈利，因此目前苏宁正逐渐加大已进入城市的网络成熟度。

这种区域的规模优势在友谊股份旗下的好美家建材连锁体现的较为充分。03 年好美家在武汉只有 2 家门店，盈利不足以摊销当地的管理费用和配送成本，但在 04 年新增 1 家门店达到一定的规模优势后，武汉地区的规模效应就体现的较为明显，整体进入了良性的盈利周期。

业绩增长来自于清晰的发展战略

扩张战略：沿纵横两条线加快全国布局

从南京起步的苏宁，2004 年末已进入中国 52 个城市，而截至目前公司已把扩张战线延伸至 67 个大中城市。从横向看，苏宁在全国的网点布局正呈加速推进的态势：

在华南，苏宁全面升级了广州、深圳的连锁网络；

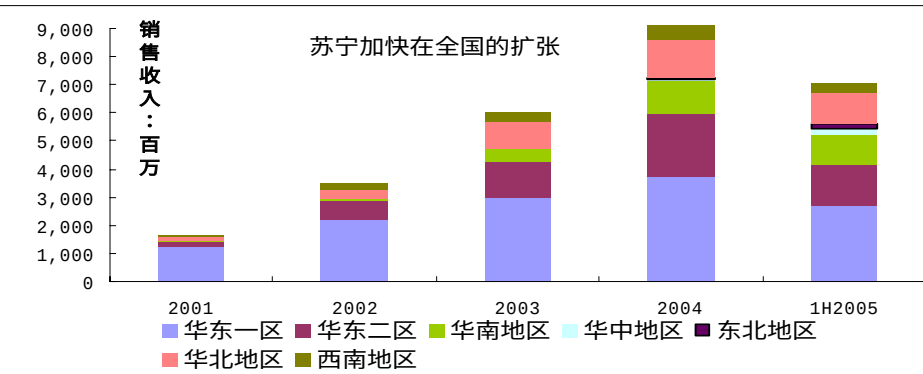
在华北是北京、天津，华东的上海，西部的成都、重庆、西安，苏宁连锁展开深入渗透；

在东北沈阳、大连，山东济南，苏宁迅速抢占核心市场；

在江苏、浙江，苏宁战车已经开进二三级市场。

纵向数据显示苏宁的连锁网络发展速度增长很快：2001 年，苏宁平均每 40 天开一家店，经营面积在 2000 平方米左右；2002 年，平均 20 天开一家店，平均面积在 4000 平米；2003 年，几乎每周开一家店，经营面积平均为 5000 平米；2004 年，苏宁已经发展为平均每 5 天开一家店。

图 3 :华东地区销售依然强势、东北地区增长惊人



资料来源:年报（华东一区：江苏省、山东省、安徽省、二区：上海市、浙江省、福建省）

苏宁采用的遍地开花或称分散布点式的扩张模式是任何一家连锁企业进入异地市场的必经之路，而国美受益于前两年已经在部分城市完成了这个阶段，所以目前基本上处于形成区域优势和继续新增网点的扩张时期，因此从这个角度看，国美在某些地区的扩张中可能稍快于苏宁半拍。

图 4:家电连锁企业不同扩张阶段的盈利特征

发展阶段	传统优势 区域起步	全国扩张 分散布点	形成区域 集中优势	强化整体 竞争优势
收入	稳定增长	高速增长	快速增长	稳定增长
利润	快速增长	快速增长	高速增长	稳定增长
特征	地区规模效应体现	收入领先利润	最佳盈利点出现	巩固竞争优势

资料来源:申万研究所

苏宁目前所处阶段正从全国性扩张迈向形成区域集中优势的过程。在这个过程中公司需要承担异地门店前期亏损带来的盈利压力，这也从部分程度上解释了目

前苏宁的净利润率明显低于国美的原因。扩张带来的费用大幅增长、区域优势的尚未体现，都将使得异地门店规模效应的发挥仍需一定的时间。

良好的市场开拓战略是公司业绩增长的根本动力。苏宁这两年在南京以外的市场新开了较多门店，但同时优势地区的盈利仍能保持高速的增长。除了行业本身有明显的规模效应外，管理层稳健和清晰的战略思路更是公司获得业绩增长的充分保证。

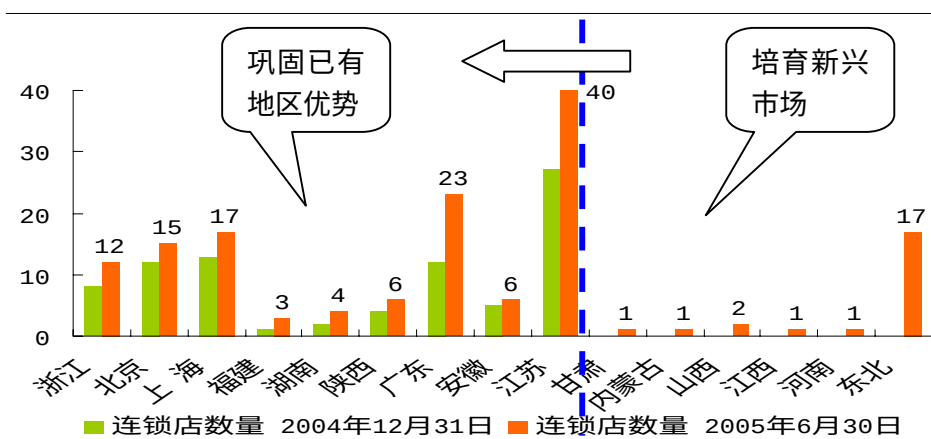
表 4：部分地区利润增长情况

利润	2001	2002	2003	2004	C A G R
南京本部	2340	5343	7685	13654	80.03%
浙江	7	572	1030	1267	465.67%
北京	253	255	1230	918	53.66%
上海	273	-110	378	484	21.03%
陕西	-4	216	500	952	519.72%

资料来源：公司年报整理（南京净利润，异地是利润总额）

从起步阶段培育新兴市场到增加门店获取地区规模效应，再到强化竞争优势是公司始终坚持的发展方向。不进行盲目并购、一家一家精心选址，零售业中最需要的耐心和细心在苏宁身上体现的非常明显。在行业需求和业态替代上仍享有较大发展空间的背景下，苏宁的战略心态显得相当稳健和有前瞻性。

图 5：未来利润增长来自良好的市场发展战略



资料来源：申万研究所

差异化战略：专注连锁主业降低投资风险

苏宁一直坚持以家电连锁作为自己的主业发展方向，截至到目前，苏宁既无采用收购模式来进行自己的扩张，也无向上游家电制造业延伸的战略思路。这似乎预示着苏宁与国美和永乐在战略思路慢慢开始有了不同。

05 年 9 月，国美在沈阳签订了一个联手投资 20 亿元人民币的合同，在沈阳经济技术开发区内建设面积达 2 平方公里的全国首座国美家电工业园。未来 5 年内，

国美电器连锁店里，将近 20% 电器是在该工业园区生产的。另外，国美还控股了爱多 51% 股份，正式宣告向上游家电制造业入侵的步伐由此展开。这种向上游制造业延伸并打造自有品牌的思路的确是零售企业发展到成熟阶段寻求利润增长的另一源泉，但我们所担心的是家电供应商是否会对国美的这一战略思路产生抵触，并影响到与家电上游供应商的合作。

而以家电连锁为主业的上海永乐正试图将家居建材业务发展为自己的另一主业。我们认为，目前的连锁卖场都是往“专业化”的道路上走，市场越来越细分，这一趋势在未来的几年内会更加明显，永乐在这一领域能否获得家居供货厂家的认可还有待于市场考验。

05 年永乐运用得更多的是收购兼并的扩张模式，在上海收购了闽灿坤、9 月在河南正式收购了通利，在深圳还收购了建材集团打造的“易好家”。一系列的收购行动尽管扩大了永乐的门店版图，但后续的企业文化融合、积压商品的处理和协同效应的发挥仍需要公司付出一定的整合成本。

相较于前两家公司，苏宁电器更注重零售网络扩张平台的搭建，如人才梯队的建设、物流基地的兴建和维修体系的完善。依据我们的估计，苏宁每年大约发生 1500 万人次的销售、1000 万人次的配送、2000 万人次的售后作业、5000 万人次的客户回访、500 万人次的电话受理，如此庞大的服务业务量，没有充足的硬件服务平台支持是不可想象的。

而就在今年 3 月 15 日，苏宁电器便宣布斥资 10 亿元启动为期 3 年的“5315”服务平台建设工程。“5315”是指，苏宁要在全中国建设 500 个服务网点、30 个客服中心、15 个物流基地。苏宁连锁店面发展和服务平台建设协同推进：首先，在每 30 万到 50 万人口的地区，至少建立一家普通店，在 50 万到 70 万人口的地区建立一家管理点；其次，与店面建设配套，在 5 公里半径、约半小时自行车车程内建立一个售后服务网点；第三个层面，以省会级城市为基本管理单位，建立一个客服中心；最后，在每个大区建物流基地，兼具城市配送和区域调拨功能，支撑 40 亿左右销售规模。

苏宁专注于连锁主业发展的态度有利于降低投资风险，并能为将来的高速发展奠定良好的平台基础。我们认为，在相当考验管理能力连锁零售业中，专注和清晰的扩张战略是一个企业成功的必要条件，我们相信苏宁管理层的这种战略思路将会随着时间的流逝而证明，苏宁在这场持久战中一定会笑到最后。

财务运营基本正常

随着家电连锁企业纷纷上市融资，各家公司的财务数据日益透明，并且伴随着门店扩张的加剧，各公司销售规模逐渐有接近的趋势，由此对各项可比性财务指标的关注也越来越多。

为何现金和应付款项偏少？

最近有投资者问苏宁与国美和永乐在帐上现金和应付票据及应付账款上为何有较大的差距？

经过深入分析后，我们认为苏宁的各项指标均较合理，而后两家公司则充分利用了银行短期信用，导致账面现金和应付票据同时增多（国美报表中并没有分类披露应付账款和应付票据的数额，但根据招股书 80 页中披露公司大量使用应付票据平均每年的余额在约 20 亿元左右）。

表 5：苏宁应付账款周转率符合行业正常水平

万元：	现金	销售成本	应付账款	应付票据	应付款周转率	应付款周转天数
苏宁	73186	646645.1	129264	60685	4.6	39
国美	216324	713755		486130	1.81	100
永乐	87535	530340	96444	319272	1.48	122

资料来源：公司 05 年半年报及永乐招股书

苏宁在利用银行信用特别是承兑汇票方面不及国美和永乐。这意味着苏宁完全是以自有的银行存款来支付供应商货款。为了更好地了解银行承兑汇票对企业现金的影响，我们做了模拟的会计分录。

国美模式：1、门店开拓需要供应商铺货，但利用了承兑汇票，分录如下：

借：库存商品 20 亿元

贷：应付票据 20 亿元

2、票据到期（3-6 个月），银行划转资金

借：应付票据 20 亿元

贷：银行存款 20 亿元

因此如果帐期尚未结束，特别是开具了大规模的银行承兑汇票，则报表日的应付票据和银行存款都会大幅增加，这相当于占用了较大规模的银行短期信用。

而苏宁如果没有开立银行承兑汇票，则分录相当简单

借：库存商品 20 亿元

贷：银行存款 20 亿元

因此从这个角度可以很清楚的看出，苏宁只是没有过多利用银行短期信用而已，并不意味着公司有挪用资金他用的嫌疑。而据我们和上游供应商以及其他家电连锁企业的沟通情况来看，供应商一般给予零售商的帐期在 15-30 天，当然零售商拖欠的情况例外，这也意味着要在一个月内在把销售款打回供应商，因此用短

期资金投入长期开发的房地产我们认为可能性并不大。而公司目前对银行票据的利用较少也为将来的短期融资渠道留下了较大的空间。

另外根据我们和一些上游供应商的沟通来看，一般对国美的评价都是偏强硬的态度，而苏宁和供应商的合作则比较友好和温和。苏宁董事长张近东的一句口头禅“社会责任、合作共赢”更是和谐上下游关系的充分体现。

为何毛利率和费用率偏高

我们以最新的05年半年报为基准，比较了国美、苏宁和永乐利润结构，发现苏宁的毛利率和费用率均高于其他两家公司。

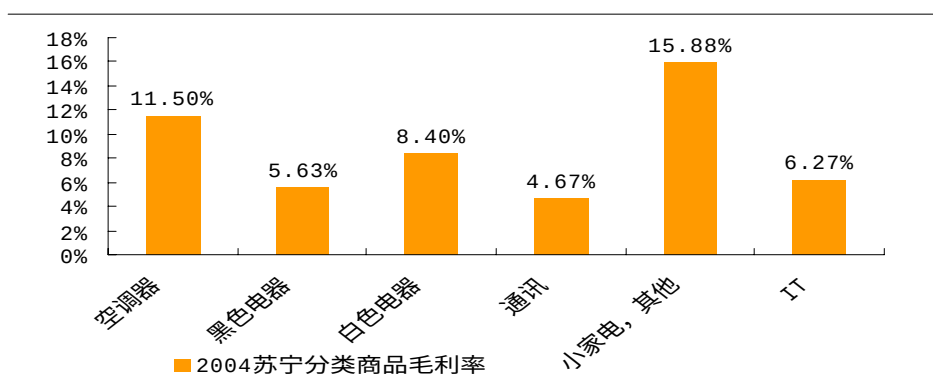
表 6：各公司利润结构图

1H 2005	苏宁	国美	永乐
主营业务收入	100%	100%	100%
主营业务成本	91.12%	91.37%	93.04%
毛利	8.88%	8.63%	6.96%
其他业务收入	5.15%	4.03%	8.29%
销售费用	8.83%	6.56%	7.39%
管理费用	1.85%	1.34%	1.79%
财务费用	0.15%	-0.25%	-0.23%
净利润	1.73%	4.48%	2.47%

资料来源：公司年报

关于毛利率有两个解释，一是商品销售结构的不同导致毛利率存在差别。从下图可以看出，空调和小家电的毛利率明显高于其他产品，分别达到了 11.50%和 15.88%，而黑电（主要是指电视等影音产品）毛利率仅为 5.63%，是仅次于通讯的低毛利产品。

图 6：空调和小家电的毛利率明显高于其他商品



资料来源：苏宁年报

而空调一直是苏宁的强势商品，从 01 年到 05 年，尽管空调占公司销售收入的比例不断下降，但依然占据了收入的较大份额。而国美是以影音产品起家，目前在黑电上的优势地位却拖累了整体毛利率的水平。

另外，据我们了解，和供应商不同的结算方式也会影响毛利率或扣点水平。一般用现金结算货款的方式比用票据销售返点会更高。比如某洗衣机供应商给现金结算方式的零售商 5 个返点，那么用银行承兑汇票的方式付款可能返利就只有 4 个点了。正如我们在上文中所分析的，苏宁在票据利用方面逊色于国美和永乐，因此公司整体毛利率高出一定幅度也就在正常不过了。

表 7：与国美相比，苏宁收入结构中高毛利商品较多

国美收入占比	2001	2002	2003	1-3Q04	1H05
空调	18.4%	17.0%	15.1%	19.0%	16.6%
影音	45.6%	34.7%	31.1%	26.0%	29.3%
冰箱及洗衣机	12.3%	15.8%	16.3%	18.0%	18.1%
通讯	4.6%	14.1%	17.0%	15.0%	16.1%
电脑	0.1%	4.1%	4.5%	4.0%	4.0%
小型电器	13.6%	10.5%	11.3%	10.0%	9.5%
数码	5.3%	3.9%	4.6%	8.0%	6.4%
苏宁收入占比	2001	2002	2003	2004	1H05
空调	75.5%	37.0%	30.4%	25.6%	24.5%
黑电	8.2%	21.2%	22.3%	23.1%	18.1%
白电	3.9%	10.9%	13.6%	13.6%	11.0%
通讯	3.6%	16.0%	16.4%	19.0%	13.3%
小家电	3.4%	8.6%	10.2%	10.6%	11.3%
IT	0.9%	3.7%	4.9%	6.0%	6.3%
安装	4.3%	2.3%	2.0%	1.8%	1.8%

资料来源：公司年报

至于公司管理费用和销售费用偏高的原因，我们认为这和苏宁这几年高速扩张有关。

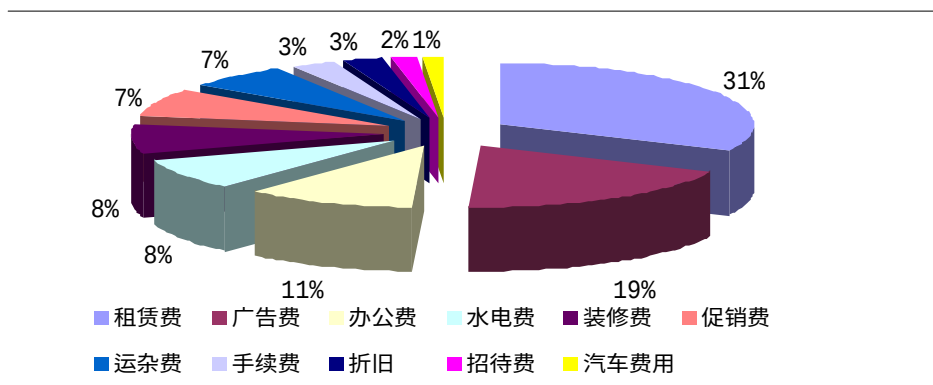
一方面，苏宁在这一两年全国性门店扩张带来大量的租赁和装修支出，04 年苏宁租赁门店支出在 1.8 亿元，而据公告，苏宁门店装修的摊销年限为 2 年，远远低于其他可比零售上市公司平均 5 年的期限。

另一原因是苏宁在为家电供应商提供促销广告时，一般是同时确认其他业务收入和广告费用（04 年广告费用达到了 1.07 亿元），所以导致账面收入和费用同步增加。

而在管理费用中，目前家电连锁行业中人才成本也越来越高，新进员工的培训支出、店长和中高级管理人员的薪金也是公司日益增长的业绩中必不可少的一部

分。公司采用“老人开新店、新人管老店”的模式能有效培育起自身的人才队伍，为将来大规模的异地复制提供较强的人才支持。

图 7：2004 年苏宁各项费用的支出结构



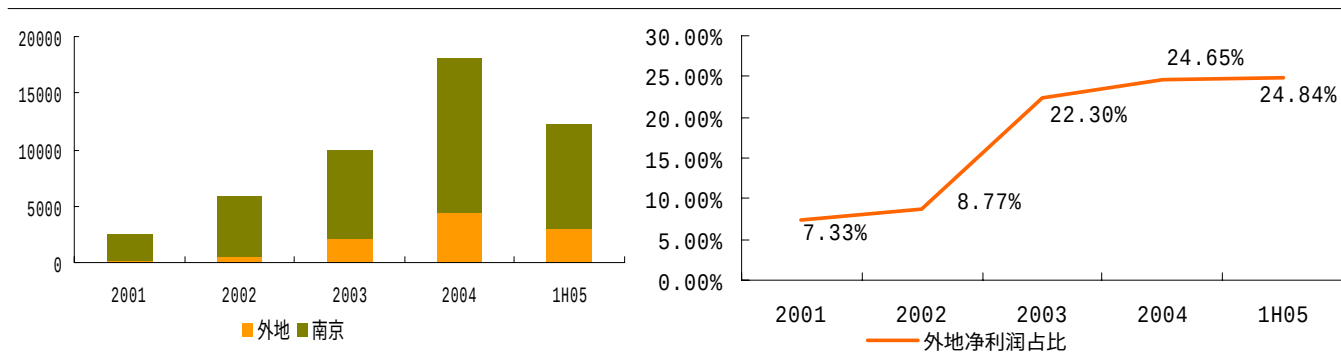
资料来源:苏宁年报

公司较高的费用支出也为将来的内部挖潜提供了一定的空间。

盈利预测及投资建议

苏宁目前的盈利结构中，南京本部的利润占了 75% 左右。一方面，南京是苏宁最强势的销售地区，消费者的品牌忠诚度极高，另一方面，由于家电行业依据整体销售额进行返利的特点，导致异地门店的部分返利都归结到了苏宁南京本部，由此造成这部分数据可能存在部分失真。

图 8：苏宁对南京本地的净利润依赖逐步减少

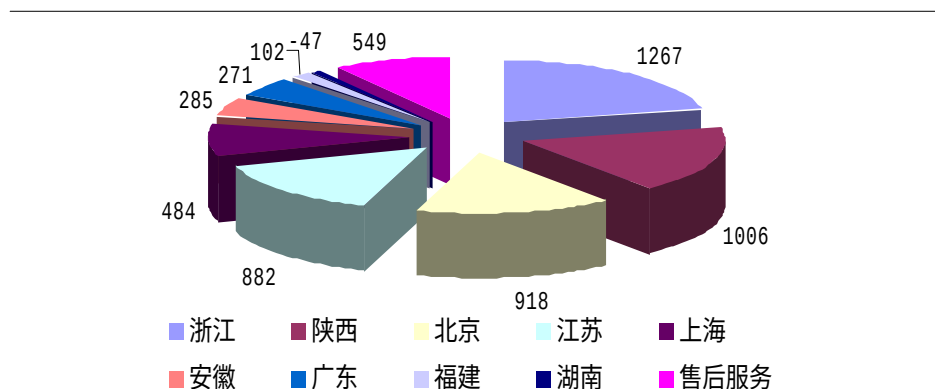


资料来源:苏宁年报及申万研究所

尽管如此，01 年公司向异地扩张以来，外地门店的利润贡献正在逐年提高。其中浙江、北京、陕西和江苏（除南京本地）以及上海对苏宁业绩贡献较大。

10 月 15 日苏宁公告了三季度业绩同比增长 100%-120%，又一次超出了市场平均 90% 的增长预期。公司今年新开门店 130 家，主要分布在东北、江苏二线城市、浙江和上海等地。据我们了解，“十一”在上海长宁区开业的苏宁旗舰店当日销售又创造了新的纪录。

图 9：2004 年苏宁异地门店净利润分布情况



资料来源:苏宁年报及申万研究所

苏宁电器 05 年业绩增长的动力主要来自两部分，一是 04 年新进入城市的外延式的增长，江苏的二线城市、如连云港、盐城、徐州和镇江等地，安徽马鞍山、芜湖和广东的佛山。二是已进入城市逐渐形成的区域规模优势，如深圳、上海和浙江杭州等地区。

05 年公司将实现销售收入 146 亿元，净利润 3.5 亿元，同比增长 92.2%，折合每股收益 1.04 元（中期 10 送 8 除权后），复权计算为 1.87 元，目前 05 年动态 P/E 为 19 倍，06 年 14 倍。

表 8：苏宁未来三年的损益表

百万元	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	6034	9107	14572	21857	30600
主营业务成本	5516	8219	13144	19737	27663
主营业务税金及附加	14	17	29	44	61
主营业务利润	504	871	1399	2076	2876
其它业务利润	160	362	656	918	1224
营业费用	368	765	1217	1814	2546
管理费用	110	163	262	385	536
财务费用	11	13	26	30	34
营业利润	174	292	550	766	985
投资收益	-1	-1	-1	0	0
补贴及营业外收支	-4	-4	-6	-7	-7
利润总额	169	287	543	759	978
所得税	58	97	179	250	323
少数股东损益	6	9	15	20	26
净利润	99	181	348	488	629
每股收益：元	1.45	1.95	1.04	1.46	1.88

资料来源：公司年报及申万研究所

而 06 年业绩增长同样来自已进入城市门店盈利的正常化和其他新进入城市的外延增长。特别是 05 年上半年新开的 17 家东北门店、江苏二线城市新增的 10 家门店和上海的部分门店将构成公司业绩的最大亮点。

从 04 年到 07 年，公司利润的复合增长率为 50%，居上市公司之冠，P E G 为 0.73，我们认为市场股价并未充分反应公司高成长的价值。因此尽管公司股价已有惊人的涨幅，但价值和价格的较大背离仍是我们推荐公司的充分理由。以 06 年 1.46 元的 E P S 计算，给予 18 倍估值，股价的合理中枢在 26 元附近，复权前的价格应为 47.3 元，比现有股价尚有 30% 的涨幅。维持增持的投资建议，风险中。

附表 1：重点公司估值比较

简称	04EPS	05EPS	06EPS	07EPS	05P/E(E)	06P/E(E)	07P/E(E)	股改预期	投资建议
G 苏宁电器	0.973	1.87	2.62	3.38	19	14	11	已完成	增持
	再融资股本扩大 30%	1.44	2.01	2.60	25	18	14		
G 华联综超	0.387	0.54	0.70	0.84	18	14	12	已完成	增持
	再融资股本扩大 30%	0.42	0.54	0.64	24	19	15		
小商品城	0.826	1.16	1.48	1.84	27	21	17	中性，会有创新	观望
新世界	0.272	0.30	0.39	0.47	24	18	15	中性	增持
百联股份	0.127	0.21	0.26	0.29	28	23	20	中性偏好	观望
大商股份	0.528	0.84	1.05	1.24	19	15	13	可能较迟	增持
	再融资股本扩大 30%	0.65	0.81	0.95	24	20	17		
友谊股份	0.307	0.34	0.42	0.51	20	16	13	中性，会有创新	增持

资料来源：申万研究所

附表 2：三大家电连锁企业销售数据比较

万元、平方米		2002	2003	2004	1H2005
门店数量	国美	47	79	144	188
	苏宁	24	41	84	149
	永乐	14	25	92	121
单店面积	国美	3,149	3,430	2,847	3,284
	苏宁	3,735	4,668	4,468	4,493
	永乐	3,666	4,052	4,316	4,591
单店销售额	国美	14,083	11,831	8,286	4,155
	苏宁	14,690	14,716	10,842	4,763
	永乐	17,078	19,779	8,986	4,711
每平米销售	国美	4.47	3.45	2.91	1.27
	苏宁	3.93	3.15	2.43	1.06
	永乐	4.66	4.88	2.08	1.03
每平米利润	国美	0.05	0.07	0.11	0.06

	苏宁	0.07	0.05	0.05	0.02
	永乐	0.05	0.13	0.05	0.03

资料来源：公司年报

附表3：三大家电连锁企业财务指标比较

	国美			苏宁			永乐		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
门店数量	47	79	144	24	41	84	14	25	92
销售收入	661,901	934,640	1,193,130	352,556	603,372	910,725	239,090	494,480	826,700
净利润	6,919	17,847	45,816	5,856	9,890	18,120	2,340	12,740	18,570
收入%	70.9%	41.2%	27.7%	111.9%	71.1%	50.9%		106.8%	67.2%
净利润%	318.4%	157.9%	156.7%	131.9%	68.9%	83.2%		444.4%	45.8%
毛利率	6.4%	7.2%	9.6%	8.4%	8.6%	9.8%	4.0%	6.2%	7.1%
综合毛利率	7.6%	9.9%	13.0%	9.3%	10.9%	13.2%	5.2%	8.0%	10.7%
净利润率	1.1%	1.9%	3.8%	1.7%	1.6%	2.0%	1.0%	2.6%	2.2%
存货周转率	14.04	11.37	12.14	16.19	21.79	16.67		16.4%	12.9%
流动比例	1.17	1.23	1.33	1.28	1.34	1.53	1.00	1.03	1.00
速动比例	0.86	0.97	1.03	0.61	0.68	0.88	0.15	0.22	0.16
R O E	30.9%	28.9%	42.7%	38.9%	38.8%	21.8%	140.72%	68.87%	50.07%
资产负债率			77.7%	63.0%	64.0%	58.0%	61.43%	57.66%	65.77%
EBITDA			59683	9030	19635	30652	4610	18036.9	24969.5

资料来源：公司年报及B L O O M B E R G

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。