

# 苏宁电器(002024)/34.72 元

现金流、存货管理水平优良，业绩继续保持高速增长

胡鸿轲  
 86-021-68407302  
 13052019079  
 huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·零售

估值区间：大于 40 元/股

强烈推荐 A (维持)

4月29日，苏宁公布06年一季度，净利润同比增长高达121.03%，同时，公司预计中期净利润同比增长在50%以上，我们认为在“行业替代增长”与“自建后台服务体系带来的规模效益不断释放”的推动下，06、07年公司净利润的年均复合增长率可达到40%以上。

作为优良高成长股的代表，市场仅仅给予其06年21.57倍的动态PE，公司价值仍处于严重低估状态，建议买入并长期持有。

## 投资要点

- **应付票据增加、经营性现金流大幅提高：**考察一个公司的经营性现金流是否正常，不能仅仅看“经营性现金流量净额”这一单一指标，而应结合公司的经营模式、销售季节特征、扩张阶段、财务会计政策、以及与相关财务指标的钩稽关系是否正常，以综合、系统的观念考察公司的经营性现金流。06年一季度苏宁“经营性现金流量净额”同比大幅增长393.17%，是净利润的4.45倍，我们认为这并不意味着苏宁的经营性现金流发生了实质性的变化，而主要源自“应付票据”的大幅增长，关于苏宁的现金流问题我们还是维持原来的观点“从综合、系统的角度看，公司的现金流情况完全正常”。
- **存货管理水平呈不断提高趋势：**存货周转天数的计算公式是“360\*平均存货/主营成本”，显然，这一单一指标实际上反映的不仅仅是存货管理水平，他还反映了公司的营销水平，更与公司的扩张情况息息相关，如果不对公司进行系统地结构性分析，只是简单地通过“存货周转天数”这一表面指标就对公司的存货管理水平加以评判，只能导出错误结论。我们认为象苏宁、国美这种正处于快速扩张期的连锁公司，存货周转天数不上升才是不正常的现象，我们更需要从单店带动的存货量考察这类企业的存货管理水平，06年一季度公司存货周转天数为39天，同比提高了14天，表面上看存货管理水平在急速下降，其实这主要是受急速扩张的影响，事实上，公司单店存货为801万元，同比下降89万元，据此我们认为公司实际的存货管理水平呈提高趋势。
- **外延、内涵双动力推动公司业绩继续保持高速增长：**从外延的规模上看，伴随着店面的快速扩张，主营收入出现大幅增长，同时从内涵上看，公司的营业利润率、税前利润率、净利率同比均保持上升趋势，我们认为在“行业替代增长”与“自建后台服务体系带来的规模效益不断释放”的推动下，06、07年公司净利润的年均复合增长率可达到40%以上。

## 主要财务指标

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入(万元)	1,593,639	2,257,970	2,717,978	3,062,870
同比增长率(%)	74.99%	41.69%	20.37%	12.69%
营业利润(万元)	55,463	85,803	111,709	133,082
同比增长率(%)	89.76%	54.70%	30.19%	19.13%
净利润(万元)	35,063	53,940	70,297	83,789
主营利润率(%)	9.83%	10.00%	10.05%	10.08%
营业利润率(%)	3.48%	3.80%	4.11%	4.35%
净利润率(%)	2.20%	2.39%	2.59%	2.74%

上证指数：1440.22

## 股本数据

A股总股本(万)	33537.60
流通A股(万)	11250.00
流通市值(亿)	39.06

## 股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	77.80	63.32
6个月(%)	92.29	60.50
1年(%)	132.33	14.97
52周波动(元)	66.75—160.3	

## 股价走势



资料来源：招商证券

## 相关研究

估值与香港市场逐步接轨促进零售板块继续上涨 4/18/2006  
 业绩增长符合预期、维持强烈推荐评级 2/28/2006  
 武汉中百、苏宁电器最新情况调研简报 01/24/2006  
 零售行业演进规律探析(第二版修改ppt) 01/05/2006  
 积蓄已久，股价终将随业绩勃发而起 (ppt) 12/20/2005

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
每股收益(元)	1.05	1.61	2.10	2.50
每股净资产(元)	3.49	5.10	7.19	9.69
净资产收益率(%)	30.09%	31.55%	29.13%	25.78%
每股股息(元)	0	0	0	0
股息收益率(%)	0	0	0	0
P/E(倍)	33.07	21.57	16.53	13.89
P/B(倍)	9.95	6.81	4.83	3.58
EV/EBITDA	8.32	5.49	4.26	3.60

## 一、公司经营性现金流完全正常

我们认为考察一个公司的经营性现金流是否正常，不能仅仅看“经营性现金流量净额”这一单一指标，而应结合公司的经营模式、销售季节特征、扩张阶段、财务会计政策、以及与相关财务指标的钩稽关系是否正常，以综合、系统的观念考察公司的经营性现金流。

就苏宁、国美这类高速扩张的公司而言，我们认为现阶段对公司经营性现金流影响比较大的指标是“应付票据”，与“应付帐款”相比，由于供应商拿到银行承兑汇票（“应付票据”）可以直接背书给更下游的供应商，或者到银行进行贴现，因此，该财务手段可以大幅减少零售商实际对供应商的占款，使得该财务手段可以大大延长对供应商的帐期，事实上，应付票据的帐期一般为3—6个月，而应付帐款则一般在1个月之内。

显而易见，这种名义上的帐期延长提高了公司名义上对供应商的占款时间，报表中就表现为经营性现金流净额的提高，06年一季度苏宁“经营性现金流量净额”之所以大幅提高，主要源自“应付票据”的大幅增长，但是我们还应看清“应付票据”的本质是“零售商代供应商进行的银行贷款，属于零售商的短期融资”，这种经营性现金流量净额的增加本质上是零售商短期融资的增加，表现为资产负债率的提高。

投资者关注“经营性现金流净额”最大的目的在于评判公司是否是在虚增利润，从这个角度看，我们更应该关注“应收帐款”这个科目，如果公司的利润都是通过应收帐款获得，而应收帐款回收的可能性又比较小，那么我们应该警惕该公司是否在虚增利润。

“团购、工程、集团采购增加”以及信用卡的普遍使用，导致公司产生一定的应收帐款，我们认为这些应收帐款的回收质量优良，发生坏帐的可能性非常小，并且比例也比较低，处于正常范畴，综合上述各种因素，我们认为公司经营性现金流完全正常。

**表1 苏宁电器经营性现金流综合分析** 单位：万元

		05年一季度	06年一季度
1	净利润 同比	1,573	3,476 121.03%
2	经营性净现金流 同比 经营性净现金流/净利润	3,137 1.99	15,468 393.17% 4.45
3	应付票据 同比 应付票据/主营成本	22,833 7.92%	120,633 428.33% 26.24%
4	资产负债率	60.88%	72.33%
5	应收帐款净额 同比 应收帐款/主营收入	19,793 6.33%	35,422 78.96% 7.04%

数据来源：聚源数据。

## 二、存货管理水平呈不断提高趋势

我们知道存货周转天数的计算公式是“ $360 \times \text{平均存货} / \text{主营成本}$ ”，显然，这一单一指标实际上反映的不仅仅是存货管理水平，他还反映了公司的营销水平，同时也与公司的扩张情况息息相关，如果不对公司进行系统地结构性分析，只是简单地通过“存货周转天数”这一表面指标就对公司的存货管理水平加以评判，只能导出错误结论。

对于不扩张的企业而言，如果存货水平保持一定，由于营销能力加强导致主营成本增加，那么可以表现为存货周转天数的下降，当然，营销能力一定，存货管理水平上升，同样表现为存货周转天数的下降。

对于快速扩张企业而言，特别是对于国美、苏宁这类企业而言，由于他们扩张的区域经济水平越来越差，表现为“主营成本”会有较大程度的减少，而每一个店面需要摆放的存货并没有相应下降，更重要的是，店面不可能集中在年初开，这样导致“主营成本”是按照营业天数计算的，是一个时期的概念，而存货则是只要开店就必须产生大量存货，甚至在开店产生成本之前就需要在物流配送中心放置大量存货，更多是一个时点的概念，这自然会导致存货周转天数的上升。

并且，由于刚进入一个区域，每一物流配送中心带动的店面数量呈不饱和状态，同样会提高每一店面的存货负担水平，表现为存货周转天数的上升。

综合上述分析，我的基本结论是：**如果企业还处于快速扩张期，存货周转天数不上升才是不正常的现象，我们更需要从单店带动的存货量考察这类企业的存货管理水平。**

我们还需要特别提出的是，这类公司销售的季节性非常明显，五一、国庆、春节等黄金周之前均需要提前大量备货，这同样会导致存货周转天数的上升，因此，对于该指标我们不能简单地进行环比，而更多需要采取同比，否则只能得出错误的结论（表2）。

**表2 苏宁电器存货管理能力分析** 单位：万元

		05年一季度	06年一季度
1	店面数量	95	249
	同比		162.11%
2	存货	84,588	199,538
	同比		135.89%
	单店存货	890	801
3	存货周转天数	25	39

数据来源：公司公告、调研。

### 三、外延、内涵双动力推动公司业绩继续保持高速增长

苏宁电器（002024）06年一季报显示，公司净利润同比增长高达121.03%，同时，公司预计中期净利润同比增长在50%以上，从外延的规模上看，伴随着店面的快速扩张，主营收入出现大幅增长，同时从内涵上看，公司的营业利润率、税前利润率、净利率同比均保持上升趋势，表现出优良的成长性（表3）。

我们认为在“行业替代增长”与“自建后台服务体系带来的规模效益不断释放”的推动下，06、07年公司净利润的年均复合增长率可达到40%以上。

表3 苏宁电器一季度损益表对比分析 单位：万元

	2004-3-31	2005-3-31	2006-3-31
主营收入	185,699	312,681	502,959
同比		68.38%	60.85%
主营业务利润	11,413	23,765	42,835
同比		108.23%	80.24%
主营利润率	6.15%	7.60%	8.52%
其他业务利润	3,441	12,175	23,043
同比		253.80%	89.27%
主营利润率	1.85%	3.89%	4.58%
综合毛利	14,854	35,940	65,878
同比		141.96%	83.30%
综合毛利率	8.00%	11.49%	13.10%
营业费用	12,671	25,724	49,507
同比		103.02%	92.46%
营业费用率	6.82%	8.23%	9.84%
管理费用	3,403	6,378	9,465
同比		87.42%	48.41%
管理费用率	1.83%	2.04%	1.88%
财务费用	343	409	1,067
同比		19.19%	161.07%
财务费用率	0.18%	0.13%	0.21%
综合费用	16,417	32,510	60,039
同比		98.03%	84.68%
综合费用率	8.84%	10.40%	11.94%
营业利润	-1,563	3,429	5,839
同比		319.47%	70.27%
营业利润率	-0.84%	1.10%	1.16%
利润总额	-1,767	3,119	5,837
同比		276.53%	87.15%
税前利润率	-0.95%	1.00%	1.16%
减：所得税	502	1,409	2,391
同比		180.59%	69.64%

所得税率	—	45.19%	40.96%
净利润	-2,137	1,573	3,476
同比		173.60%	121.03%
净利率	-1.15%	0.50%	0.69%

数据来源：公司公告、调研。

#### 四、估值及投资策略

作为优良高成长股的代表，市场仅仅给予其 06 年 21.7 倍的动态 PE，公司价值仍处于严重低估状态，维持强烈推荐—A 的投资评级，建议买入并长期持有。

**损益表**

单位: 万元

会计年度:	2,005	2,006	2,007	2,008
主营业务收入	1,593,639	2,257,970	2,717,978	3,062,870
减: 主营业务成本	1,439,344	2,027,601	2,439,378	2,748,218
主营业务税金及附加	2,339	4,572	5,444	6,068
主营业务利润	151,956	225,797	273,157	308,584
加: 其他业务利润	91,203	119,672	144,053	162,332
营业费用	153,644	213,378	252,772	283,315
管理费用	31,407	42,901	48,924	50,537
财务费用	2,646	3,387	3,805	3,982
营业利润	55,463	85,803	111,709	133,082
加: 投资收益	(77)	(150)	(150)	(150)
补贴收入	334	150	150	150
营业外收入	667	450	500	500
减: 营业外支出	1,385	1,308	1,505	1,631
利润总额	55,001	84,945	110,704	131,950
减: 所得税	17,747	28,032	36,532	43,544
减: 少数股东损益	2,191	2,973	3,875	4,618
净利润	35,063	53,940	70,297	83,789

**资产负债表**

单位: 万元

会计年度:	2005	2006	2007	2008
货币资金	70,328	71,105	95,825	141,454
应收帐款	20,579	28,225	36,693	45,943
其他应收款	6,519	9,596	11,280	12,405
预付帐款	77,436	101,126	146,004	219,315
存货	201,744	253,450	353,710	412,233
待摊费用	9,281	9,032	10,872	12,251
流动资产合计	385,905	441,516	611,816	793,625
长期投资合计	503	503	503	503
固定资产净额	25,112	69,671	105,280	130,089
在建工程	3,716	3,809	3,809	3,809
固定资产合计	28,828	73,481	109,089	133,898
长期待摊费用	16,756	24,260	31,674	38,587
无形资产及其他资产合计	17,486	24,260	31,674	38,587
资产总计	432,721	539,760	753,081	966,613
短期借款	8,000	3,500	4,000	4,500
应付票据	99,652	121,656	207,347	274,822
应付帐款	177,081	192,622	243,938	302,304
预收帐款	8,973	10,138	10,977	10,993
应付工资	798	2,145	1,957	1,516
应付福利	1,069	1,716	1,468	1,263
应交税金	(4,166)	3,675	3,859	4,052
其他应付款	15,500	20,276	24,394	27,482
预提费用	1,438	2,563	3,017	3,339

流动负债合计	308,653	358,332	500,997	630,311
负债合计	308,908	358,587	501,252	630,566
少数股东权益	6,908	9,881	13,756	18,374
股本	33,538	33,538	33,538	33,538
资本公积金	31,031	31,031	31,031	31,031
留存收益	52,336	106,723	173,505	253,104
股东权益合计	116,905	171,292	238,074	317,673
负债和股东权益总计	432,721	539,760	753,081	966,613

**现金流量表**

单位：万元

会计年度：	2,005	2,006	2,007	2,008
经营活动产生的现金流量净额	14,923	56,361	71,539	83,300
投资活动产生的现金流量净额	(33,592)	(50,000)	(40,000)	(30,000)
筹资活动产生的现金流量净额	6,166	5,584	6,820	7,671
现金期末余额	70,328	71,105	95,825	141,454
现金期初余额	53,060	70,328	71,105	95,825
现金净增加额	17,269	777	24,719	45,629

**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
	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 ±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。