

2009-05-01

电脑与电子产品零售

苏宁电器 002024.SZ

苏宁和国美 08 年年报比较分析

分析师:黄志刚

021-22169127

huangzg@ebscn.com

◇事件: 国美公布年报

总体结论:

1. 苏宁在门店经营, 规模扩张速度和效率, 盈利能力, 现金流和资产负债状况上都超越了竞争对手国美。而国美目前仍在门店网络和销售规模上占据优势。

2. 苏宁强调快速发展超越竞争对手, 同时持续注重企业长期核心竞争力的打造; 国美则开始注重门店盈利能力和内部管理效率提升, 希冀在困境中获得银行, 供应商和股东的支持。

3. 随着国美核心人物黄光裕的案情逐步深入和扩大, 我们对国美未来的发展存在担忧。苏宁的发展步伐更稳健, 将受益于市场竞争格局的调整。

◆连锁网络发展和销售增长:

1. 苏宁门店扩张更快, 门店质量较高

08 年苏宁净增门店 180 家, 国美为 133 家, 苏宁保持了较快的增长。而从单店的销售来看, 苏宁重点推广旗舰店, 单店面积较大并持续增长, 单店产出较高。所以销售增速来看苏宁仍保持了 24% 的增长, 而国美则增速迅速回落到 8%。

2. 08 年四季度销售都出现了一定下滑, 但是国美的核心人物黄光裕出事, 引发供应商对国美未来发展的担忧也是造成其四季度销售大幅下滑的重要原因。

表 1: 苏宁国美主要经营数据对比

	苏宁		国美	
	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年
收入增长率	24.27%	53.48%	8.03%	71.80%
门店数	812	632	859	726
经营面积(万平米)	346.2	264.2	312	264
单店面积(平米)	4,264	4,180	3,632	3,636
营业收入(百万元)	49,897	40,152	45,889	42,479
单店销售	61.45	63.53	53.42	58.51
同店增长	-5.72%	16.50%	N/A	3.11%
经营活动利润	2,741	2,162	1,944	1,803
净利润	2,170	1,465	1,048	1,127
08 年四季度销售增长	-10.85%		-21.90%	
08 年前三季度销售增长	39.43%		20%	
所得税	23.40%	32.00%	28.40%	23.60%

3. 门店结构来看, 苏宁的旗舰店策略走得比国美早, 所以旗舰店占比较高。但国美的覆盖范围和网络规模仍然领先。

国美 08 年底拥有门店 859 家，加上其在上市资产以外的 413 家国美门店和 61 家大中门店，其经营规模还是比苏宁的 812 家店大很多。这也是苏宁快速扩张的一个原因。

苏宁进入 178 个地级以上城市，国美则进入了 205 个城市，网络覆盖度也较宽。

如果不考虑旗舰店定义上的细微差异，苏宁的旗舰店数已经大大领先国美，苏宁拥有 112 家旗舰店，而国美只有 76 家。

◆产品销售结构没有本质差异：

两家公司的产品销售结构并没有太大的差异，比较而言，国美的黑电，冰洗白电占比比苏宁大。而在苏宁则是数码 IT 和小家电的销售占比较大。

图 1：国美分产品销售占比

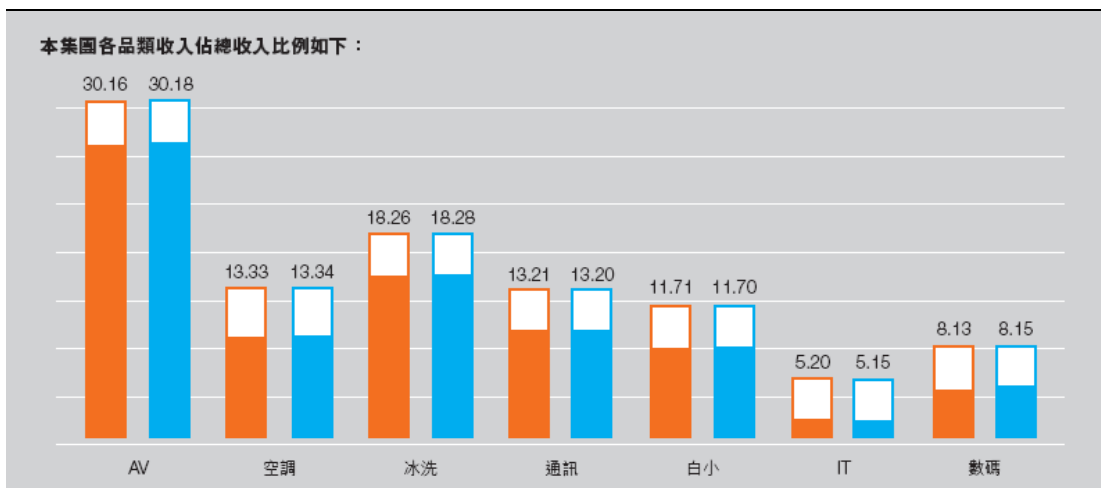
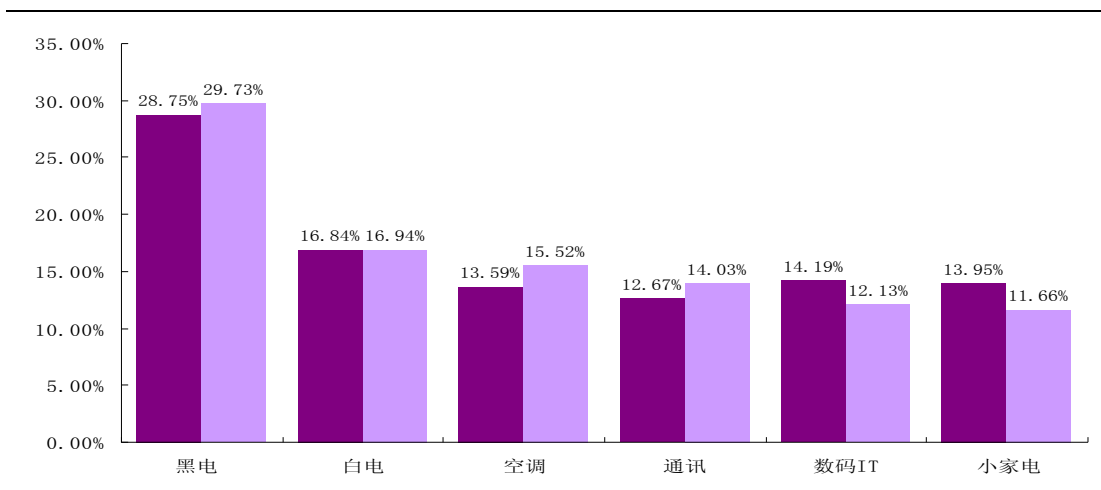


图 2：苏宁分产品销售占比



◆盈利能力：

1. 苏宁的综合毛利率显著高于国美。我们认为主要得益于几个方面：1. 公司在供应链效率上的优势可以节省成本，从而获得供应商更多支持。2. 公司在自有品牌和包销定制上的优势。

2. 费用率上苏宁也明显好于国美：主要原因在于公司的单店产出较高，同时苏宁强调自主发展，而国美的并购会带来一定的整合成本。

租金销售比和员工费用销售比都较低，在员工费用和水电费上差异不大，但是广告费苏宁明显高于国美。

3. 虽然两家企业的 ROE 都出现一定下降，但苏宁的 ROE 水平也明显高于国美。而扣除财务费用的经营

利润率苏宁 5.49%，大大领先国美的 4.24%。

表 2：ROE 等重点指标对比

	苏宁		国美	
	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年
综合毛利率	17.72%	15.01%	16.94%	15.64%
存货周转天数	41	42	48	49
ROE	24.73%	31.69%	11.10%	14.59%
资产负债率	57.85%	70.25%	68.35%	65.17%

表 3：费用率指标对比

08 年	苏宁	国美
租金	3.77%	4.36%
人员费用	3.24%	3.23%
水电费	0.66%	0.90%
广告费	1.70%	0.64%
销售和管理费用率	11.94%	12.70%

◆ 现金流状况：

1. 货币资金来看，截至到 08 年底，苏宁拥有 105.7 亿元货币资金，国美 30.5 亿元，考虑到两个公司差不多的销售规模，国美的资金压力明显更大。

2. 经营现金流量来看，两个公司差异不大，都为 30 多亿。但因为国美大举并购和回购股份等现金大笔支出，导致全年 31 亿元的现金流出。苏宁则有 33 亿元现金流入。

表 4：现金流指标对比

(百万元)	苏宁		国美	
	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年
经营现金流	3,819	3,496	3,610	2,561
净现金流	3,393	1,998	-3,117	4,908

◆ 09 年两家企业发展策略对比：

国美强调从以销售为导向过度到以利润为导向，优化门店网络，提高单门店盈利。在外部关系上，强调建立与供应商和银行的共赢关系，同时加强企业管制，实现管理层和投资者利益的一致。

国美的这些策略是为了解决目前面临的盈利能力下降，资金链紧张的问题而来。在一定程度上类似于救急。

苏宁则强调继续进行较快的门店扩张，并进行营销创新上的变革，同时兼顾自身比较核心的品牌建设、服务体系、信息化建设和人力资源方面优势的巩固。

苏宁的策略看起来更从容，也是过去几年苏宁稳健发展，注重企业核心竞争力建设并兼顾各方利益所做努力的回报。

分析师介绍

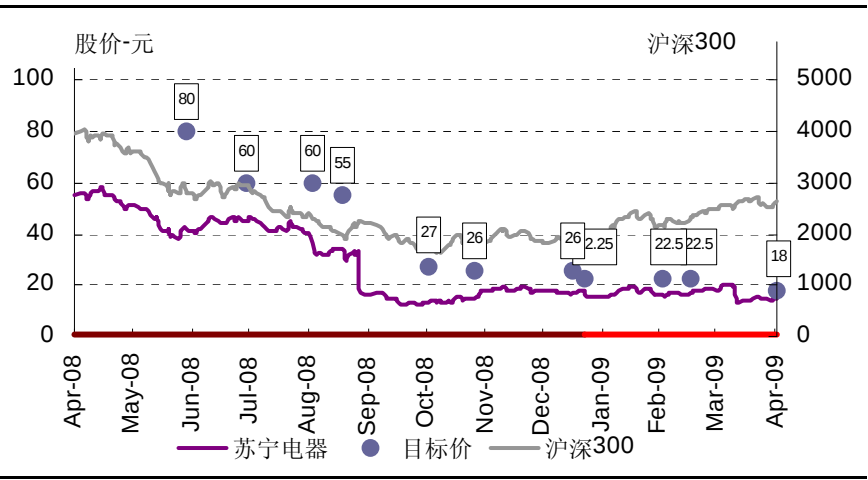
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

苏宁电器（002024）

分析师：黄志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-07-12	48.26	57.60	买入
2007-08-31	71.01	76.00	买入
2007-10-18	65.00	76.00	买入
2007-10-29	70.71	76.00	买入
2007-12-05	61.70	80.00	买入
2008-06-27	43.02	80.00	买入
2008-07-28	45.30	60.00	买入
2008-09-01	40.71	60.00	买入
2008-09-16	34.00	55.00	买入
2008-10-31	13.50	27.00	买入
2008-11-24	14.64	26.00	买入
2009-01-14	16.61	26.00	买入
2009-01-20	17.46	22.25	增持
2009-03-01	16.10	22.50	增持
2009-03-17	16.10	22.50	增持
2009-04-30	14.59	18.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。