



China International Capital Corporation Limited 中国国际金融有限公司

简 评

零售业

苏宁电器(600825): 中性/18.22 元

三季度: 存货周转显著下降, 经营现金流不及净利润的一半

分析员: 郭海燕

日期: 2005-10-31

要点:

- 三季度, 苏宁实现净利润的 9,079 万元, 同比增长 104.3%。1-9 月净利润达到 2.14 亿元, 同比增长 110.7%。
- 三季度末存货水平比 6 月底上升了 57%, 年均存货周转率由上半年的 12 次下降至 9.3 次。存货的显著上升导致其 1-9 月仅实现经营所得现金流 9,499 万元, 还不到同期净利润的 50%。
- 我们之所以能够放心地给予大商股份和华联综超“推荐”评级, 主要依据是: 1) 大商各门店在其所在城市基本都是该市地理位置最好、品牌最全、集客能力最强的门店; 2) 综超各门店进行持续的经营管理改进, 客流明显增加; 3) 两家公司所在行业(百货和大型综合超市)竞争格局稳定, 两公司在扩张中均体现出内生增长显著(其中, 大商超过了 20%)、存货周转加快的向好趋势, 经营所得现金流接近净利润的 3 倍。
- 而在门店翻倍扩张和价格战为主导的家电零售市场上, 我们很难说走出南京后, 苏宁各门店的客流量、经营水平在某个城市中显著好于其它主要家电零售商, 而其在内生增长、存货周转率和经营所得现金流方面的表现不及大商股份和华联综超。
- 虽然这样的业绩增长水平使我们的盈利预测显得保守, 但我们仍维持对该股“中性”的评级:
 1. 该行业竞争状况比百货和超市业更加激烈, 可能导致苏宁这一超过其它竞争对手的高业绩增长速度难以持续, 使大家的盈利预测均具备一定的不确定性。
 2. 即便是在市场上较高的业绩预测水平下, 该股股值已经不低。

正文:

净利润增长 104.3%

三季度, 苏宁新增门店 38 家, 营业面积同比增长 157.4%; 实现销售收入 42.49 亿元, 同比增长 85.5%, 低于门店的扩张速度; 净利润的 9,079 万元, 同比增长 104.3%。

1-9 月, 公司净利润达到 2.14 亿元, 同比增长 110.7%。

由于已做过预喜, 我们认为其目前价位已充分反映出了三季度的业绩增长。

存货周转速度下降, 经营所得现金流不及净利润的 1/2

三季度末公司存货水平达到 21.85 亿元, 比 6 月底水平上升了 57%, 是年初存货的 2.84 倍。年均存货周转率由 2004 年 15 次、2005 上半年的 12 次下降至 9.3 次。

存货水平的显著上升也使其 1-9 月仅实现经营所得现金流 9,499 万元, 不及同期净利润水平的 50%。



China International Capital Corporation Limited

中国国际金融有限公司

简 评

表 1. 分季度业绩表现

百万元	2003	1Q04	2Q04	1H04	3Q04	1-3Q04	4Q04	2004	1Q05	2Q05	1H05	3Q05	1-3Q05
主营业务收入	6,034	1,857	2,455	4,312	2,291	6,603	2,504	9,107	3,127	3,970	7,097	4,249	11,345
同比增长率					27.5%		49.6%	50.9%	68.4%	61.7%	64.56%	85.5%	71.8%
主营业务成本	-5,516	-1,741	-2,217	-3,958	-2,037	-5,995	-2,224	-8,219	-2,884	-3,582	-6,466	-3,798	-10,265
主营业务税金及附加	-14	-2	-3	-5	-5	-10	-7	-17	-5	-5	-10	-6	-16
主营业务利润	504	114	235	349	249	598	273	871	238	383	620	444	1,065
其他业务利润	160	34	83	117	90	207	154	362	122	244	365	203	568
营业费用	-368	-127	-172	-298	-218	-516	-249	-765	-257	-369	-627	-412	-1,039
管理费用	-110	-34	-29	-63	-45	-108	-54	-163	-64	-68	-132	-94	-225
财务费用	-11	-3	-4	-8	-3	-11	-3	-13	-4	-6	-11	-7	-18
营业利润	174	-16	113	97	73	171	122	292	34	183	217	134	351
投资收益	-1	-0	-1	-1	-0	-1	-0	-1	-0	-0	-1	-0	-1
补贴收入	0	0	1	1	0	1	0	1	0	1	1	-1	0
营业外收入	3	1	1	2	1	3	1	4	1	2	3	5	8
营业外支出	-8	-2	-3	-5	-1	-6	-3	-9	-4	-4	-8	-4	-12
税前利润	169	-18	111	94	73	166	121	287	31	181	212	134	346
同比增长率					113.6%		19.8%	69.7%	276.6%	62.5%	126.37%	83.7%	107.7%
所得税	-58	-5	-28	-33	-27	-60	-36	-97	-14	-69	-83	-36	-119
少数股东权益	-6	1	-5	-4	-1	-5	-4	-9	-1	-5	-6	-7	-13
未确认子公司投资损失	-6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	99	-21	78	57	44	101	80	181	16	107	123	91	214
同比增长率					109.5%		52.3%	83.2%	173.6%	36.8%	115.69%	104.3%	110.7%
总股本（百万股）	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335	335
摊薄每股收益（元）	0.29	-0.06	0.23	0.17	0.13	0.30	0.24	0.54	0.05	0.32	0.37	0.27	0.64
毛利率	8.35%	6.15%	9.56%	8.09%	10.89%	9.21%	10.90%	9.57%	7.60%	9.64%	8.74%	10.45%	9.38%
其它业务利润率	2.66%	1.85%	3.37%	2.72%	3.93%	3.14%	6.17%	3.97%	3.89%	6.14%	5.15%	4.77%	5.01%
综合毛利率	11.00%	8.00%	12.94%	10.81%	14.82%	12.35%	17.07%	13.54%	11.49%	15.78%	13.89%	15.23%	14.39%
营业费用率	6.10%	6.82%	6.99%	6.92%	9.51%	7.82%	9.93%	8.40%	8.23%	9.31%	8.83%	9.70%	9.16%
管理费用率	1.83%	1.83%	1.18%	1.46%	1.98%	1.64%	2.17%	1.78%	2.04%	1.71%	1.85%	2.20%	1.98%
净利润率	1.64%	-1.15%	3.19%	1.32%	1.94%	1.54%	3.18%	1.99%	0.50%	2.70%	1.73%	2.14%	1.88%
存货周转率	21.9			18.5		14.1		15.0			12.0		9.3
存货	324	n.a.	532	532	813	813	769	769	846	1,391	1,391	2,185	2,185
YoY								137.5%	-	161.7%	161.7%	168.7%	168.7%

资料来源：公司报告

行业竞争稳定性、内生增长、存货周转和经营现金流向好趋势不及大商和综超

我们认为，市场上对苏宁基本面的研究普遍欠缺一块基石，那就是为什么该公司能够比其它竞争者做得好。缺乏这一研究论证，过高的盈利预测缺乏说服力。要想证明一个公司的业绩表现会（将会）比其它人强，有几个基本因素：其市场地位比别人坚实、其门店经营水平和客流量显著好于竞争对手。

我们之所以能够放心地给予大商股份和华联综超“推荐”评级，主要依据是：

- 大商各门店在其所在城市基本都是该市地理位置最好、品牌最全、集客能力最强的门店；
- 综超各门店进行持续的经营管理改进，客流明显增加；
- 两家公司所在行业（百货和大型综合超市业）竞争格局稳定，两公司在扩张中均体现出内生增长显著（其中，大商超过了 20%）、存货周转加快的向好趋势，经营所得现金流接近净利润的 3 倍。

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。



China International Capital Corporation Limited

中国国际金融有限公司

简 评

而在门店翻倍扩张和价格战为主导的家电零售市场上，我们很难说走出南京后，苏宁的门店的客流量、经营水平在某个城市中显著好于其它主要家电零售商，而其内生增长、存货周转率和经营所得现金流方面的表现不及大商股份和华联综超(表 2)。

表 2. 横向对比：大商、综超、苏宁

百万元	1-9月销售收入增长率	1-9月销售收入内生增长率	1-9月净利润同比增长	2004存货周转率	1-9月份存货周转率（全年化）	1-9月净利润（百万元）	1-9月经营所得现金流	经营现金流/净利润
大商股份	45.0%	23.7%	73.1%	9.1	10.1	197	537	2.73
华联综超	17.0%	8.9%	39.0%	11.5	16.1	72	206	2.84
苏宁电器	71.8%	即便有，也十分有限（面积增长157%，是销售增长的2x多）	110.7%	15.0	9.3	214	95	0.44

资料来源：公司报告

维持“中性”投资评级

虽然这样的业绩增长水平使我们的盈利预测显得保守，但我们认为：

- 该行业竞争状况比百货和超市业更加激烈，可能导致苏宁这一超过其它竞争对手的高业绩增长速度难以持续，使大家的盈利预测均具备一定的不确定性。
- 即便是在市场上较高的业绩预测水平下，该股股值已经不低。即便是依据市场中较高的盈利预测水平，公司 2005-2006 年市盈利率也已经达到了 20x 和 16x，特别是与大商股份相比无估值优势。若 2006 年做增发，则其摊薄后的市盈率将可能高达 20.2x 左右。

维持“中性”投资评级。



China International Capital Corporation Limited

中国国际金融有限公司

简 评

表 3. 类比较值

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	15.80	0.28	0.48	0.83	1.09	55	33	19.0	14.5	50.4%	0.38
	若进行股权分置改革 (保守假设10送2情况下)									15.8	12.1		
600361	华联综超	推荐	9.65	0.19	0.29	0.39	0.50	51	34	24.7	19.4	32.2%	0.77
002024	苏宁电器	中性	18.22	0.29	0.54	0.73	0.94	62	34	24.9	19.5	31.6%	0.79
				较好情况		0.91	1.18			20.3	15.8	47.5%	0.43
				假设2006年增发, 股本扩张30%		0.90					20.2	29.3%	0.69
600825	华联超市	回避	3.51	0.24	0.13	0.01	0.02	15	27	274	181	-61.6%	-4.5
600827	友谊股份	回避	5.61	0.21	0.31	0.32	0.35	27	18	18	16	6.8%	2.57
600824	益民百货	回避	8.86	0.26	0.33	0.35	0.35	34	27	26	26	2.6%	9.69
600859	王府井	回避	5.49	0.03	0.03	0.05	0.06	172	161	119	99	27.4%	4.34
600631	百联股份	(回避)	5.08	0.14	0.12	0.18	05年增长来自合并效应	-	41	29	-	-	-
600858	银座股份	-	7.38	0.03	0.18	0.45	05年增长来自重组效应	254	40	17	-	-	-
600628	新世界	-	6.29	0.16	0.21	0.28	0.36	39	29	23	17	30.1%	0.76
000417	合肥百货	-	4.28	0.14	0.16	0.16	-	31	26	27	-	-	-
600729	重庆百货	-	6.93	0.35	0.36	0.36	-	20	19	19	-	-	-

资料来源: 中金公司研究部, 公司报告