



中国国际金融有限公司

CICC China International Capital Corporation Limited

中国：零售业

下调至“中性”

2005年8月30日

郭海燕 guohy@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

苏宁电器(002024/29.18元)

对价完成、中期净利增长116%、10股转增8股

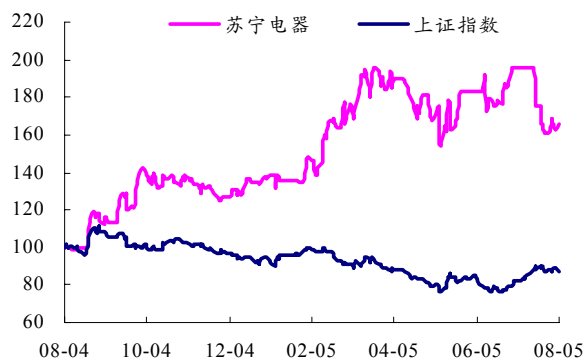
——利好逐步出尽

主要财务指标

(百万元)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E
主营业务收入	3,526	6,034	9,107	14,656	20,488
(+/-)	112%	71%	51%	61%	40%
主营业务利润	285	504	871	1,439	2,052
(+/-)	98%	77%	73%	65%	43%
税前利润	88	169	287	406	528
(+/-)	95%	93%	70%	41%	30%
净利润	59	99	181	245	314
(+/-)	132%	68.9%	83%	35%	28%
总股本	186	186	186	186	186
每股收益(元)	0.31	0.53	0.97	1.32	1.68
(+/-)	132%	69%	83%	35%	28%
每股经营现金流(元)		0.44	0.65	1.25	1.59
市盈率	102.6	60.7	33.2	24.5	19.1
市净率	36.1	21.3	6.5	5.0	3.9
股价/经营现金		67.0	45.0	23.3	18.4
净资产收益率	47.2%	48.7%	33.4%	25.6%	25.2%
较高情况下每股收益(元)				1.62	2.07
(+/-)				67%	28%
较高情况下市盈率				18.0	14.1
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
A股					
当前股价	人民币29.18				
股票代码	002024.CH				
日成交量(百万股)	0.78				
52周最高价/最低价	人民币35.13/17.18				
发行股数(百万股)	186				
其中：流通股(百万股)	63				
主要股东(持股比例)	张近东(31.9%)				

资料来源：中金公司研究部、彭博资讯

上市以来股价表现



资料来源：彭博资讯

要点：

- 2005上半年，得益于收入增长和其他业务利润率的上升，苏宁净利润同比增长115.7%，与国美4.5%的同期增长率产生了鲜明反差。其期间费用率较高的主因是：国美已在8个以上的重点城市取得了第一大家电零售商的地位，规模效益较显著，而苏宁尚未获得这样的跨区域发展形势。
- 从加快存货周转和获取现金的能力来看：
 - 1) 苏宁存货周转率有所下降，经营所得现金流与净利润基本持平，表现不及存货总额同比下降、经营所得现金流为净利润2-3x的大商股份和华联综超。
 - 2) 公司较去年同期加大了银行承兑汇票的使用力度，拉长了帐期，但仍然有财务费用发生，而不是如国美那样获得了一定的利息收益，现金利用效率仍待提升。
- 我们分析的侧重点不在于谈论公司目前的业绩表现如何，而是关注于未来：
 - 1) 我国家电零售业还处于简单的价格竞争阶段，过去的增长主要来自外延式的扩张。国美在市场控制力度上占了上风，而苏宁没有采取激进的攻坚战略、保持了短期业绩的快速成长。
 - 2) 目前并没有切实的依据和观察能够表明：苏宁在讨价还价能力、单店经营水平和顾客吸引力、市场控制力等方面都明显地好于国美。由于内生性增长力度不足，很难说哪家企业已形成了抵御竞争冲击的能力。
- 我们建议对公司未来的业绩增长持较审慎的态度：
 - 1) 公司二季度净利润同比增加额较一季度下降820万元；
 - 2) 国美、永乐已开始进军南京市场；
 - 3) 与国美一样，苏宁体现出了单店平均销售下滑的趋势。
- 我们将其评级由“审慎推荐”下调至“中性”。即便在较高的盈利预测下（参见表3的情景分析），其2005-06年的市盈率已达到了18x和14x，与中性评级的国美持平，基本反映出公司和其所在行业的基本面状况。目前该股的全流通对价已完成，中期业绩也已通过预喜而基本被市场所消化，若此次大比例转增受到市场的追捧，可适当获利。

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。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

表 1. 分季度业绩一览

百万元	2003	1Q04	2Q04	1H04	3Q04	4Q04	2004	1Q05	2Q05	1H05
主营业务收入	6,034	1,857	2,455	4,312	2,291	2,504	9,107	3,127	3,970	7,097
同比增长率					27.45%	49.61%	50.94%	68.38%	61.67%	64.56%
主营业务成本	-5,516	-1,741	-2,217	-3,958	-2,037	-2,224	-8,219	-2,884	-3,582	-6,466
主营业务税金及附加	-14	-2	-3	-5	-5	-7	-17	-5	-5	-10
主营业务利润	504	114	235	349	249	273	871	238	383	620
其他业务利润	160	34	83	117	90	154	362	122	244	365
营业费用	-368	-127	-172	-298	-218	-249	-765	-257	-369	-627
管理费用	-110	-34	-29	-63	-45	-54	-163	-64	-68	-132
财务费用	-11	-3	-4	-8	-3	-3	-13	-4	-6	-11
营业利润	174	-16	113	97	73	122	292	34	183	217
投资收益	-1	-0	-1	-1	-0	-0	-1	-0	-0	-1
补贴收入	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1
营业外收入	3	1	1	2	1	1	4	1	2	3
营业外支出	-8	-2	-3	-5	-1	-3	-9	-4	-4	-8
税前利润	169	-18	111	94	73	121	287	31	181	212
同比增长率					113.64%	19.83%	69.65%	276.59%	62.45%	126.37%
所得税	-58	-5	-28	-33	-27	-36	-97	-14	-69	-83
少数股东权益	-6	1	-5	-4	-1	-4	-9	-1	-5	-6
未确认子公司投资损失	-6	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	99	-21	78	57	44	80	181	16	107	123
同比增长率					109.52%	52.33%	83.22%	173.63%	36.82%	115.69%
总股本（百万股）	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
摊薄每股收益（元）	0.53	-0.11	0.42	0.31	0.24	0.43	0.97	0.08	0.58	0.66
毛利率	8.35%	6.15%	9.56%	8.09%	10.89%	10.90%	9.57%	7.60%	9.64%	8.74%
其它业务利润率	2.66%	1.85%	3.37%	2.72%	3.93%	6.17%	3.97%	3.89%	6.14%	5.15%
综合毛利率	11.00%	8.00%	12.94%	10.81%	14.82%	17.07%	13.54%	11.49%	15.78%	13.89%
营业费用率	6.10%	6.82%	6.99%	6.92%	9.51%	9.93%	8.40%	8.23%	9.31%	8.83%
管理费用率	1.83%	1.83%	1.18%	1.46%	1.98%	2.17%	1.78%	2.04%	1.71%	1.85%
净利率	1.64%	-1.15%	3.19%	1.32%	1.94%	3.18%	1.99%	0.50%	2.70%	1.73%

资料来源：公司报告，中金公司研究部

2005 上半年净利润增长 115.7%，但期间费用仍较高

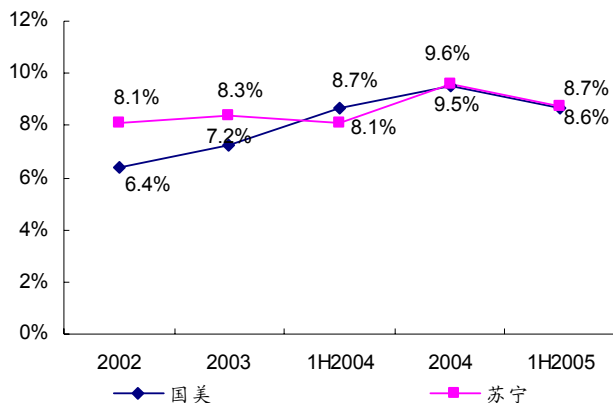
苏宁电器2005年销售收入（含批发收入，但具体比例未公布）同比增长64.5%，净利润同比增长115.7%，与国美电器30%的销售增长和4.5%的净利润增长产生了鲜明的反差。从利润率水平上来看：

- 苏宁的毛利率同比提升了0.7个百分点，虽然销售收入为国美的87.4%，但毛利率高出国美0.1个百分点（图1）。主要原因是：苏宁毛利较高的空调销售占比较大，达到了32%，而国美的这一比例只有21%。
- 其他业务利润率达到5.1%是三年来的高位，比国美高出1.1个百分点（图2）。
- 经营利润率（不包括财务费用或收益）达到3.2%，

同比提升了0.9个百分点（图3）。在其他业务利润率明显领先国美的情况下，其经营利润率低于国美1.6个百分点的主要原因是：营业费用率、管理费用率分别为8.83%和1.85%，比国美分别高出了2.43和0.14个百分点。

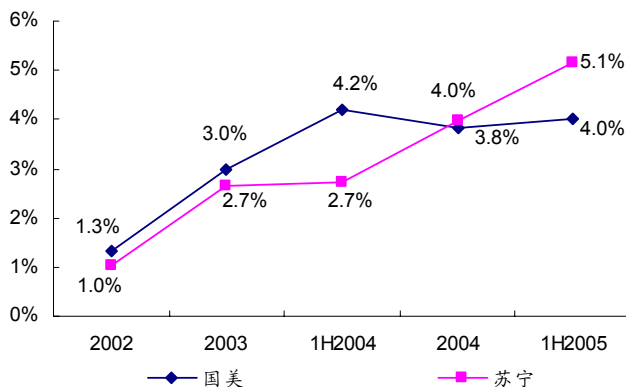
- 苏宁期间费用较高的主要原因是：国美已在8个以上的重点城市取得了第一大家电零售商的地位，规模效益较为显著，而苏宁尚未获得这样的跨区域发展形势，外地门店的合计净利润贡献仅仅为3,100多万元（参见中报中81页长期股权投资增减变动情况），剔除少数股东权益影响后也顶多为4,000万元。

图 1. 毛利率对比



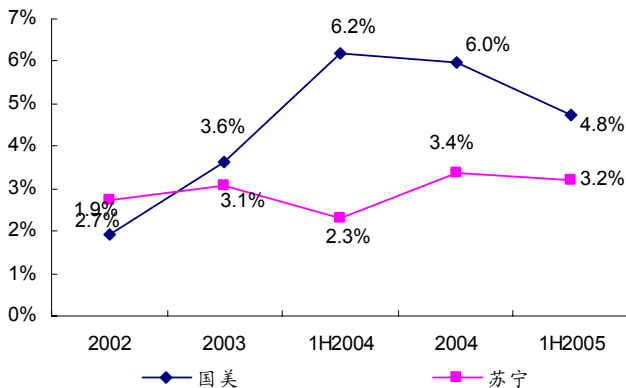
资料来源：中金公司研究部

图 2. 其他业务利润率对比



资料来源：中金公司研究部

图 3. 经营利润率对比



资料来源：中金公司研究部

与国美一样，单店平均销售收入下降

报告期，公司新增了 65 家门店，合计在 67 个城市拥有 149 家门店，平均每个城市的门店拥有量仅为 2.2 家。与之相比较，国美在 42 个城市拥有 188 家门店，每个城市平均拥有 4.5 家店，集中度较高。

苏宁的单店平均销售收入(未剔除批发收入)由 2004 年的 1.06 亿元/家下降至 2005 年中期的 0.95 亿元/家;国美(不含批发收入)则由 2004 年的 1.05 亿元/家下降至 0.86 亿元/家。

我们始终认为，在市场日益饱和的情况下，新门店成熟期被拉长、老门店盈利被摊薄，这与大商股份、华联综超等其他业态领军公司在 2005 上半年获得的 20% 左右销售内生增长有这明显的差距。

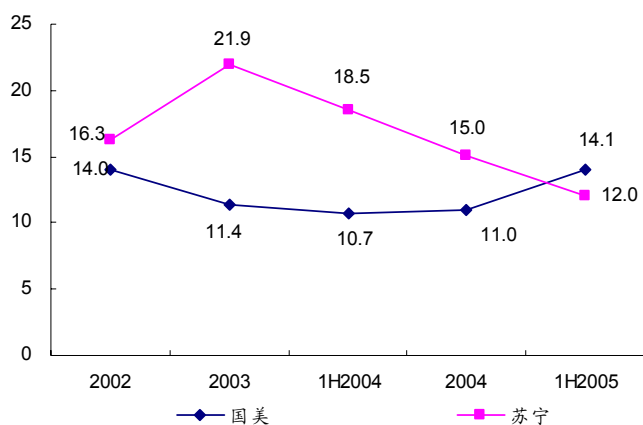
从业态间比较来看，我们更加看好市场空间广阔、竞争已由跑马圈地向经营能力提升转型的时尚百货业和大型综合超市业。

提升存货周转效率和获取经营所得现金流的能力不及大商股份、华联综超

从提高存货周转效率变动趋势和获取现金的能力来看：

- 苏宁的存货周转率由去年同期的 18.5 次/年下降至今年上半年 12 次/年（图 4），经营所得现金流为 1.35 亿元，与净利润基本持平。这一表现不及存货总额同比下降、经营所得现金流达到净利润 2-3x 的大商股份和华联综超。
- 在本期内公司较去年同期加大了银行承兑汇票的使用力度、拉长了帐期，但仍然发生财务费用 1,058 万元，而不是如国美那样获得了一定的利息收益，现金利用效率有待提升。
- 截止 6 月底，苏宁帐面现金余额 7.32 亿元，低于国美 21.63 亿元的水平。

图 4. 存货周转率对比



资料来源：中金公司研究部

我们的侧重点并不是现在如何，而是对未来的预期

做以上分析，我们的侧重点不在于谈论公司目前的业绩表现如何，而是关注于未来。

从报表来看，苏宁中期业绩好于国美的主要来自两点：

- 销售收入同比增长快于国美
- 其他业务利润率高于国美

我们认为，在行业竞争的日益激烈、其跨区域发展能力尚未巩固的情况下，我们认为以上两点的可持续性值得探讨，也使该公司的盈利预测具有一定的不确定性：

- 我们并不是说：在竞争激烈的市场上，第一名的公司业绩增长有所下降，比它小的公司必然也会如此。

然而，并没有切实的依据和观察能够表明：苏宁在市场控制力度（例如在更多的重点城市市场拿到第一名的地位）、讨价还价能力、单店经营能力和客户吸引力等方面度明显地好于国美。（请参见零售月报2005-6，家电零售业怎么了？）

- 我们并不是说：苏宁当期的业绩怎么了，只是建议市场能够合理地分析这一增长态势的可持续性。

中国家电零售业还处于简单的价格竞争阶段，过去的增长主要来自外延式的扩张。国美在市场控制力度上占了上风，而苏宁没有采取激进的攻坚战略、保持了短期业绩的快速成长性，但由于内生性增长力度不足，很难说

谁已形成了较好地抵御竞争冲击的能力。（请参见零售月报2005-7，Best Buy vs. Circuit City）

建议对未来业绩增长速度持较为审慎的态度

我们建议市场对公司下半年和未来几年的业绩持较为审慎的态度，主要依据是：

- 2005年二季度，公司净利润同比增加了2,900万元，比一季度的同比增加额下降了820万元；
- 国美、永乐已开始进军南京市场，苏宁在南京市场的销售和毛利可能会受到一定的影响；
- 与国美一样，苏宁体现出了单店平均销售下滑的趋势（参见上文论述）。

每10股转增8股，流通性得到改善

其实，较高的绝对股价并不是影响股价的主要原因。而事实上，A股市场上不乏表现良好的高价股。

转增（股本拆细）只是一种技术手段，其好处是降低了该股的流动性风险。在全流通前，该股流通盘只有5,000万股，全流通完成后上升至6250万股，10转8后将上升至11,250万股。

股价已基本反映出公司及其所在行业的基本面状况

从中期业绩来看，公司2005年的盈利会好于我们的基准预测；但2006年及此后业绩增长前景的不确定性明显高于我们给予“推荐”评级的大商股份、华联综超。

我们将在更为详细的公司和行业调研后调整基准盈利预测水平，在表3中我们采取了情景分析的方法。

我们将该股评级由“审慎推荐”下调至“中性”：

- 即便在较高的预测盈利水平下（2005年净利润3.02亿元，合1.62元/股，同比增长66%，高于2季度37%的水平；2006年净利润3.85亿元，合2.07元/股，同比增长28%），其2005-2006年的预测市盈率已达到了18x和14.1x，与香港上市的国美持平（参见表2-3）。
- （这只是我们的一个假设性测算）如果该股在2006年进行增发并导致股本扩张30%，则其2006年净利润3.85亿元净利润水平所对应的每股收益将下降至

1.59元，对应18.3x的市盈率，与香港上市的其他中国消费类各股持平。

- 目前该股的全流通对价已完成，中期业绩的增长也已通过预喜公告而基本被市场所消化，如果此次大比例转增受到市场的追捧，可适当获利。

另一方面，我们认为苏宁具备较好的行业代表性，仍然拥有通过自身努力获得更加长足发展的机会，其投资价值应当好于大多数 A 股零售板块的上市公司。

表 2. 国际估值参考

	公司	代码	股价	EPS				PE				2004-2006 EPS CAGR	PEG
				2003A	2004A	2005E	2006E	2003A	2004A	2005E	2006E		
主要国际零售商	7-Eleven	SE US	28.1	0.58	0.86	1.15	1.26	49	33	25	22	21%	1.2
	Target	TGT US	55.7	2.02	3.54	2.64	3.05	28	16	21	18	-7%	-
	Wal-mart	WMT US	45.7	2.08	2.41	2.66	3.03	22	19	17	15	12%	1.4
	Carrefour	CA FP	37.7	2.28	1.94	2.83	3.06	17	19	13	12	26%	0.5
	Metro	MEO GR	40.9	1.52	2.53	2.78	3.12	27	16	15	13	11%	1.3
	Tesco	TSCO LN	326.8	0.14	0.18	20.73	23.09	-	-	16	14	-	-
	平均							24	17	18	16		0.7
美国和日本家电零售商	BEST BUY	BBY US	46.0	1.45	2.01	2.22	2.55	32	23	21	18	13%	1.6
	RADIO SHACK	RSH US	25.1	1.78	2.09	1.84	2.06	14	12	14	12	-1%	-
	CIRCUIT CITY	CC US	16.5	-	0.32	0.60	0.81	-	52	28	20	59%	0.5
	YAMADA DENKI	9831 JP	7,010.0	228.7	344.4	386.1	443.6	31	20	18	16	13%	1.3
	GIGAS K'S DENKI	8282 JP	2,475.0	124.5	135.9	160.4	196.7	20	18	15	13	20%	0.8
	平均							24	25	19	16		1.1
香港上市品牌服装企业	Esprit	330 HK	56.2	1.09	1.68	2.76	3.31	52	33	20	17	40%	0.51
	Giordano	709 HK	5.2	0.19	0.27	0.31	0.35	27	19	17	15	14%	1.18
	李宁 (推荐)	2331 HK	4.03	0.09	0.13	0.18	0.23	46	32	23	17	36%	0.63
	宝姿 (中性)	589 HK	6.80	0.19	0.24	0.29	0.34	36	28	24	20	19%	1.22
	平均							40	28	21	17		0.89
香港上市中国零售企业	联华超市 (审慎推荐)	980 HK	8.80	0.25	0.33	0.43	0.55	35	27	21	16	29%	0.70
	国美电器 (中性)	493 HK	4.95	0.10	0.26	0.27	0.35	48.3	18.8	18.0	14.3	15%	1.23
	物美超市 (无评级)	8277 HK	12.85	0.36	0.37	0.53	0.70	36	35	24	18	38%	0.65
	平均							40	27	21	16		0.86
香港上市其它中国消费类企业	青岛啤酒	168 HK	8.25	0.26	0.29	0.32	0.37	32	28	26	23	12%	2.10
	蒙牛	2319 HK	5.95	0.18	0.30	0.35	0.40	33	20	17	15	15%	1.11
	平均							32	24	21	19		1.61
	中国消费类港股平均							38	27	22	18		1.09

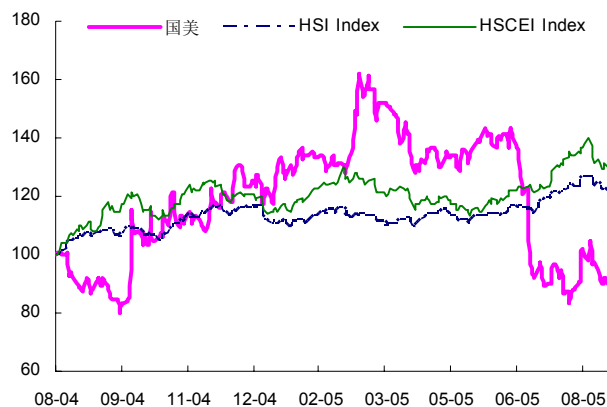
资料来源：公司报告，中金公司研究部

表 3.A 股零售业公司类比估值

代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				2004-2006 复合增长	PEG
				2003	2004	2005E	2006E	2003	2004	2005E	2006E		
零售类													
600694	大商股份	推荐	12.98	0.28	0.48	0.73	0.93	45.6	27.0	17.7	14.0	39.1%	0.45
600361	华联综超	推荐	7.88	0.19	0.29	0.39	0.50	41.6	27.6	20.2	15.8	32.2%	0.63
002024	苏宁电器	中性	29.18	0.53	0.97	1.32	1.68	55	30	22.2	17.3	31.6%	0.70
				较好情况		1.62	2.07			18.0	14.1	46.0%	0.39
				假设2006年增发，股本扩张30%			1.59			18.3	28.1%	0.64	
600825	华联超市	回避	4.59	0.24	0.13	0.11	0.13	19	35	41.2	35.2	-0.6%	-69.0
600827	友谊股份	回避	5.76	0.21	0.31	0.28	0.35	27	18.8	20.4	16.3	7.5%	2.72
600824	益民百货	回避	9.30	0.26	0.33	0.35	0.35	36	28.3	26.9	26.9	2.6%	10.17
600859	王府井	回避	5.14	0.03	0.03	0.05	0.06	161	151.0	111.5	93.0	27.4%	4.06
600631	百联股份	无评级 (回避)	6.18	0.14	0.12	0.18	0.21	-	50.4	34.7	28.9	32.0%	1.09

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

附录 1. 国美控股 (493.HK) 股价表现



资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

附录 2. 主要相关研究

- 2004-8-9 公司研究报告: 异地扩张效率决定长期投资价值
- 2005-3 月报: 近期投资者见面活动总结及一季度业绩预览
- 2005-4-29 一季度净利润实现同比扭亏为盈
- 2005-5 月报: 回到基本面——中期业绩预览
- 2005-6 月报: 家电零售业怎么了? (关于外延扩张)
- 2005-7 月报: Best Buy vs. Circuit City (关于内生增长)