

苏宁电器(002024)/16.88 元

公司业绩正处于高速增长长期

胡鸿轲

86-021-68407302

huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·零售

估值区间：约 25 元/股

强烈推荐 A(维持)

10 月中旬至今，我们分别到国美、永乐、苏宁进行了实地调研，并与各家的高管进行了深入沟通，通过对三家公司进行比较分析，我们认为国美正处于下一阶段业绩高速增长的孕育期，而苏宁则正处于前期厚积利润的勃发期，05、06 年恰恰是苏宁的业绩高速增长期，而非公司故意虚增利润，目前，公司价值被严重低估，维持强烈推荐——A 的投资评级，建议买入。

投资要点

- **国美业绩增长放缓不等于苏宁同样要放缓：**05 前三季，国美净利同比增长只有 3.71%，主要是由于收入增长放缓、费用率提高所致，实际上，与 04 年中期相比，05 年 9 月底国美店面增长 124%，而苏宁则高达 228%，这导致苏宁收入相应增长 163%，远高于国美的 101%；04 年底至 05 年 9 月底，国美同城店面数量由 4.64 降至 3.41，苏宁由 1.83 提高至 2.31，连锁家电行业的盈利核心是规模效益，同城店面数量下降导致国美费用率提高更快，05 前三季国美税前利润率 5.31%，同比下降了 1.55 个百分点，而苏宁则提高了 0.53 个百分点至 3.05%；04 年苏宁税前利润为 28700 万元，国美为 76804 万元港币，苏宁只有国美税前利润的 37%不到，苏宁高速增长仅仅是因为利润增长起平点低，在其销售规模接近国美时，绝对盈利水平也将逼近国美盈利水平的正常成长规律。
- **激烈市场竞争难抑公司业绩高速增长：**在现有“供应商保证零售商综合毛利率”的运营规则下，竞争激烈对零售商盈利的影响主要体现在收入增长能否匹配费用增长上，事实上，随着公司不断向二、三线城市延伸（租金、人工费用下降），以及费用规模效益不断体现，05 年前三季，公司加权单店费用为 933 万元，同比下降 18.59%，而竞争激烈导致费用上升相对有限，如果租金同时上涨 10%，那么租金费用率仅能提高 0.16 个百分点，我们认为单店费用下降的趋势是决定公司综合费用变化的真正主导趋势，收入的增长能够抵御费用的增长，通过对收入、费用分析，我们略微调高对公司的盈利预期，预计 05—07 年 EPS 分别在 1.03、1.39、1.81 元/股以上。
- **苏宁电器现金流、盈利质量良好：**为控制资产负债率，苏宁较少使用应付票据，这导致公司应付款帐期较短，表现为国美、永乐每新增 1 元存货，可以获得更多的应付款，05 年中期，国美、永乐、苏宁的“新增应付款/新增存货”分别为 5.57、4.59、1.59，这导致苏宁经营性净现金流较少，如果苏宁增加应付票据将资产负债率提高 10 个百分点达到国美、永乐的 水平，那么苏宁可以新增约 15 亿元现金，我们认为对于这类强势零售企业，如果存货、应收款正常，我们不必担心现金流以及盈利的现金质量。

上证指数：1096.99

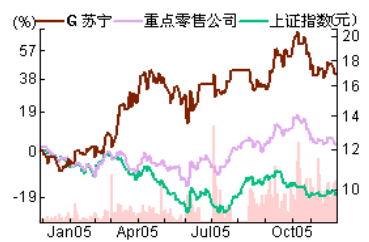
股本数据

A 股总股本(万)	33537.60
流通 A 股(万)	11250.00
流通市值(亿)	18.99

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	6.11	10.42
6 个月(%)	26.56	23.08
1 年(%)	58.96	77.14
52 周波动(元)	43.50—94.60	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

股价调整再次产生买入机会

10/31/2005

零售业演进规律探析

9/06/2005

苏宁电器——公司业绩高速增长趋势未变

8/30/2005

苏宁电器——公司正处于业绩快速成长期

7/5/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	910,725	1,567,122	2,211,490	2,661,438
同比增长率(%)	50.94%	72.07%	41.12%	20.35%
营业利润(万元)	29,227	55,162	74,303	96,479
同比增长率(%)	67.75%	88.74%	34.70%	29.84%
净利润(万元)	18,120	34,615	46,706	60,732
主营利润率(%)	9.57%	9.83%	9.88%	9.92%
净利润率(%)	1.99%	2.21%	2.11%	2.28%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	1.95	1.03	1.39	1.81
每股净资产(元)	8.92	3.90	5.23	6.95
净资产收益率(%)	21.81%	26.47%	26.68%	26.08%
每股股息(元)	0.10	0.05	0.07	0.09
股息收益率(%)	0.34%	0.18%	0.24%	0.31%
P/E(倍)	8.68	16.34	12.10	9.31
P/B(倍)	1.89	4.32	3.23	2.43

正文目录

一、05、06 年是苏宁的业绩高速增长期	3
二、激烈市场竞争难抑公司业绩高速增长	5
三、国美、永乐、苏宁基本财务状况对比	8
五、估值及投资策略	11

图表目录

图 1 连锁家电行业运营规则	3
表 1 国美、苏宁开店与收入增长速度对比	4
表 2 国美、永乐、苏宁同城开店及利润率对比	4
表 3 国美、永乐、苏宁绝对盈利水平对比	5
表 4 苏宁电器收入预测	6
表 5 2004 年不同城市房价、居民收入对比	6
表 6 05、04 年前三季度单店费用对比	7
表 7 公司基本盈利预测	7
表 8 国美、永乐、苏宁税前利润结构对比	8
表 9 苏宁分产品毛利率	8
表 10 2004 国美、永乐、苏宁主要财务指标对比	9
表 11 国美、永乐、苏宁应付款绝对值及结构对比	9
表 12 国美、永乐、苏宁新增存货所能增加的应付款对比	9
表 13 国美、永乐、苏宁存货周转天数对比	10
表 14 国美、永乐、苏宁现金流对比	10
表 15 国美、永乐、苏宁资产负债率对比	10
表 16 国美、永乐、苏宁应收账款对比	10
附表 1 资产负债表	12
附表 2 损益表	12
附表 3 现金流量表	13
附表 4 主要财务指标	13

一、05、06 年是苏宁的业绩高速增长期

国美业绩增长放缓不等于苏宁要同样放缓

05 年前三季度，国美的税前利润同比增长只有 3.71%，税前利润率则由去年同期 6.86% 下降至 5.31%，投资者将此归咎于家电市场竞争激烈，同时认为国美是连锁家电行业的龙头公司，国美业绩出现增长放缓，意味着连锁家电行业开始步入下行通道，苏宁在所难免，同样会出现业绩增长放缓的情况。

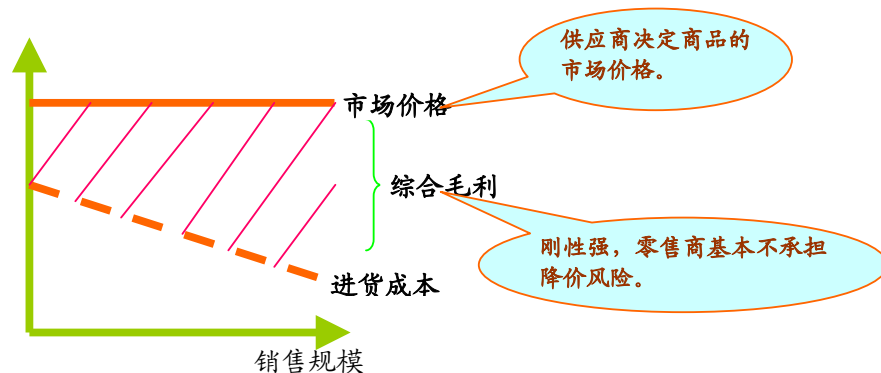
就此，我们认为：与强周期性的钢铁、石化等行业不同，零售行业公司不是齐头并进的发展模式，而是错落有致，各个公司具有各自发展特点的行业，05、06 年恰恰是苏宁的业绩高速增长期。

国美业绩增长放缓并非竞争激烈降低综合毛利率所致

05 年前三季度，剔除非经常性损益，国美综合毛利率由去年同期的 13.22% 提高至 13.34%，这表明，国美业绩增长放缓的真实原因并不是价格竞争所致。

事实上，家电零售市场的基本运营规则确保了零售商的综合毛利率不受商品价格竞争的影响：商品的**市场价格体系由供应商决定，价格战是不同供应商之间的价格战，零售商与供应商签订的大多是固定综合毛利率合同，降价损失基本由供应商承担（图 1）。

图 1 连锁家电行业运营规则



在现有零售市场的运营规则下，上游家电供应商的综合毛利率更多受市场竞争影响，而下游零售商的综合毛利率则受竞争的影响较小，市场竞争对零售商的影响主要体现在市场份额、销售收入的增长上。

国美、苏宁开店速度不同导致收入增长不同

2005 年 1—9 月份，国美收入同比增长为 34%，收入增长放缓是公司业绩增长放缓的主要原因之一，事实上，从 04 年中期开始，国美电器的开店速度进入阶段性平稳开店期，而苏宁上市资金到位后，则进入阶段性快速开店期，这使得苏宁的收入增长明显快于国美（表 1）。

表 1 国美、苏宁开店与收入增长速度对比

	04 年中期	04 年底	05 年中期	05 年 9 月底
店面增长对比（单位：个）				
国美电器	96	116	169	215
比 04 中期增长		20.83%	76.04%	123.96%
苏宁电器	57	84	149	187
比 04 中期增长		47.37%	161.40%	228.07%
苏宁、国美店面比	59.38%	72.41%	88.17%	86.98%
收入增长对比（单位：亿元）				
国美电器	59.17	119.31	78.12	118.79
比 04 中期增长		101.64%	32.03%	100.76%
苏宁电器	43.12	91	70.97	113.45
比 04 中期增长		111.04%	64.59%	163.10%
苏宁、国美收入比	72.87%	76.27%	90.85%	95.50%

数据来源：公司公告、调研，国美店面剔除了数码店，收入为港币。

国美、苏宁开店策略不同导致费用增长速度不同

05 年前三季度，剔除非经常性损益，受综合费用率提高影响，国美税前利润率由去年同期的 6.86% 下降至 5.31%，这也是国美业绩增长放缓的重要原因，而导致国美费用率上升速度加快的主要原因是“更多地进行异城开店”，连锁家电行业的盈利核心是规模效益，“同城店面数量”是影响规模效益的关键指标之一。

与国美不同，苏宁从 04 年中期开始，同城店面数量呈上升的趋势，同一城市相应的物流、广告、管理费用分摊会有所降低，这导致苏宁的税后利润率也保持了一种上升趋势（表 2）。

表 2 国美、永乐、苏宁同城开店及利润率对比

	店面/城		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器
2004	4.64	2.71	1.83
05 中期	4.02	2.39	2.22
05 前三季	3.41		2.31
税前利润率			

04 年前三季度	约 6.64%	——	2.52%
2004	6.44%	3.11%	3.15%
05 中期	5.01%	3.03%	2.99%
05 前三季	5.31%	——	3.05%

数据来源：公司公告、调研，国美、永乐店面剔除数码店。

05、06 年苏宁利润高速增长是前期厚积效益的必然反映

我们认为 05、06 年苏宁正好处于上一阶段厚积利润的勃发阶段，而国美电器则正好处于下一阶段利润的厚积阶段，从绝对盈利水平看，苏宁的绝对盈利水平还远低于国美目前的盈利水平，仍然处于正常的范围内，苏宁的高速增长仅仅是因为利润增长起平点比较低，在其销售规模接近国美时，绝对盈利水平也将逼近国美的正常成长规律（表 3）。

表 3 国美、永乐、苏宁绝对盈利水平对比 单位：万元

	税前利润			税前利润占比		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器	国美电器	永乐电器	苏宁电器
2004	76,804	25,730	28,700	100.00%	33.50%	37.37%
05 中期	39,148	17,250	21,207	100.00%	44.06%	54.17%
05 前三季	63,085		34,582	100.00%	——	54.82%

数据来源：公司公告、调研，国美为港币。

二、激烈市场竞争难抑公司业绩高速增长

正如我们前面所分析的，市场竞争激烈对零售商的综合毛利影响并不大，竞争激烈对零售商盈利的影响主要体现在收入的增长，以及费用的增长两方面。

我们对收入的预测已经充分考虑了激烈竞争的影响

首先，市场竞争激烈会影响成熟店面的销售，05 年 1——9 月份，灿坤、易好家、武汉中商已经惨淡退出家电市场，家电零售市场竞争不能说不够激烈，但是，即使在竞争如此激烈的市场条件下，国美成熟店面的增长率为 3.6%，苏宁在 4.0% 左右，保守一点，我们不妨将 06、07 年苏宁成熟店面的增长率假设为-10%与-5%。

其次，市场竞争激烈会影响到新店的销售增长，正常而言，05 年新成立店面的平均收入在 06 年应该增长 100%（05 年只计入半年），保守一点，我们假设 05 年新成立店面 06 年收入增长为 80%；此外，我们再假设 06 年新成立店面收入比 05 年新成立店面的单店收入下降 24%，07 年新成立店面收入比 06 年新成立店面的单店收入再下降 23%。

最后，我们假设 06、07 年公司分别新开 120、100 家新店，那么在这种严格假设条件下，我们对苏宁的收入进行了预测（表 4）。

表 4 苏宁电器收入预测

年份	2005E	2006E	2007E
04 年底前成立的成熟店面			
收入	982,464	884,218	840,007
同比	—	-10%	-5%
05 年新成立店面			
收入	475,324	855,583	812,804
同比	—	80%	-5%
平均收入/单店	7,605	6,845	6,502
06 年新成立店面			
收入	—	346,511	658,371
同比	—	—	90%
平均收入/单店	—	5,775	5,486
07 年新成立店面			
收入	—	—	223,521
同比	—	—	—
平均收入/单店	—	—	4,470
批发、加盟、集团销售			
收入	109,334	125,179	126,735
占店面收入比例	7.5%	6%	5%
销售收入合计			
收入	1,567,122	2,211,490	2,661,438
同比	72.07%	41.12%	20.35%

数据来源：公司公告、调研。

事实上，我国家电市场每年的内生增长在 10% 以上，这将大大减缓竞争对成熟店面销售减少、新增店面收入下降的压力，我们认为，上述对收入的预测是比较严谨的。

单店综合费用下降是决定公司费用变化的主导趋势

市场竞争激烈以及物价的自然增长，将增加公司的促销、房租、人员等费用，但是我们还应看到，公司的扩张城市正逐步由核心城市向二、三线城市延伸，二、三线城市的租金、人工费用明显低于核心城市（表 5）。

表 5 2004 年不同城市房价、居民收入对比

城市	省会以上城市			二、三线城市		
	上海	济南	长沙	九江	宜昌	新乡
商品房均价（元/平米）	8627	3172	2825	1988	1463	1254
相对于上海	—	-63.23%	-67.25%	-76.96%	-83.04%	-85.46%
2004 居民人均可支配收入（元）	16683	12005	11021	7819	7592	7165
相对于上海	—	-28.04%	-33.94%	-53.13%	-54.49%	-57.05%

数据来源：网站搜索。

此外，我们还应注意到，随着公司的快速扩张，公司前期积累的物流、人员等费用也将得到分摊，这样，随着同城店面数量的上升，规模效益也将导致单店运营费用的下降。

事实上，竞争导致的人员、房租费用上升相对有限，以房租费用为例，如果租金同时上涨 10%，那么租金费用率仅近提高 0.16 个百分点。

我们认为：随着公司不断向二、三线城市延伸，单店的租金、人员费用将出现较大幅度的下降，同时费用方面的规模效益也将不断显现，这种单店费用下降的趋势是决定公司综合费用变化的真正主导趋势。

05 年前三季度与 04 年前三季度公司单店营业费用、管理费用的变化趋势印证了我们上面的判断（表 6）

表 6 05、04 年前三季度单店费用对比 单位：万元

	04 年前三季度	05 年前三季度	同比
期末店面数量	68	187	175.00%
加权店面数量	54.5	135.5	148.62%
营业、管理费用	62,433	126,386	102.43%
单店加权费用	1,146	933	-18.59%
支付工资现金	22,569	39,000	72.80%
单店加权工资	414	288	-30.43%

数据来源：公司公告、调研。

苏宁简要盈利预测

05 年三季度过后，随着空调旺季消费的结束，苏宁 05 年的业绩大局已定，预计 EPS 在 1.03 元以上，06、07 年综合考虑收入、综合毛利、综合费用变化趋势，我们略微调高了盈利预期（表 7）。

表 7 公司基本盈利预测 单位：万元

	2004A	2005E	2006E	2007E
主营收入	910,725	1,567,122	2,211,490	2,661,438
主营利润	87,129	153,970	218,385	263,882
其他业务利润	36,173	78,356	113,560	140,391
综合毛利率	13.54%	14.83%	15.01%	15.19%
营业费用	76,487	144,959	211,197	252,837
管理费用	16,255	29,775	43,124	51,233
财务费用	1,334	2,429	3,317	3,726
综合费用率	10.33%	11.31%	11.65%	11.57%
税前利润	28,700	54,501	73,563	95,609
所得税	-9,652	-17,985	-24,276	-31,551
所得税率	-33.63%	-33.00%	-33.00%	-33.00%
净利润	18,120	34,608	46,713	60,712

净利率	1.99%	2.21%	2.11%	2.28%
总股本	18,632	33,538	33,538	33,538
EPS	0.9725	1.0319	1.3928	1.8103
原预测 EPS	0.9725	1.0141	1.3681	1.7843

数据来源：公司公告、调研。

三、国美、永乐、苏宁基本财务状况对比

返利确认方式不同，全年盈利结构不同

香港上市公司——国美、永乐对于返利采取全年均摊的会计记账方式，国内上市公司苏宁则采取返利真实到帐后再确认的方法，因此，国美、永乐的盈利表现为每一季度都相对平均，而苏宁则表现为前低后高（表 8）。

表 8 国美、永乐、苏宁税前利润结构对比

	国美	永乐	苏宁
04 中期/04 全年	48.95%	57.21%	32.64%

数据来源：公司公告、调研。

产品结构、销售模式不同，综合毛利率、费用率表现不同

首先，苏宁的空调销售比例较大，而空调的毛利率比较高，因此，正常而言苏宁的毛利率应该偏高（表 9）。

表 9 苏宁分产品毛利率

	2002	2003	2004
空调器	11.72%	11.38%	11.50%
黑色电器	2.61%	4.49%	5.63%
白色电器	4.38%	4.54%	8.40%
通讯、数码、IT	2.37%	4.27%	5.06%
安装维修（空调为主）	74.51%	74.70%	76.12%
其他	8.88%	10.42%	15.88%
合计	8.36%	8.57%	9.76%

数据来源：公司公告、调研。

其次，苏宁空调的售后安装使用自己的安装服务队，会计记账则分别记入收入、成本、费用，而这块业务的毛利率高达 76% 以上，费用率则在 70% 左右，而国美是以净收益的形式全部计入其他业务利润，永乐同样也有类似情况，这样，在安装维修净利润相近的情况下，苏宁表现为毛利率高，其他业务利润低，费用率高。

再次，我们还注意到，苏宁有较多的费用采取替供应商垫付，计入营业费用，供应商还款后，再记入其他业务利润的方式经营，具体而言，苏宁这方面的比例为 1%，国美不足 0.5%，

这样，表现为苏宁的其他业务利润率偏高，费用率偏高，

再次，国美、永乐的正 POS 机费用计入其他经营费用，苏宁记入财务费用，同时，苏宁使用应付票据较少，银行存款利息也较少，这使得苏宁的财务费用表现较高。

最后，剔除上述产品结构、经营模式、会计方面的影响，以国美为标杆，苏宁的真实盈利能力指标处于正常的范围内（表 10）。

表 10 2004 国美、永乐、苏宁主要财务指标对比

	永乐	国美	苏宁	苏宁调整后
毛利率	7.05%	9.63%	9.76%	8.53%
其他业务利润率	3.63%	3.84%	3.97%	3.44%
综合毛利率	10.68%	13.47%	13.73%	11.97%
营业费用率	6.15%	5.47%	8.40%	6.54%
管理费用率	1.54%	1.36%	1.78%	
财务费用率	-0.31%	-0.22%	0.15%	-0.02%（仅调整 POS 机费用）
税前利润率	3.11%	6.44%	3.15%	——

数据来源：公司公告、调研。

苏宁真实现金流、盈利质量良好

各公司公告显示，国美、永乐主要采取应付票据的方式支付供应商，而苏宁则主要采取应付账款的模式支付供应商（表 11）。

表 11 国美、永乐、苏宁应付款绝对值及结构对比

单位：万元

	应付账款及应付票据合计			应付票据占比		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器	国美电器	永乐电器	苏宁电器
2004	301,249	302,200	91,222	——	76.42%	26.75%
05 中期	486,130	415,715	189,949	——	76.80%	31.95%
05 前三季	627,500	——	279,793	——	——	28.12%

数据来源：公司公告、调研，国美为港币。

应付票据模式使得国美、永乐能够大大增加应付帐期，表现为国美、永乐每新增一元存货，能够获得更多的应付款（表 12）。

表 12 国美、永乐、苏宁新增存货所能增加的应付款对比

单位：万元

	新增应付款/新增存货		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器
05 中期相对于 04 年底	5.57	4.59	1.59

数据来源：公司公告、调研，国美为港币。

这样，在存货周转天数接近的情况下，应付款的增多会大大提高经营性现金流的净流入，这样无疑会使国美、永乐的经营性现金流表现的更为优良，但是，由于应付票据需要更多银

行存款，这又导致国美、永乐的投资性现金流净流出较多（表 13、14）。

表 13 国美、永乐、苏宁存货周转天数对比

	存货周转天数		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器
04 年底	32.82	27.42	23.92
05 中期	30.57	31.32	30.06
05 前三季	44	—	38.85

数据来源：公司公告、调研。

表 14 国美、永乐、苏宁现金流对比

单位：万元

	经营性净现金流			投资性净现金流		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器	国美电器	永乐电器	苏宁电器
05 中期	165,076	54,160	13,500	-105,271	-60,189	-13,911

数据来源：公司公告、调研，国美为港币。

苏宁之所以较少使用应付票据主要是出于控制资产负债率的需要出发，如果将苏宁的资产负债率提高 10 个百分点，达到国美、永乐的 水平，那么苏宁可以新增约 15 亿元的现金。（表 15）。

表 15 国美、永乐、苏宁资产负债率对比

	国美电器	永乐电器	苏宁电器
04 年底	77.70%	90.05%	59.50%
05 中期	81.82%	86.33%	71.03%

数据来源：公司公告、调研，国美为港币。

我们认为，对于国美、永乐、苏宁这类强势零售企业而言，他们基本上不存在存货积压风险，存货的风险基本由供应商承担，考察利润与现金流是否匹配的风险，主要需要考察应收账款的占比。

苏宁由于空调安装业务采取自营模式，受较多集团采购，整体安装项目影响，应收帐款相对较多，但是从比例，以及绝对量上看，应收帐款仍处于正常范围内（表 16）。

表 16 国美、永乐、苏宁应收账款对比

	应收账款			应收账款/主营收入		
	国美电器	永乐电器	苏宁电器	国美电器	永乐电器	苏宁电器
2004	6,748	2,597	6,388	0.63%	0.31%	0.70%
05 中期	3,910	1,960	9,757	0.50%	0.34%	1.37%
05 前三季	—	—	18,375	—	—	1.62%

数据来源：公司公告、调研，国美为港币。

综合上述分析，我们认为苏宁电器的现金流、盈利质量良好。

四、估值及投资策略

按照对公司的盈利预测，我们认为给予公司 05 年 25 倍的动态市盈率比较合适，公司的动态价值在 25 元/股左右，公司价值已经被严重低估，维持强烈推荐——A 的投资评级，建议市价买入。

最近，基于对永乐高成长的预期，香港市场永乐电器出现较大涨幅，永乐的 05 年动态市盈率已经达到 20 倍（每股 2.825 港币，公司盈利预期 0.138 港币），我们坚信随着苏宁盈利高增长的确定性不断增强，苏宁的内在价值最终会得到 A 股市场的认可。

附表 1 资产负债表

会计年度:	2004	2005	2006	2007
货币资金	53,060	79,498	102,178	133,748
应收帐款	6,388	10,970	15,480	18,630
其他应收款	4,347	7,052	9,399	11,045
预付帐款	37,713	56,236	78,350	93,063
存货	76,871	133,952	187,925	224,869
待摊费用	3,446	6,268	8,846	10,646
流动资产合计	181,825	277,878	379,654	465,062
长期投资合计	918	918	918	918
固定资产净值	10,687	23,162	33,671	42,280
固定资产净额	10,687	23,162	33,671	42,280
在建工程	3,809	3,809	3,809	3,809
固定资产合计	14,496	26,972	37,481	46,089
长期待摊费用	7,934	16,347	24,260	31,674
无形资产及其他资产合计	7,934	16,347	24,260	31,674
资产总计	205,174	322,115	442,314	543,744
短期借款	2,000	3,000	3,500	4,000
应付票据	24,400	42,301	54,687	59,806
应付帐款	66,822	116,326	162,073	186,593
预收帐款	9,187	16,215	22,869	27,511
应付工资	1,026	1,787	2,587	3,074
应付福利	806	1,489	2,156	2,562
应交税金	2,936	3,500	3,675	3,859
其他应交款	216	300	41	41
其他应付款	10,359	14,100	19,886	23,922
预提费用	862	1,747	2,543	3,041
流动负债合计	118,616	200,765	274,018	314,407
负债合计	118,616	200,765	274,018	314,407
少数股东权益	3,466	5,374	7,948	11,295
股本	9,316	18,632	18,632	18,632
资本公积金	37,215	27,899	27,899	27,899
留存收益	36,561	69,445	113,816	171,511
股东权益合计	83,092	115,976	160,347	218,042
负债和股东权益总计	205,174	322,115	442,314	543,744

附表 2 损益表

会计年度:	2,004	2,005	2,006	2,007
主营业务收入	910,725	1,567,122	2,211,490	2,661,438
减: 主营业务成本	821,870	1,410,018	1,988,627	2,392,220
主营业务税金及附加	1,726	3,134	4,478	5,331
主营业务利润	87,129	153,970	218,385	263,887
加: 其他业务利润	36,173	78,356	113,560	140,391
营业费用	76,487	144,959	211,197	252,837

管理费用	16,255	29,775	43,124	51,233
财务费用	1,334	2,430	3,321	3,729
营业利润	29,227	55,162	74,303	96,479
加：投资收益	(118)	(150)	(150)	(150)
补贴收入	102	150	150	150
营业外收入	364	400	450	500
减：营业外支出	876	1,050	1,200	1,340
利润总额	28,700	54,512	73,553	95,639
减：所得税	9,652	17,989	24,272	31,561
减：少数股东损益	927	1,908	2,575	3,346
净利润	18,120	34,615	46,706	60,732

附表 3 现金流量表

会计年度：	2,004	2,005	2,006	2,007
经营活动产生的现金流量净额	15,071	44,599	41,836	50,836
投资活动产生的现金流量净额	0	(15,000)	(14,000)	(13,000)
筹资活动产生的现金流量净额	37,203	(3,161)	(5,156)	(6,266)
现金期末余额	62,589	79,498	102,178	133,748
现金期初余额	10,315	53,060	79,498	102,178
现金净增加额	52,274	26,438	22,680	31,570

附表 4 主要财务指标

会计年度：	2004	2005	2006	2007
盈利能力				
销售毛利率	9.76%	10.03%	10.08%	10.12%
销售净利率	1.99%	2.21%	2.11%	2.28%
净资产收益率	21.81%	29.85%	29.13%	27.85%
负债能力				
流动比率	1.53	1.38	1.39	1.48
速动比率	0.88	0.78	0.77	0.84
资产负债比率	0.58	0.62	0.62	0.58
现金流量				
每股经营现金流	1.30	2.39	2.25	2.73
净利润现金含量	0.67	1.29	0.90	0.84
营运能力				
应收账款周转率	189.40	199.47	196.73	183.59
存货周转率	15.05	14.28	13.73	12.88
发展能力				
主营业务收入增长率	50.94%	72.07%	41.12%	20.35%
净利润增长率	73.25%	91.03%	34.93%	30.03%
净资产增长率	225.50%	39.58%	38.26%	35.98%
总资产增长率	171.68%	57.00%	37.32%	22.93%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的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征价。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。本报告版权归招商证券所有。