

商业贸易/零售

(450101)

005 年 11 月 18 日

相关研究：

《苏宁电器深度研究》

2005 年 10 月

《新兴业态高成长性的代言人——
家电连锁零售行业深度研究》

2004 年 9 月

分析师

金泽斐

(8621) 63295888×431

jinzefei@sw108.com

联系人

胡浩平

(8621) 63295888×450

huhaping@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>

在与国美的比较之下更凸现苏宁的投资价值

——家电连锁行业点评

行业研究/行业点评

投资要点：

- 前期扩张路径的选择差异决定了目前不同的赢利阶段, 国美采取的是分区域扩张战略, 而这种模式会导致公司在新进入异地城市时会面临新一轮的门店培育期以及费用的增加。这是影响国美今年业绩增速下降的最大因素。
- 在网络扩张上, 苏宁一直采取的是分散布点的策略。尽管前期的布点扩张是个痛苦的过程, 但当公司一旦完成当地市场的网络覆盖, 并且后续逐步加强区域集中度, 苏宁的业绩仍将获得持续快速的增长, 而这种增长相较于国美会体现的更为平滑。
- 苏宁现金流正常, 三季度经营性现金流低于净利润的主要原因是十一国庆季节性因素的影响, 并且我们认为, 苏宁年底的现金流情况必将得到有效的改善。
- 相较于国美跳跃式增长后出现的业绩增速下滑, 苏宁在近期的增速 G 高于国美。根据简单的 P / E 公式, 预期增长率高的公司估值应该明显高于增长率低的公司。
- 我们预测国美 05、06 年 E P S 将为 0.30 和 0.35 元, 两年复合增长率 16%, PEG0.28, 动态市盈率分别为 15 和 13 倍。
- 我们预测苏宁 05、06 年净利润为 3.5 和 4.9 亿元, 每股收益 1.04 和 1.46 元, 两年复合增长率 65%, PEG0.26, 动态市盈率 16 倍和 12 倍, 明显低于国美估值。并且需要指出的是, 对苏宁 06 年的业绩预测我们可能过于保守, 全年超过 50% 的业绩增长仍存在较大可能。
- 相对于国美而言, 苏宁目前的投资价值更为显著, 估值仍有较大的上升空间, 因此如果推荐国美而放弃苏宁那将是个逻辑前后矛盾的判断。我们坚定看好苏宁未来的成长性和股价上升空间, 缺少苏宁电器的零售配置将是投资者不完整的组合, 建议现价增持。

1. 前期扩张路径的选择差异决定了目前不同的赢利阶段

尽管从表象上看，国美苏宁都在采取高速扩张的策略，但仔细分析，两者仍存在差异。

国美采取的是分区域扩张战略，从一个区域集中走向另一个区域集中，在这个过程中会出现这样的现象：在加强前一个区域集中的过程中，由于当地规模效应的强化，业绩会体现出大幅的增长。而这样的模式会导致公司在新进入异地城市时会面临新一轮的门店培育期以及费用的增加。这是影响国美今年业绩的最大因素。国美 05 年前三季度销售额增长了 34%，而其净利润仅增长了 5.5%，费用快于收入增长是其业绩增速下滑的根本原因。

而在网络扩张上，苏宁一直采取的是分散布点的策略（当然这只是前期的开店策略，未来肯定会逐步形成较成熟的区域网络），这种模式的缺点是：前期由于门店较为分散，因此各个地区的规模效应不甚明显，摊销费用过于庞大和单个门店的销售没有显现出应有水平，因此导致苏宁在这两年费用率偏高，赢利绝对额大大低于国美。

尽管前期的布点扩张是个痛苦的过程，但当公司一旦完成当地市场的网络覆盖，并且后续逐步加强区域集中度，苏宁的业绩仍将获得持续快速的增长，而这种增长相较于国体会体现的更为平滑。

表 1：国美前三年业绩的增速明显高于苏宁

	国美				苏宁			
万元	2002	2003	2004	3Q2005	2002	2003	2004	3Q2005
门店数量	47	79	144	230	24	41	84	187
销售收入	661,901	934,640	1,147,310	1,187,900	352,556	603,372	910,725	1134516
净利润	6,919	17,847	45,815	56,100	5,856	9,890	18,120	21375
收入%	70.90%	41.20%	27.70%	34.00%	111.90%	71.10%	50.90%	71.80%
净利润%	318.40%	157.90%	156.70%	5.50%	131.90%	68.90%	83.20%	110.70%

资料来源：公司年报

国美前三年业绩的复合增长率在 200% 左右，而苏宁仅为 95%，这说明了什么问题？国美前两年业绩的超高速增长是区域集中优势的充分体现，而这两年在异地重新培育市场严重影响了公司业绩增速的下滑。近一两年国美仍将要在新开城市经历一个网络铺点影响赢利的痛苦过程，而成熟市场的门店赢利将基本上维持在一个较高的水平，因此该部分门店内生增长的空间也不大。所以我们认为目前国美只是处于阶段性的业绩调整阶段，对于公司本身的竞争力和 06 年下半年可能开始的业绩增速恢复我们仍然报有一定的信心。

而苏宁在开始慢慢走出分散布点的扩张路径，异地网络的同步趋于成熟是公司未来几年业绩仍可保持较高增长的充分保证。我们估计 05 年公司业绩增速在 95% 左右，而 06 年将在 40% 以上。

2. 国美与苏宁的现金流，均属于正常水平

我们在 10 月 17 日发布的《苏宁电器深度研究》中对苏宁的账面现金和应付账款做过分析，我们认为公司的现金流正常。很多投资者乐于将苏宁和国美的会

计报表做比较分析，我们认为只要适当考虑了国际会计准则和国内的差异，两者的比较未尝不可。

表 2：05 年半年国美比苏宁多了将近 30 亿元的现金

万元	国美 2004	国美 2005.1H	苏宁 2005.1H
非流動資產			
物業、廠房及設備	12,783	31,705	20,771
無形資產	224		12,690
投資物業	500	500	
流動資產			
於香港上市的投資，公允價值	80	65	
存貨	104,633	137,845	139,082
應收票據	30	94	12
應收賬款	6,747	3,910	9,757
預付賬款、押金及其他應收款	17,708	44,499	61,229
應收關聯人士款項	21,938	4,256	
客戶委託銀行存款	1,193		
已抵押定期存款	85,030	177,000	
現金及現金等價物	156,518	216,324	73,186
分類為持作銷售的物業項目	75,044	75,044	
其它			9,299
资产总计	482,431	691,241	326,026

资料来源：公司年报

表 3：但国美比苏宁多了近 30 亿元的应付账款和票据

已發行股本	16,425	16,425	18,632
儲備	86,807	102,330	75,824
中期／擬派末期股息	4,106	6,898	
少數股東權益	21,998	26,555	4,321
所有者權益合計	129,336	152,207	98,777
流動負債			
應付賬款及應付票據	301,249	486,130	189,949
客戶押金、其他應付款及預提費用	31,109	33,126	18,547
應付關聯人士款項	8		
應交稅金	4,975	4,023	3,065
持作銷售的非流動資產直接相關的負債	15,755	15,755	
其它			15,689
負債及所有者權益合計	482,431	691,241	326,027
资产负债率	73.19%	77.98%	69.70%

资料来源：公司年报

2005 年上半年，国美和苏宁的报表显示，两者在现金和应付账款上正好相差 30 亿元，这是说明苏宁为何帐上现金偏少的根本原因。另外用作开立应付票据的

定期存款抵押一般为票面金额 50%左右，所以国美才有 18 亿元的抵押存款。如果去掉这部分应付票据，则两者自有的帐上现金基本一致。

关于苏宁三季度经营性现金流低于净利润的主要原因是十一国庆季节性因素的影响，本次黄金周苏宁共备货 22 亿元，比年底增加了 14 亿元，而应付账款却比年底仅增加了 13 亿元，这就意味着公司用 1 亿元现金偿还了供应商的货款，当然这也与公司增加包销定制提前向供应商打款有关。如果苏宁不用 1 亿元现金归还货款，或者采用国美增加应付票据的模式，苏宁的经营性现金流大体是与净利润匹配的。并且我们认为，苏宁年底的现金流情况必将得到有效的改善。

影响经营性现金流的很大因素来自对应付账款的拖欠和应收款的收回。一般而言，拖欠供应商货款越多，当期存货购买量越少，经营性现金流就越好，因此苏宁三季度现金流并不能说明任何问题。

3. 国美与苏宁的估值，谁更低？

由于国美只有 65%的门店资产放入了上市公司，而他所有门店的经营、采购和管理都是统一的，因此在如何划分费用、成本和返利等方面，都存在一定程度的不透明性，由此香港市场对他整体的估值有所折扣也就在情理之中了。而以国美 65%的门店所分配的赢利及财务数据作为苏宁的直接参照对象，我们觉得比较过于简单，因为参照系的可靠性仍有待检验。当然，我们并不是否认国美的业绩，相反我们认为国美作为家电连锁头把交椅的零售商，其经营管理能力和在消费者服务营销方面仍有不少苏宁值得学习的地方，但我们不倾向于动则拿国美标准简单套用苏宁的做法。

苏宁全部的直营门店均在上市公司，最近几年苏宁的业绩增速开始慢慢释放，相较于国美跳跃式增长后的业绩增速出现下滑，苏宁在近期的增速 G 高于国美。根据简单的 P/E 公式，预期增长率高的公司估值应该明显高于增长率低的公司。或许国美需要 1-2 年的时间来证明他业绩的持续增速，但目前而言，估值偏低仍是他逃避不了的现实。我们预测国美 05、06 年 EPS 将为 0.30 和 0.35 元，两年复合增长率 16%，PEG 0.28，动态市盈率分别为 15 和 13 倍。如果香港市场定价国美是合理的，那么苏宁的赢利预测和估值又怎样呢？

我们预测苏宁 05、06 年净利润为 3.5 和 4.9 亿元，每股收益 1.04 和 1.46 元，两年复合增长率 65%，PEG 0.26，动态市盈率 16 倍和 12 倍，明显低于国美估值。并且需要指出的是，对苏宁 06 年的业绩预测我们可能过于保守，全年超过 50%的业绩增长仍存在较大可能。

所以相对于国美而言，苏宁目前的投资价值更为显著，估值仍有较大的上升空间，因此如果推荐国美而放弃苏宁那将是个逻辑前后矛盾的判断。我们坚定看好苏宁未来的成长性和股价上升空间，缺少苏宁电器的零售配置将是投资者不完整的组合，建议现价增持。

另外需要提醒的是，国际会计准则相较于国内准则在某些费用的确认上可能更宽松，如联华在香港公布的净利润每年都高于友谊合并报表所呈现的业绩，因此简单以 e p s 和 05 年 P / E 来比较两者的估值水平并不客观。

表 4：苏宁电器赢利预测

百万元	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	6034	9107	14572	21857	30600
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
息税折旧摊销前利润	211	327	609	855	1099
息税前利润	185	306	576	796	1019
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

资料来源：申万研究所

表 5：苏宁重要财务指标

重要财务指标

	2003	2004	2005E	2006E	2007E
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.95	1.04	1.46	1.88
每股经营现金流	1.19	1.30	0.72	0.96	1.09
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.75	8.92	3.52	4.97	6.85
关键运营指标(%)					
ROIC	190.3	211.6	77.1	61.7	52.3
ROE	38.7	21.8	29.5	29.3	27.4
毛利率	8.3	9.6	9.6	9.5	9.4
EBITDA Margin	3.5	3.6	4.2	3.9	3.6
EBIT Margin	3.1	3.4	4.0	3.6	3.3
收入同比增长	71.1	50.9	60.0	50.0	40.0
净利润同比增长	68.9	83.2	92.2	40.2	28.9
资产负债率	64.6	57.8	58.2	55.9	52.5
净资产周转率	23.64	10.96	12.36	13.11	13.32
总资产周转率	7.99	4.44	4.95	5.55	6.08

有效税率	34.2	33.5	33.0	33.0	33.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	21.1	15.7	29.4	21.0	16.3
P/B	8.2	3.4	8.7	6.1	4.5
EV/Sale	0.9	0.6	0.4	0.2	0.2
EV/EBITDA	26.7	15.9	8.5	6.0	4.5

资料来源：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。