

2009 年 11 月 16 日

市价(人民币) : 18.29元
 目标(人民币) : 18.9-23.85 元

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 3,605.20
 总市值(百万元) 82,058.30
 年内股价最高最低(元) 18.29/9.32
 沪深 300 指数 3518.72
 中小板指数 5405.22



苏宁电器 (002024.SZ)

——风物长宜放眼量，未来增长仍可期待

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.999	1.017	0.726	0.638	0.756	0.935
净利润增长率	105.43%	103.45%	48.09%	31.95%	23.76%	23.64%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.619	0.756	0.929
市盈率(倍)	45.43	70.68	24.68	26.95	22.74	18.4
行业优化市盈率(倍)	51.32	74.70	37.28	37.28	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	N/A	0.28%	0.73%	0.58%	0.58%	0.58%
PE/G(倍)	0.43	0.68	0.51	0.84	0.96	0.78
净资产收益率	23.35%	31.69%	24.73%	25.52%	24.76%	24.01%
每股净资产(元)	4.28	3.21	2.93	2.5	3.19	4.07
市净率(倍)	10.61	22.40	6.10	6.88	5.39	4.23
每股经营性现金流(元)	0.21	2.43	1.28	1.09	1.2	1.44
已上市流通A股(百万股)	325.40	1,059.01	2,295.46	3,142.57	3,142.57	3,142.57
总股本(百万股)	720.75	1,441.50	2,991.01	4,486.51	4,486.51	4,486.51

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 经过近十年的发展，家电连锁行业的全国性企业仅剩苏宁、国美两家。目前这两家企业已经完成在一级市场的布局，进入经营转型期。根据对 BBY 的研究，每次企业经营转型都可带来 2-3 年的收入和利润的加速增长。
- 我们认为苏宁未来 2-3 年的增长主要来自于两个方面：首先，通过“旗舰店”策略，提高单店销售收入和利润水平；第二，借助已有渠道和物流建设，向下开拓城郊地区、富裕县城及乡镇市场。未来三年的销售收入增长率可保持在 20%以上，净利润增速比收入增速略快。
- 通过对上海市场的详细分析，我们认为苏宁的“旗舰店”策略对收入拉动作用明显。根据测算，上海最大的旗舰店长宁店的租售比低于同城小型店约 1.6%；如果苏宁旗舰店数量占比分别增长 1.5%和 1%，旗舰店的收入增长可达到 22.5%-25%。
- 2009 年苏宁开始加快物流基地建设，我们认为在物流系统覆盖区域内苏宁向二、三级市场扩张的成功率较高。苏宁计划在 2012 年完成 50-60 家物流基地的建设，我们认为苏宁的这笔投入将保证其在未来较长时间保持行业领先并拉大与竞争对手的距离。
- 房地产销售对苏宁的业绩影响较大，我们预计 2009 年 4 季度地产销售增长仍可持续，它对家电销售的拉动将反应在明年上半年；家电“以旧换新”政策在 8 月份启动以来，刺激了家电换代需求，我们预计政策作用可延续至明年中期。

文瑶

(8621)61038260
 wenyao@gjzq.com.cn

张斌

(8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- 我们也分析了发展迅猛的 B2C 模式对苏宁的潜在竞争威胁，结论是：B2C 模式的发展高峰期还有 5 年才会到来，2-3 年内苏宁的行业地位不会动摇，而长期看，苏宁转型 B2C 模式更有优势。
- 我们预测 2009-2011 年，苏宁电器的净利润分别增长 31.95%，23.76%和 23.64%；净利率分别为 4.69%、4.73%和 4.84%；2009-2011 年 EPS 分别为 0.638 元、0.756 元、0.935 元。
- 苏宁电器 DCF 估值价格 23.85 元/股，我们认为 25-30 倍 PE 是苏宁电器的合理估值区间，目标价格区间 18.9-23.85 元，给予“买入”评级。

内容目录

行业拐点初现，企业竞争转型	4
竞争处于第二阶段的后半程——双寡头的转型	4
BBY 的启示：每次经营转型都带来 2-3 年的加速增长	5
苏宁的转型策略之一：饱和市场通过“旗舰店”提高销售收入	6
一级市场容量饱和，“旗舰店”策略提高收入	6
样本分析：上海市场	7
苏宁的转型策略之二：加快物流建设，开拓下级市场	9
下级市场发展空间广阔，苏宁有可行的发展计划	9
物流系统支持门店下沉，苏宁的领先优势明显	10
好风凭借力：房地产回暖和政策刺激对家电销量的带动明显	12
房地产增长对苏宁收入的拉动至少可持续至明年上半年	12
“家电下乡”的拉动将逐渐体现，“以旧换新”对收入增长的刺激明显	13
潜在竞争：B2C 的发展不会影响苏宁的行业地位	14
电子商务发展迅猛，B2C 挑战传统零售业态	14
苏宁 VS B2C：物流和售后是 B2C 的短板，2-3 年内行业格局不会变化	14
在长期：苏宁转型 B2C 将更有优势	15
盈利预测和估值	18
收入增长与盈利预测	18
绝对估值与相对估值	19
风险提示	20
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：中国家电连锁行业发展状况	4
图表 2：BBY 的每次经营改革都带来 2-3 年的加速增长	5
图表 3：主要城市家电连锁市场饱和度测算 单位：万人 平方米	6
图表 4：旗舰店的占比逐年增加 单位：个	7

图表 5：苏宁门店的全国布局 单位：个	7
图表 6：上海地区苏宁门店类别及销售收入 单位：平方米、亿元	7
图表 7：上海主要商圈及轨道枢纽	7
图表 8：单店面积越大，经营效益越好	8
图表 9：未来三年苏宁旗舰店的收入增长估计表	8
图表 10：各级市场门店分布及变动趋势 单位：家	9
图表 11：苏宁的全国发展计划	9
图表 12：苏宁的扩张空间和计划空间	10
图表 13：现有 3 个物流中心的情况	10
图表 14：部分筹建物流基地的情况	11
图表 15：2010 年底，苏宁物流网络覆盖的各区域主要城市一览	11
图表 16：近三年各产品销售收入 单位：百万元	12
图表 17：近三年销售收入占比	12
图表 18：08.10 以来住宅周成交量猛增 单位套/周	12
图表 19：商品房成交面积及同比增长 单位：万平米	12
图表 20：“家电下乡”月度销售数据和环比增速 单位：亿元	13
图表 21：旧家电回收数量和占比 单位：台	13
图表 22：新家电销售数量和占比 单位：台	13
图表 23：中、美 B2C 模式比较	14
图表 24：苏宁在诚信、物流和售后服务上占优	15
图表 25：Amazon 模式对资金的需求量很大	15
图表 26：2008 年中国人口年龄结构图 单位：百万人	16
图表 27：2005 年美国 15 大网上零售上销售排名	16
图表 28：苏宁的竞争力分析	17
图表 29：苏宁大型店和小型店年净增数及未来 3 年预测增加数	18
图表 30：未来 3 年苏宁各年龄段门店收入贡献值预测 单位：亿元	18
图表 31：行业估值比较	19
图表 32：苏宁电器历史价格及估值	19
图表 33：FCFE 估值结果	19
图表 34：敏感性测试结果	19

行业拐点初现，企业竞争转型

竞争处于第二阶段的后半程——双寡头的转型

- 中国家电连锁业的发展可大致分为三个阶段，目前中国家电连锁业正处于第二阶段的后半程。
 - ◆ 第一阶段：2000-2004 年，家电连锁业态兴起，区域型的家电连锁企业高速发展，大量的小企业被挤出市场；
 - ◆ 第二阶段前半程：2005 年-2008，国美和苏宁均借助资本市场的力量开始快速扩张，在中心城市和一级市场直接竞争；
 - ◆ 第二阶段后半程：2009 年-，市场格局基本稳定，国美与苏宁位居第一梯队，相继进入发展转型期。

图表1：中国家电连锁行业发展状况

第一阶段		第二阶段		第三阶段
2004 年以前		2005 年-2008 年	2009 年-N	N 以后
行业竞争阶段	快速成长， 淘汰小企业	一线企业直接竞争，收购兼并浪潮迭起		
		2003-2005 永乐收购江苏广源、南京上元、成都百货（电器）、河南通利电器、厦门思文等； 2005.4 国美收购哈尔滨黑天鹅； 2005.7 永乐收购台湾灿坤内地 3C 门店； 2005.8 国美收购深圳易好家； 2005.11 国美收购武汉中商； 2005.12 国美收购江苏金太阳； 2006.7 国美永乐合并； 2007.12 国美托管大中电器； 2008.1 国美收购山西北方； 2008.2 国美控股山东三联	市场格局基本稳定，国美、苏宁位居第一梯队 2006 年 苏宁电器以 261.61 亿元销售收入首次超越国美电器； 2008 年 苏宁电器销售收入 498.97 亿元,同期国美电器实现销售收入 458.89 亿元； 2009 年 国美着手经营转型，调整门店数量，提升单店经营效率；	稳定的市场格局，寡头竞争
行业增速	约 20%	约 35%	20%左右	保持双位数增长
集中度	集中度低	CR3* (06) 8% ；CR3(07) 12% ； CR3 (08) 13%	CR3 15% - n%	集中度稳步提升

*注: 根据中怡康统计，2008 年中国家电及消费电子市场容量 7920 亿元，同比增长 6%，增速下滑约 8%。

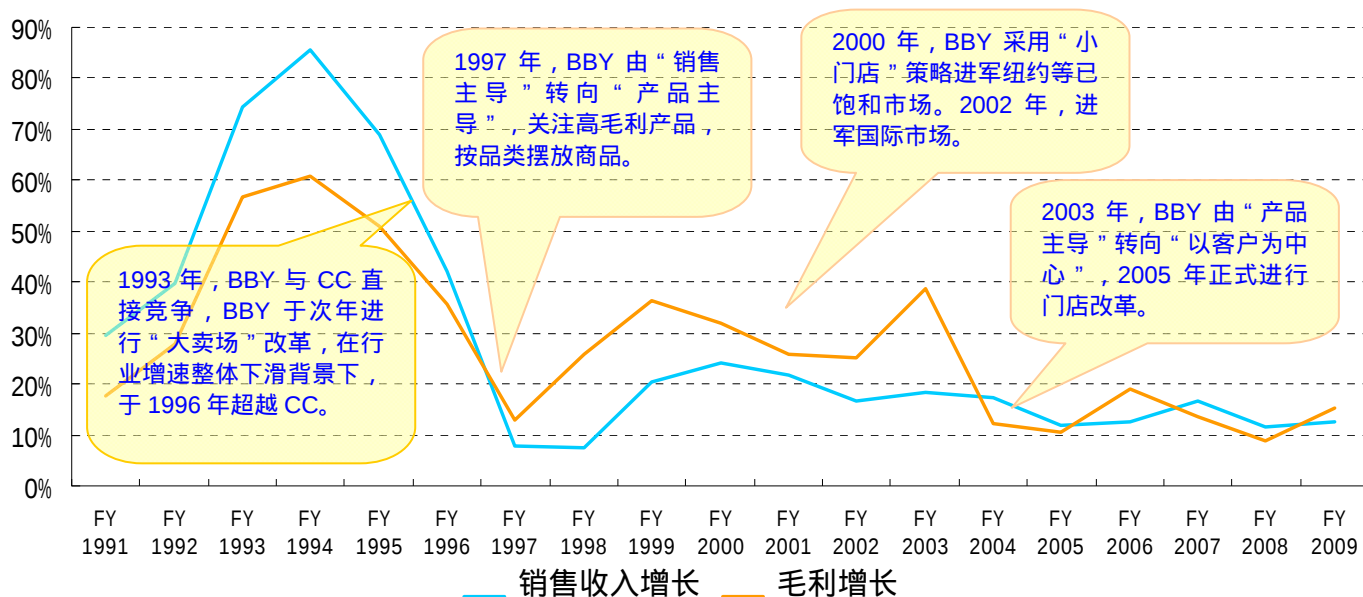
来源：公司公告 联商网 国金证券研究所

- 2009 年为第二阶段前后半程的分界线，在一级市场趋向饱和及金融危机背景下，苏宁和国美均放缓扩张步伐，转向网络结构调整、提高单店盈利能力和加强后台建设。
 - ◆ 我们认为在转型期，苏宁的竞争优势更明显；
 - ◆ 国美的自身问题和内部整合进程将拖累其转型速度；
 - ◆ 苏宁的门店结构合理、信息化程度高、物流建设领先、人才储备充足。
- 我们预计转型期在 2 年左右。
 - ◆ 到转型期末，企业将完成门店结构优化、物流网络建设、营销模式改革等工作，单店盈利水平和向下级市场扩张的能力显著提高；
 - ◆ 苏宁在后台建设和人员培养上具有领先优势，在转型期有望拉大与竞争对手的差距，确立行业龙头地位；

BBY 的启示：每次经营转型都带来 2-3 年的加速增长

- 通过仔细分析 BBY 过去近 20 年的数据，我们发现 BBY 每次重大经营转型都能带来 2-3 年收入和毛利的加速增长。
 - ◆ 1993 年以前的高速增长受益于 BBY 在 1989 年开始实行的“取消佣金式的销售模式”和“自助式折扣店的经营概念”的改革（叶夏清 2009）；
 - ◆ 1996 年之后，BBY 的整体增速减缓，年增长呈小周期波动，经营改革是波动的重要激发因素；
 - ◆ 由于零售行业的经营模式极易被复制，因此每次改革对收入增长的促进作用时间短暂；

图表2：BBY 的每次经营改革都带来 2-3 年的加速增长



来源：Bloomberg、BBY、联商网、国金证券研究所

- 我们认为 BBY 的发展历程对中国的家电连锁企业具有重要的参照意义。
 - ◆ BBY 在结束高增长期后，通过经营转型仍然能提高收入和毛利的增长速度，存在周期性的投资机会；
 - ◆ 1997 至 2003 年间，BBY 的收入增长都保持在 20%-25%，毛利增长最高达到 38.89%；
 - ◆ BBY 完成从“销售导向”到“产品导向”到“以客户为中心”的战略变革花费了 8 年左右时间，每次变革期为 1-2 年；
 - ◆ 中国家电连锁行业由于起步较晚，这三个阶段很可能交叉发展，因此完成整体跨越的时间将更短，而转型期会稍长。

苏宁的转型策略之一：饱和市场通过“旗舰店”提高销售收入

一级市场容量饱和，“旗舰店”策略提高收入

- 上海、北京等中心城市的家电连锁网络经过近五年的高速发展，目前市场容量接近饱和。
 - ◆ 按照苏宁的分类，直辖市、副省级城市属于一级市场，上海、北京等城市基本可以反映一级市场的情况；
 - ◆ 我们测算了上海、北京等地的市场饱和度，该指标显示这些地区的家电连锁网络饱和度已经接近或超过 70%；
 - ◆ 我们未能统计武汉、成都等地的区域连锁企业和百货渠道的数据，这些地区的指标比实际值偏低；
 - ◆ 由于我们采用的是商务部的标准，有测算数据不够精确的风险。

图表3：主要城市家电连锁市场饱和度测算 单位：万人 平方米

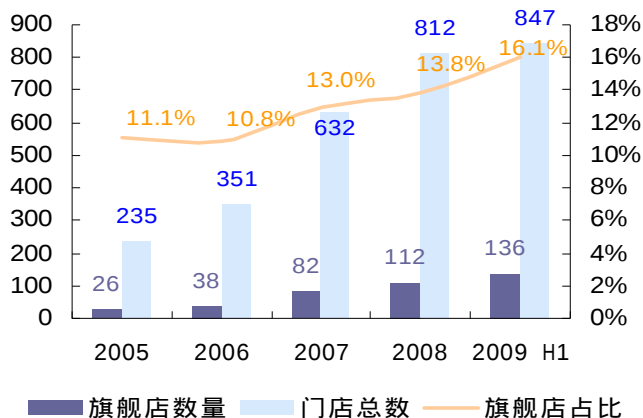
	苏宁			国美			市场饱和度		
	门店数	估算面积 平方米	服务人口 万人	门店数	估算面积 平方米	服务人口 万人	服务总人口 万人	消费人口 万人	饱和度
上海	56	299600	590	60	231540	404	994	1410	70.48%
北京	50	253800	490	48	187560	327	817	1250	65.34%
广州*	30	127800	240	99	307260	516	756	753	100.34%
天津	23	106800	205	37	144380	252	457	836	54.65%
深圳	26	112600	210	71	229360	385	595	646	92.08%
重庆	22	103800	200	33	119580	205	405	2112	19.18%
南京	19	91400	180	26	83500	140	320	556	57.56%
武汉	12	57400	110	28	92300	157	267	621	42.98%
成都	12	62400	120	51	173940	295	415	834	49.75%
杭州	12	64000	125	11	38200	65	190	504	37.68%
合计	262	1279600	2470	464	1607620	2746	5216	9524	54.77%

来源：地区统计局、联商网、公司公告、国金证券研究所

- ◆ 注：1、营业面积用各地区大型店、中型店和小型店的数量乘以平均营业面积计算，各类型门店平均营业面积参考 2007 年底商务部颁布的《家电专业店经营规范》标准；
 - 2、服务人口用各类型门店的数量乘以平均服务人口数量；各类型门店的平均服务人口数量参考 2007 年底商务部颁布的《家电专业店经营规范》标准；
 - 3、饱和度等于服务人口数量除以潜在消费人口数量，潜在消费人口等于该地区 18-60 岁年龄段常住人口数；
 - 4、数据显示广州的门店分布已经饱和，这是由于国美在广州的标准店数量有 93 家之多，而测算时国美标准店的经营面积统一估算为 3020 平方米，不排除该地区的国美标准店经营面积偏低的可能。
- 在一级市场，苏宁的策略是利用大型旗舰店的辐射能力和吸聚效应争夺客流，从而提高市场份额、销售收入和营业利润。
 - ◆ 到 2009 年上半年，苏宁旗舰店总数为 136 家，占门店总数的 16.06%，其中华东区（一区、二区）有旗舰店 60 家，占华东区门店总数的 17.7%，同比增长 1.66%；
 - ◆ 2005-2009 年中期，旗舰店占总门店数量的比例从 11.1% 提高到 16.1%；苏宁 250 家新开门店计划中，销售规模 1 亿元以上的门店有 62 家，占总数的 24.8%；

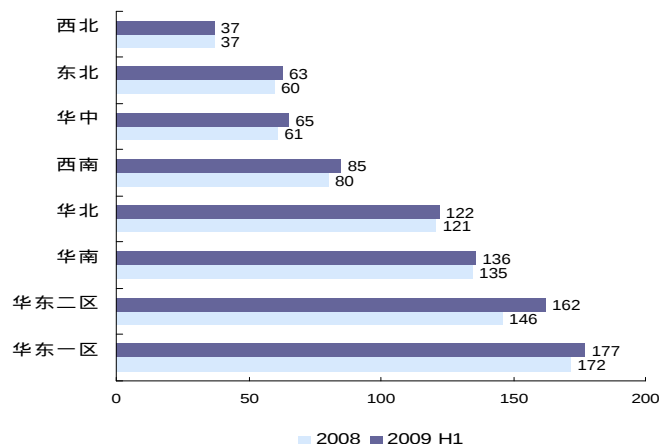
- ◆ 华东、华南和华北地区集中了苏宁 100 家旗舰店，占旗舰店总数的 73.5%，是最重要的收入和利润来源。

图表4：旗舰店的占比逐年增加 单位：个



来源：公司公告、国金证券研究所

图表5：苏宁门店的全国布局 单位：个



样本分析：上海市场

- 我们通过上海市场分析“旗舰店”策略的具体实施情况，并借此分析其对苏宁收入的提升作用。
- ◆ 苏宁在上海拥有旗舰店 18 家，占总门店数的 32.14%；
- ◆ 长宁店、远东店的销售规模占整个上海地区销售收入的比例超过 20%；
- ◆ 经过实地调研，我们将上海的门店按销售规模分成五类，其中长宁店年销售收入 8-10 亿元，远东店年销售收入 5-6 亿元。

图表6：上海地区苏宁门店类别及销售收入 单位：平方米、亿元

等级	门店	类型	面积	年销售收入
第一类	长宁店	旗舰店	18000	8-10亿元
第二类	远东店	旗舰店	20000	5-6亿元
第三类	16家	旗舰店、社区旗舰店	>5000	1.5-2亿元
第四、五类	38家	中心店、社区店	>2000	0.6亿元

来源：公司调研 国金证券研究所

- ◆ 长宁店和远东店的选址均在靠近轨道枢纽的商业中心，上海地区具有这种特点的商圈共有十三个，轨道枢纽也有十三个，大型旗舰店仍有发展空间。

图表7：上海主要商圈及轨道枢纽

上海主要商圈			轨道枢纽		
南京东路商圈	南京西路商圈	淮海中路商圈	人民广场站 (1、2、8号线)	静安寺站 (2、7号线)	世纪大道站 (2、4、6、9号线)
徐家汇商圈	陆家嘴商圈	浦东张杨路商圈	龙阳路站 (2、7、18号线)	蓝村路站 (4、6号线)	徐家汇站 (1、9、11号线)
人民广场商圈	五角场商圈	四川北路商圈	上海体育馆站 (1、4号线)	中山公园站 (2、3、4号线)	上海火车站 (1、3、4号线)
中山公园商圈	静安寺商圈	新客站商圈	虹口足球场 (3、4、8号线)	滨州路站 (6、7号线)	曹杨路站 (3、4、11、14号线)
曹家渡商圈			镇坪路站 (3、4、7号线)		

来源：国金证券研究所

- ◆ 注：轨道枢纽部分线路还未建成，滨州路站还未有商圈形成。
- ◆ 2009 年，苏宁定向增发募集资金的使用计划中，上海将新开门店 17 家，其中销售收入预计超过 1 亿元的门店有 6 家，占总数的 35.29%，可以预见未来上海旗舰店的占比会继续提高；
- 从租售比看，大型旗舰店的单店效益比面积较小的中心店和社区店要高 1% 以上，体现了很强的规模效应。
 - ◆ 实际单店租售比的精确数据难以确定；
 - ◆ 长宁店的年租金成本在 3000 万元左右，远东店是自建店，年摊销费用在 6000 万元左右，此处不予考虑；
 - ◆ 我们假设其余旗舰店的平均单店面积约 6500 平米，年收入取 1.5-2 亿元的中间值 1.8 亿元；
 - ◆ 由于门店开设时间不同，原始租金成本差异很大，此处我们为了数据可比统一参考目前上海的租金情况进行估计；

图表8：单店面积越大，经营效益越好

类型	面积 万平米	日租金 元/平米	年租金 万元	年收入 万元	租售比
长宁店	1.8	4.6	3000	80000	3.75%
旗舰店	0.65	3.0	712	18000	3.95%
社区店、中心店	0.35	2.5	319	6000	5.32%

来源：公司调研、国金证券研究所

- 在保持旗舰店的增长趋势和每年新增 150-200 家门店的基础上，未来 2 年苏宁旗舰店的销售收入增长将保持在 20% 以上。
 - ◆ 假设一：未来 2 年，苏宁的旗舰店占门店总数的比重分别递增 1.5% 和 1%；
 - ◆ 假设二：未来苏宁门店的主要扩张方向是中心城市的郊环地区和下级市场，物流网络的完善是扩张的基础，因此我们估计两种开店情况：2009-2011 年，每年净增门店数为 150、160、180 家，或者，150、170、200 家；
 - ◆ 随着旗舰店数量的增加，地处同一商圈的门店势必造成客源分流，我们降低了未来 2 年的单店平均年收入；

图表9：未来三年苏宁旗舰店的收入增长估计表

项目	2009	2010	2011
门店总数	962	1122	1302
年净增门店数	150	160	180
旗舰店占比	16.5%	18.0%	19.0%
估计单店平均年收入 (亿元)	2.0	1.95	1.95
旗舰店收入	317.5	393.8	482.4
增速	-	24.05%	22.49%
门店总数	962	1132	1332
年净增门店数	150	170	200
旗舰店占比	16.5%	18.0%	19.0%
估计单店平均年收入 (亿元)	2.0	1.95	1.95
旗舰店收入	317.5	397.3	493.5
增速	-	25.16%	24.20%

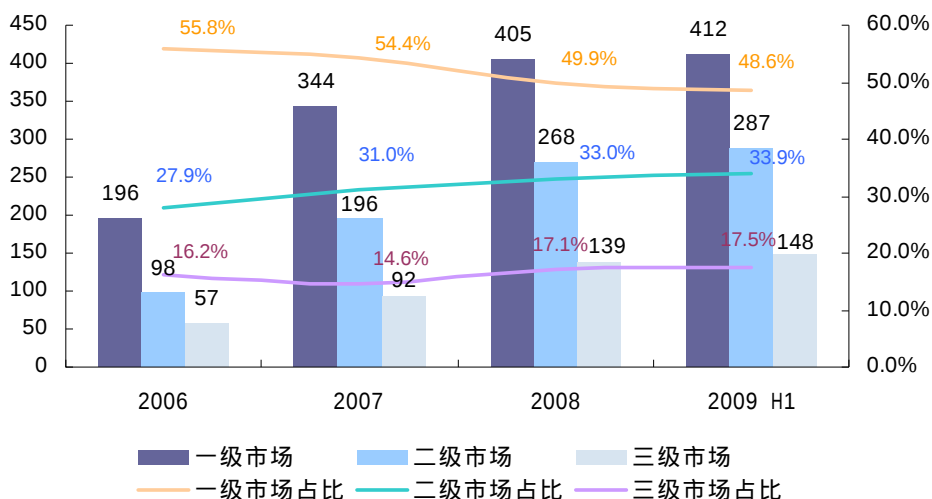
来源：国金证券研究所

苏宁的转型策略之二：加快物流建设，开拓下级市场

下级市场发展空间广阔，苏宁有可行的发展计划

- 一级市场苏宁、国美双寡头竞争的格局已经基本稳定，向城市郊环和下级市场扩张是必然的发展趋势。从城市数量和消费人口总量看，下级市场有广阔的发展空间。
- ◆ 苏宁对市场的分级包括：直辖市、副省级以上城市属于一级市场，除此以外的地级城市属于二级市场，县、乡属于三级市场；

图表10：各级市场门店分布及变动趋势 单位：家



来源：公司公告、国金证券研究所

- ◆ 至 2009 年中期，一级市场 19 个城市共有门店 412 家，消费人口总数约 4500 万人；二级市场 283 个城市共有门店 287 家，消费总人口数约 19800 万人；县级市、区的总数超过 2400 个；
- ◆ 目前，苏宁已进入 168 个（剔除直辖市和副省级以上城市 19 个）地级城市；
- ◆ 对全国市场，苏宁从纵向和横向进行了划分，我们在下面的表格中量化了市场空间和计划扩张空间。

图表11：苏宁的全国发展计划

市场	区域	扩张目标			
		省会	地级市	县	乡镇
一类	上海、北京、深圳、重庆、江苏、浙江、广东	全部	全部	绝大部分	部分
二类	山东、福建	全部	绝大部分	大部分	-
三类	安徽、黑龙江、吉林、辽宁、山西、河北、河南、湖北、湖南、江西	全部	大部分	个别	-
四类	内蒙古、甘肃、新疆、陕西、四川、云南、广西	全部	部分	个别	-
五类	贵州、宁夏、青海、海南	全部	个别	-	-

来源：公司调研、国金证券研究所

图表12：苏宁的扩张空间和计划空间

分类	市场空间（城市数量）			计划扩张		
	地级市、地 级区	县级市、县 级区	乡镇、乡镇 级区	地级市、地 级区	县级市、县 级区	乡镇、乡镇 级区
一类	40	317	4437	40	285	2219
二类	23	225	2969	21	157.5	-
三类	125	1166	16332	88	233	-
四类	71	601	10124	36	120	-
五类	24	172	2405	5	-	-
合计	283	2481	36267	189	796	2219

来源：国家统计局、公司调研、国金证券研究所

- ◆ 注：1、根据苏宁的市场划分，我们统计了各级城市的数量和分布，其中剔除了 4 个直辖市和 15 个副省级城市；
- 2、为了便于分析，我们将苏宁的各类市场扩张计划进行了量化，量化指标为：全部进入 100%、绝大部分 90%、大部分 70%、部分 50%、个别 20%；

物流系统支持门店下沉，苏宁的领先优势明显

- 物流成本是家电连锁企业开发下级市场的主要制约因素，供应商对连锁企业的支持力度有限。
 - ◆ 目前，供应商在配送和仓储上对家电连锁企业的支持在 3%-5%，尽管家电制造企业在全国有比较完备的销售系统和运输体系，但是在三、四级市场依然主要依靠代理商进行分销，对连锁企业的支持力度非常有限；
 - ◆ 由于前期家电连锁企业的低成本渠道扩张和低价优势是通过不断挤压供应商利润而获得的外生性成本优势，因此在供应商支持力度减弱的情况下，连锁企业的进入成本会大幅增加。
- 与国美主要采用第三方物流不同，苏宁的物流建设从一开始就采用自建模式，前期的建设投入主要集中于两个方面：
 - ◆ 一方面是物流基地建设，包括 3 个物流中心、52 个区域配送中心、29 个城市配送中心、162 个城市配送点和 243 个物流配送终端；

图表13：现有 3 个物流中心的情况

名称	面积	辐射范围	主要功能
北京通州物流中心	>20000平米	150 公里	物流配送 售后服务
杭州物流中心	>10000平米	100 公里	客服中心 信息管理
南京物流中心	>30000平米	150 公里	后勤保障

来源：国金证券研究所

- ◆ 另一方面是物流基地建设的标准制定，确定物流中心的选址、面积、辐射范围、支持销售额大小等问题，为批量复制建设模式做好了准备。
- ◆ 实际上，我们认为制定标准的意义要大于实际建成面积，它为苏宁快速推进物流建设铺平了道路；这种软性建设能力也使竞争对手在短期内难以赶超。
- 2009 年苏宁规划建设 9 个物流中心，与现有的三个中心一起在全国呈华北、华东、西南“品”字形布局，新建中心支持销售收入约 630 亿元。
 - ◆ 2009 年苏宁已经规划建设的物流基地有 9 家，包括北京物流中心二期、天津、沈阳、成都、重庆、徐州、苏州、无锡、合肥的物流基地，建设期平均为 1-1.5 年；

- ◆ 除沈阳中心将在 2010 年上半年投入使用外，剩余 8 个基地将在 2010 年底建成，图表 14 列示了部分筹建物流基地的情况；按照平均每个基地支持 70 亿元销售额计算，新建成 9 个物流基地将支持 630 亿元的销售收入；

图表14：部分筹建物流基地的情况

名称	仓储面积	辐射范围	支持销售规模
成都物流中心	47000平米	300公里门店配送，150公里零售配送	70亿元
无锡物流中心	37900平米	300公里门店配送，150公里零售配送	60亿元
重庆物流中心	45600平米	300公里门店配送，150公里零售配送	70亿元
天津物流中心	45000平米	300公里门店配送，150公里零售配送	70亿元
徐州物流中心	33600平米	300公里门店配送，150公里零售配送	50亿元
北京二期中心	55400平米	300公里门店配送，150公里零售配送	90亿元
合计	264500平米		410亿元

来源：2009 年非公开发行股票预案、国金证券研究所

- ◆ 公司计划在 2012 年完成 55-60 家物流基地的规划和设计，完成 30 家左右的物流基地建设，基本完成全国覆盖。
- 在物流中心辐射半径内，苏宁可以实现对重点城市及周边县级市和乡镇的门店覆盖。
 - ◆ 苏宁对三、四级市场的扩张已经展开，2009 年募集资金投向的 250 家新开门店中，成都、重庆、沈阳将新开 22 家门店；新开业县级市门店 23 家；预计在 1-2 年内，苏宁将逐步完成对图表 15 所列示的城市及周边县、镇的覆盖；
 - ◆ 实际上，2009 年苏宁的 250 家门店扩张计划中，新建门店大部分位于中心城市郊环和二、三线市场。

图表15：2010 年底，苏宁物流网络覆盖的各区域主要城市一览

物流中心	沈阳 物流中心	北京-天津 物流中心	成都 物流中心	重庆 物流中心	合肥 物流中心	其余
150-300公里辐射半径内的主要城市	营口	锦州	唐山	眉山	泸州	淮南 芜湖
	鞍山	盘锦	承德	德阳	宜宾	蚌埠 马鞍山
	辽阳	丹东	张家口	绵阳	广安	六安 滁州
	本溪	通化	保定	资阳	南充	巢湖 宣城
	抚顺	辽源	廊坊	雅安	达州	铜陵
	铁岭	四平	沧州	乐山	遵义	安庆
		通辽		自贡		池州

来源：国金证券研究所

- 由于有物流体系支持，苏宁每年 150-200 家门店的扩张速度是可以预期的，并且我们认为这种扩张的成功率会较高。
 - ◆ 在物流建设上，苏宁不仅有实体基地，而且总结了发展物流体系的经验，具备明显的领先优势；
 - ◆ 国美目前的物流体系仅包括 200 个配送中心和 300 台自有车辆，对物流系统的建设经验和人才储备不足，进而制约了国美对三、四级市场的拓展速度；同时，小城镇适合开设连锁门店的优质位置有限，因此先进入者还可获得卡位优势。

好风凭借力：房地产回暖和政策刺激对家电销量的带动明显

房地产增长对苏宁收入的拉动至少可持续至明年上半年

- 苏宁的产品结构按销量影响因素可分为三类，受房地产销售影响的产品占09年上半年销售收入的76.14%。
 - ◆ 主要受房地产销售拉动：空调、冰箱、洗衣机和厨卫小家电；主要受技术、娱乐潮流推动：彩电、影音产品；技术敏感性高：通讯、IT。
 - ◆ 2009年上半年，与地产相关的产品（空调、冰洗、小家电）销售收入占总收入的比重分别达到15.18%、18.13%、13.89%，合计占比47.20%；由于彩电及配套电器也部分受房地产销售的影响，加上影音产品的收入后比重达到76.14%。

图表16：近三年各产品销售收入 单位：百万元

	2006	2007	2008	2009 H1
影音	6,920.68	11,379.11	13,739.45	7,654.55
冰洗	3,971.03	6,484.35	8,049.44	4,794.85
数码、IT	2,445.33	4,642.17	6,783.14	3,708.21
小家电	2,937.72	4,462.50	6,666.54	3,673.92
空调	4,164.96	5,939.43	6,495.25	4,015.28
通讯	4,215.91	5,371.14	6,054.79	2,600.91
合计	24,655.63	38,278.70	47,788.61	26,447.73

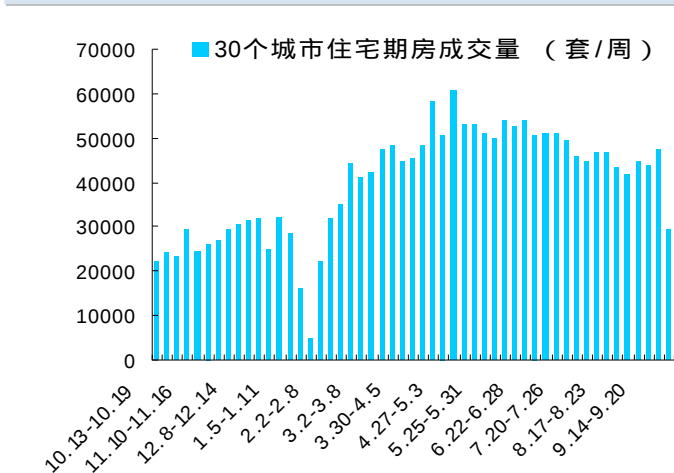
来源：公司年报、国金证券研究所

图表17：近三年销售收入占比

	2006	2007	2008	2009 H1
影音	28.07%	29.73%	28.75%	28.94%
冰洗	16.11%	16.94%	16.84%	18.13%
数码、IT	9.92%	12.13%	14.19%	14.02%
小家电	11.92%	11.66%	13.95%	13.89%
空调	16.89%	15.52%	13.59%	15.18%
通讯	17.10%	14.03%	12.67%	9.83%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

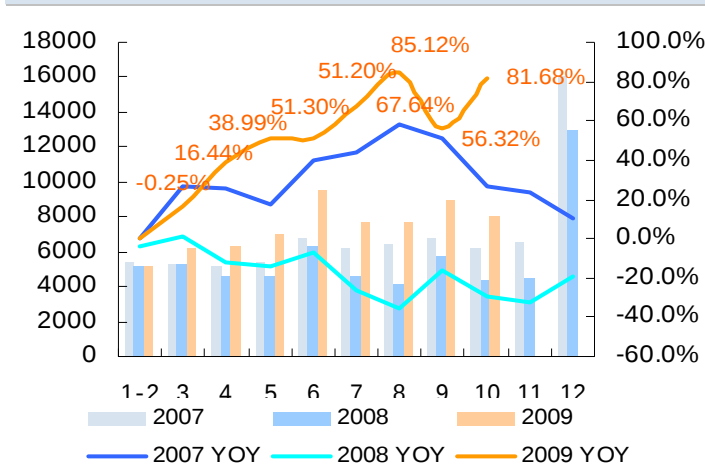
- 2009年房地产的复苏带动了家电销售量的增长，根据调研了解，房地产对苏宁收入增长的拉动在30%左右，由此推算苏宁明年上半年由房地产拉动的收入增长将达到20%。
 - ◆ 房地产成交量对家电销售的拉动滞后6-12个月，家电制造企业出货早于销售1个月，因此最终反映在终端的销售拉动将滞后7-13个月，即09年6月地产带动的家电需求对应连锁企业10年3月的销量。
 - ◆ 2008年10月房地产成交量见底回升，全国30城市的住宅期房成交量于6月达到最高，随后虽有下降但比去年同期仍有大幅增长。3月以来住宅周成交量保持在40万套/每周以上的水平。
 - ◆ 如果按照房地产对苏宁收入拉动30%计算，2009年6-10月商品房成交面积的平均增速为68.5%，对苏宁收入的拉动约20.5%。

图表18：08.10以来住宅周成交量猛增 单位：套/周



来源：中指研究院、国家统计局、国金证券研究所

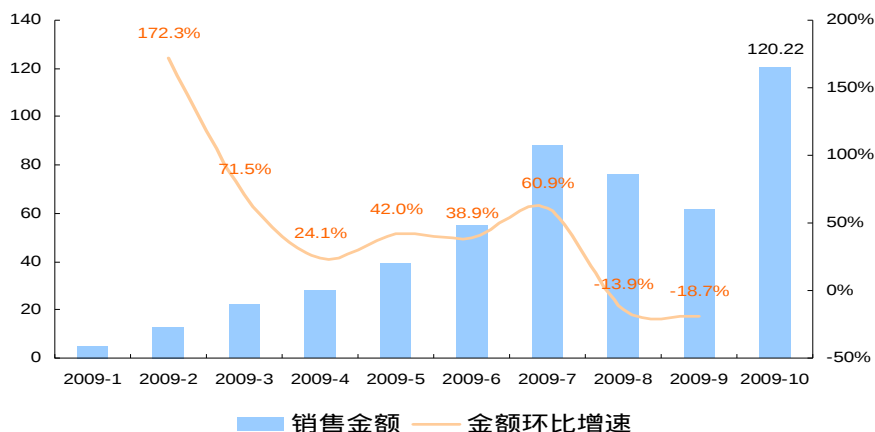
图表19：商品房成交面积及同比增长 单位：万平米



“家电下乡”的拉动将逐渐体现，“以旧换新”对收入增长的刺激明显

- “家电下乡”10月的销售收入受长假影响大幅增长，第四季度是彩电和洗衣机的销售旺季，下半年的销售增长仍可持续。
- ◆ 由于苏宁的现有门店主要集中在城市，家电下乡对销售的贡献较小；在县级门店数量增加后，可享受的政策拉动会逐渐加强。

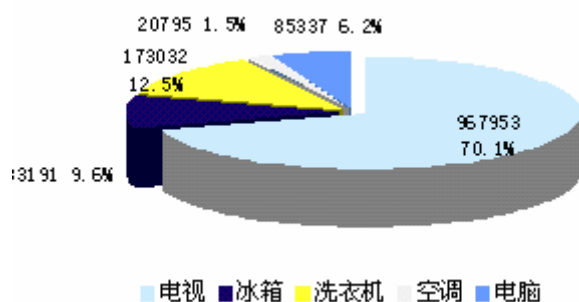
图表20：“家电下乡”月度销售数据和环比增速 单位：亿元



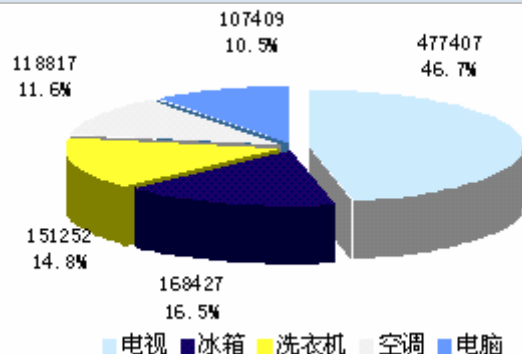
来源：家电下乡信息管理系统、国金证券研究所

- 家电“以旧换新”政策涵盖五大类商品，换取方式灵活，主要刺激居民的家电换代需求；国庆期间，苏宁实现销售收入约100亿元，其中“以旧换新”的拉动在40%左右。
- ◆ 2009年8月，家电“以旧换新”在全国9个省市陆续启动试点，截至10月19日，共回收五大类旧家电1380308台，销售五大类新家电1023312台，销售额达到40.49亿元。

图表21：旧家电回收数量和占比 单位：台



图表22：新家电销售数量和占比 单位：台



来源：以旧换新信息管理系统、国金证券研究所

- ◆ 国庆期间新家电累计销量超过22.3万台，各类电器比节前都有大幅增长，其中电视机、空调、电脑等的销量增长均超过50%。经历了8月份“以旧换新”的启动阶段和国庆假期的井喷，随着媒体宣传、企业促销和消费者对活动认知程度的加深，我们预计年底家电以旧换新总量仍可保持快速增长，并将一直持续到明年上半年。
- ◆ 国庆期间上海长宁旗舰店的销售收入达到13.14亿元，约占整个上海地区销售量的14%，据此推测，苏宁上海地区国庆期间的销售收入达到100亿元，其中“以旧换新”的拉动在40%左右。

潜在竞争：B2C 的发展不会影响苏宁的行业地位

电子商务发展迅猛，B2C 挑战传统零售业态

- 电子商务在中国互联网应用中的增长速度 2009 年超过 50%，并且在未来将延续这一快速发展势头。其中，B2C 模式由于其便捷性和低成本优势与传统零售业构成竞争。
 - ◆ 电子商务主要分 B2B（企业对企业）、B2C（企业对个人）、C2C（个人对个人）、Saas CRM（软件）和电子商务支付五种主要模式。
 - ◆ B2C 模式在有两种版本，一种是阿里巴巴旗下的“淘宝商城”，另一种与网络零售商亚马逊（Amazon）的模式相同。
 - ◆ 作为苏宁主要潜在竞争对手的“京东商城”、“新蛋网”采用的是 Amazon 模式，低价是核心竞争策略。

图表23：中、美 B2C 模式比较

Amazon 模式	“淘宝商城”模式
· B2C平台即在线商铺的卖家 · 压低生产商价格，赚取进销差价 · 通过网络平台实现产品展示和完成交易订单，节省开店成本 · 需要投入巨资建设仓储、配送中心 · 为了满足客户需要，产品线会不断延长，存货周转率逐渐放缓	· 独立第三方B2C平台 · 向卖家收取会员费 · 直接连接厂商和消费者，不进货、不存货，减少中间环节费用 · 需要完善购物环境、维护诚信体系，提供安全便捷的付款方式 · 共享“淘宝网”6200万会员，通过买方资源吸引卖家踊跃入驻

来源：国金证券研究所

苏宁 VS B2C：物流和售后是 B2C 的短板，2-3 年内行业格局不会变化

- 根据上节所述，我们有理由相信苏宁面临的竞争同时来自两种不同的 B2C 模式。通过详细比较苏宁与国内两种 B2C 模式的优势和劣势，我们认为苏宁的行业地位未来 2-3 年不会受到影响。
- 苏宁 VS “淘宝商城”：“淘宝商城”的卖家众多，B2C 的经营重点是维护诚信体系，同时，厂家借助网络平台直销没有成本优势；因此我们认为“淘宝商城”模式不会成为家电零售领域 B2C 的首选模式。
 - ◆ “7 天无偿退货”、“先行赔付”等措施要求网站承担部分售货风险，在实际中的实施效果并不明显；对卖家诚信的担忧会阻止消费者通过“淘宝”选购单位价值高，违约风险大的商品。要改善诚信体系，需要“淘宝”有能力对卖家进行诚信评估并且实施惩罚，实际操作中的难度和资源投入都将较大。
 - ◆ 2009 年 5 月创维集团在“淘宝商城”开设直销店。家电企业通过 B2C 平台开设直销店有两个好处，一方面利用企业的公信力消除诚信障碍，另一方面可通过网络将渠道延伸至县、乡等最下级市场。
 - ◆ 这种方式的问题在于：首先，销售和售后服务必须依靠家电企业自己或第三方支持，物流和服务成本难以降低；其次，网上订单的处理必须由家电企业自己完成，增加了销售管理成本。

图表24：苏宁在诚信、物流和售后服务上占优

苏宁	淘宝商城
· 大型旗舰店的商品品类超过2万个，品类数量按门店规模递减 · 供应商实力雄厚，多数从厂家直接进货 · 产品以知名品牌为主，小品牌进驻成本高 · 产品品质由苏宁和商家共同保证，苏宁提供短期退、换货、维修及与商家联系售后服务等 · 安装、配送等售后支持由苏宁提供	· 集中提供各商家产品信息，品类极其丰富 · 供应商繁多，包括小型企业和各类经销商 · 产品包括主流品牌，大量二、三线品牌 · 产品品质主要由商家保证，淘宝负责维护诚信体系 · 售后服务由商家提供，物流由第三方承担

来源：国金证券研究所

- 苏宁 VS “Amazon”：京东商城 2009 年上半年实现销售额 3.78 亿元，获得投资 2100 万美元，销售规模和融资能力有限。
 - ◆ “京东商城”和“新蛋网”都是采用“Amazon”模式从事电器销售，在销售规模形成初期，以“低价”为核心的竞争模式决定这两家企业对资金的需求量极大，这与传统家电连锁零售企业有相似之处；
 - ◆ Amazon 模式的发展要求企业完善物流系统建设，苏宁新建物流基地的平均投入为 2-3 亿元，建设规模为全国 60 家物流中心，显然“京东商城”和“新蛋网”暂时都不具备这种实力；
 - ◆ 京东商城目前最受诟病的配送时间和服务质量问题，实际上就是物流建设落后导致的。

图表25：Amazon 模式对资金的需求量很大

苏宁	Amazon 模式
· 强调价格优势和优质服务 · 产品结构以家用电器为主，数码、小家电占比较小但增速快 · 主要经营大品牌，多数大品牌直供 · 销售收入的快速增长主要靠门店扩张，成本较高 · 提供完善的售前售后服务，自有物流平台 · 未来可依托已有平台向B2C发展	· 低价是目前核心的竞争策略 · 产品销售从数码、小家电扩展至家用电器 · 经营各类品牌，供应商繁多 · 没有门店成本，理论上收入增长与网站推广和服务器容量有关 · 售后服务由厂家提供，物流主要依靠第三方 · 未来在仓储、配送等物流建设上需要巨额投入

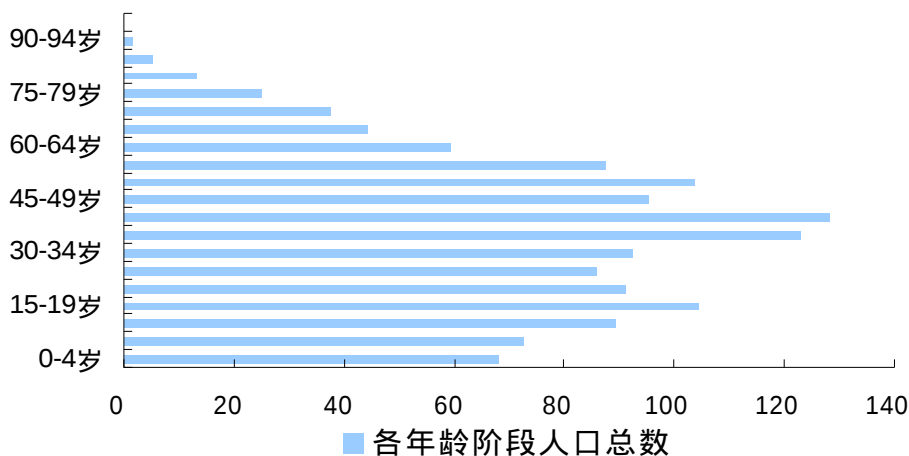
来源：国金证券研究所

在长期：苏宁转型 B2C 将更有优势

- 现在距离中国家电零售领域 B2C 的发展高峰期还有 5 年左右的时间，届时 B2C 模式的竞争实力会大大增强。
 - ◆ 家电零售领域 B2C 的发展受到人口结构和消费习惯的影响，如图 26 所示，目前的人口结构中 25-29 岁婚育年龄阶段的人口占比正处在波谷，5 年后 15-19 岁年龄阶段的人口开始进入婚育期，家电消费量大为增加；

- ◆ 15-19 岁年龄阶段人口的受教育期与中国互联网高速发展期重合，其消费习惯与 45-49 岁年龄阶段人口有显著不同，更易于接受网络购物的消费模式；

图表26：2008 年中国人口年龄结构图 单位：百万人



来源：Wind、国金证券研究所

- 动态的看，未来苏宁转向 B2C 模式的优势更大：对供应商的议价能力强、物流系统成熟、转型成本低等；美国的发展经验也支持这一观点。
 - ◆ 在苏宁不断发展的过程中，B2C 企业要达到与其匹敌的销售规模还有待时日，而规模决定溢价能力，苏宁一旦参与 B2C 的竞争，价格优势将十分明显；
 - ◆ 2009 年上半年国美关闭 110 家门店的一次性成本仅 4665 万元，也就是说，未来苏宁转型 B2C 的门槛不高；
 - ◆ 在电子商务最发达的美国，15 大网上零售商中只有 2 家纯电子商务公司，其余 13 家都是实体企业，这说明“企业只要具备电子商务服务意识，进入这一领域并非难事”（阿里巴巴 卫哲 2008）；
 - ◆ 包括百思买在内的实体企业网上销售的比例都不超过 30%，说明即使在电子商务发展成熟的美国市场，实体渠道仍有较强的竞争力。

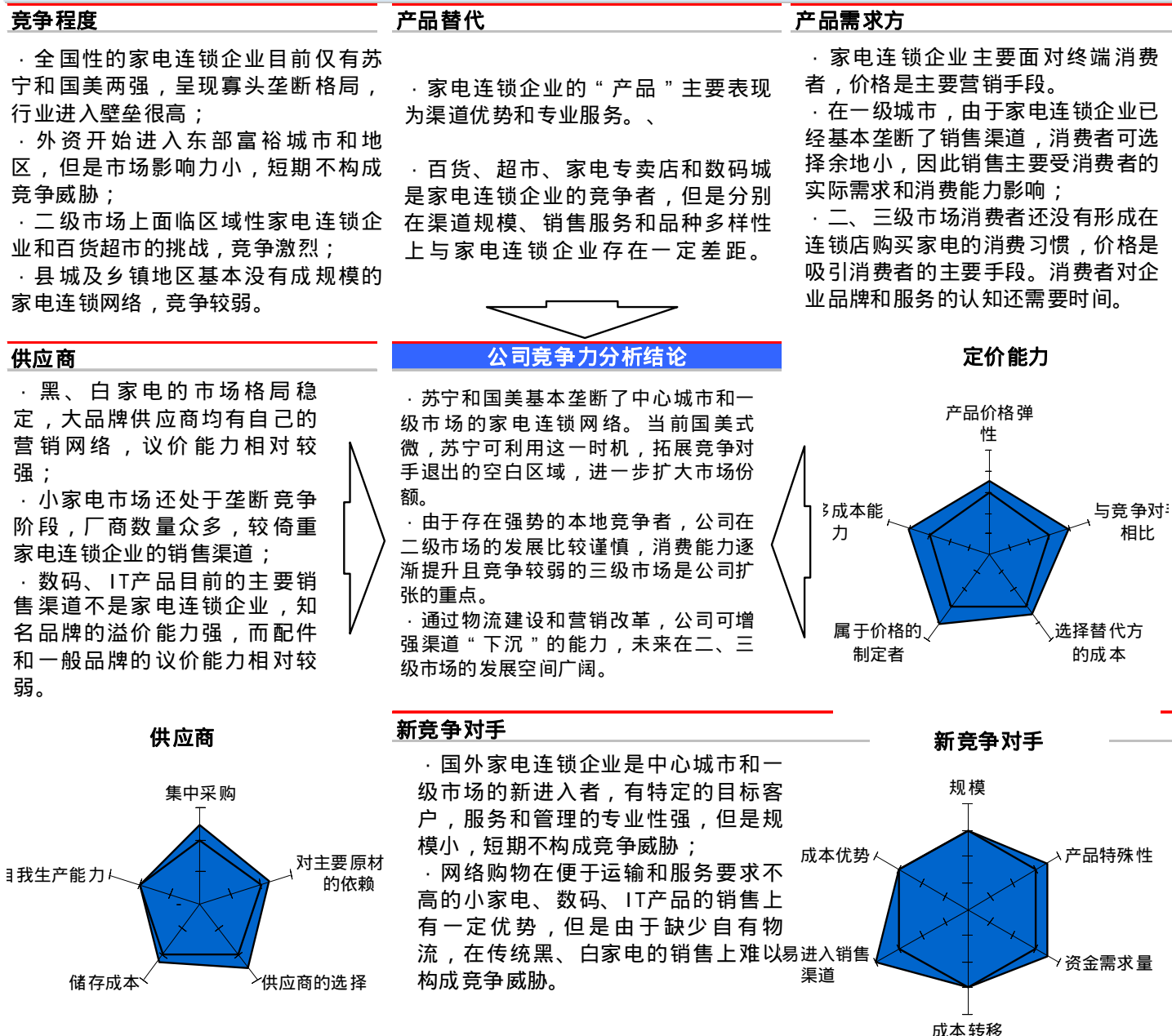
图表27：2005 年美国 15 大网上零售上销售排名

排名	公司	网上销售额 (百万美元)	网上销售额占 比
1	Amazon.com 亚马逊	8490	100%
2	Office Depot 欧迪办公	3800	27%
3	Staples 史泰博	3800	24%
4	Dell 戴尔	3779	7%
5	HP Home&Home Office 惠普在线	2829	3%
6	OfficeMax	2567	28%
7	Sears Holdings 西尔斯控股	2160	4%
8	CWD	1769	28%
9	SonyStyle.com 索尼购物网	1625	2%
10	Newegg.com 新蛋网	1300	100%
11	Best Buy 百思买	1267	4%
12	Wal-Mart 沃尔玛	1050	0.3%
13	J.C.Penney J.C. 潘尼	1039	6%
14	QVC	1017	16%
15	Apple Computer 苹果电脑	901	7%

来源：国际商业技术、国金证券研究所

- 对 B2C 的挑战早有准备，苏宁网上商城已经发展至第四代。
 - ◆ 无论是“1200”的人才培养计划还是物流基地建设，苏宁都善于长远规划、稳步发展，2009 年 10 月苏宁新推出第四代商城“苏宁易购”，共有在线商品超过 1 万件，目前的日均销售额 50-60 万元，销售结构以手机和数码产品为主；
 - ◆ 目前，苏宁主要立足培养团队和建立企业形象窗口与消费者互动平台，产品定位与实体店互补，实行错位销售；在价格上，大件家电的价格与实体店持平，每天推出 20 个左右的平价产品以增加网站人气，公司计划在 2011 年使网上商城的销售额增加至 10 亿元。

图表28：苏宁的竞争力分析



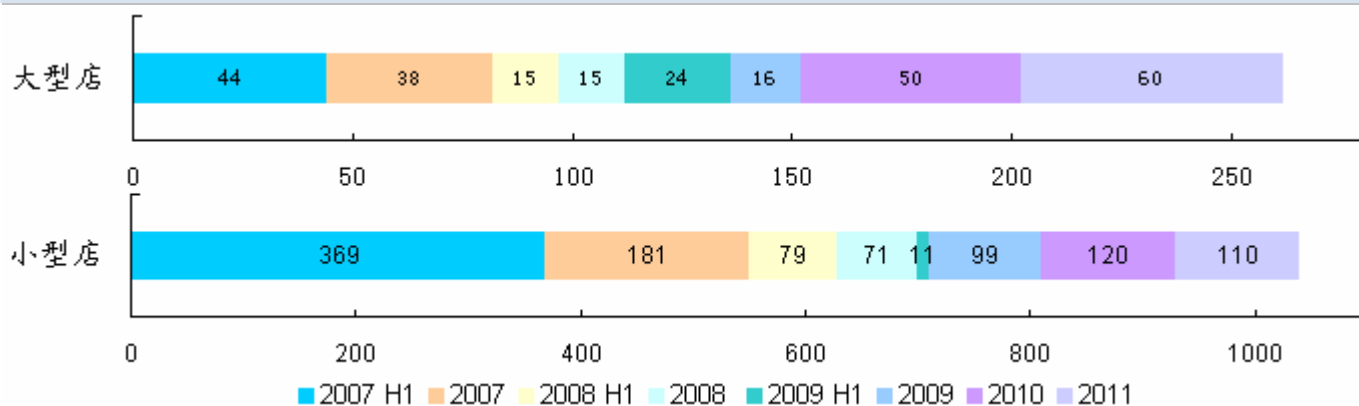
来源：国金证券研究所

盈利预测和估值

收入增长与盈利预测

- 我们预测 2009-2011 年，苏宁电器的净利润分别增长 31.95%，23.76%和 23.64%；我们预测 2009-2011 年的净利率分别为 4.69%、4.73%和 4.84%；苏宁电器 2009-2011 年 EPS 分别为 0.638 元、0.756 元、0.935 元。
- 苏宁 2009 年全年计划开店 200 家，上半年已开店 75 家，关闭门店 40 家，净开店 35 家，根据我们调研了解的信息，公司下半年将加大开店速度，预计全年新增门店 150 家左右。
 - ◆ 我们认为按照门店总数估计同店增长计算销售收入的方式不能反映收入增长的真实来源，根据我们前文对上海市场的分析，我们将苏宁的门店分成大型店（旗舰店）和小型店（中心店、社区店）。
 - ◆ 根据调研了解，苏宁门店的平均培育期为 1-1.5 年，2008 年中期以前的门店即可视为成熟门店。

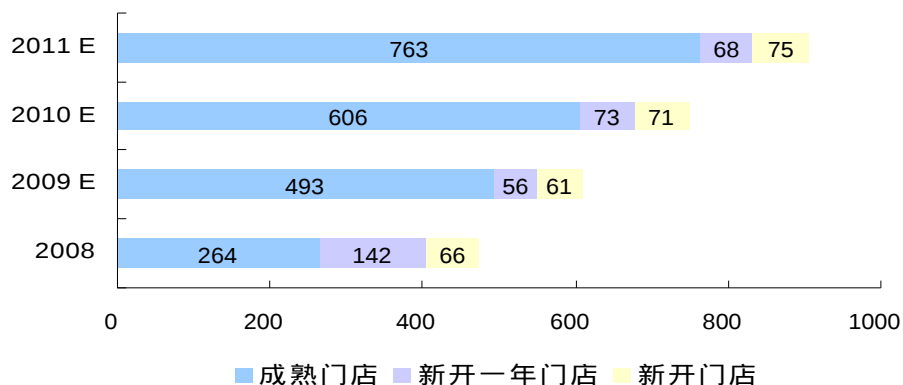
图表29：苏宁大型店和小型店年净增数及未来 3 年预测增加数



来源：公司公告 国金证券研究所

- 我们预测苏宁未来三年销售收入的年增长率分别为 22.41%、22.77%和 20.82%。
 - ◆ 假设 2009-2011 年每年新增店数为 150 家、170 家和 170 家，未来两年新开门店的单店收入由于总门店数的增加略有下滑。
 - ◆ 2009 年下半年由于房地产回暖拉动的滞后反应及政府“以旧换新”政策的刺激，家电销量增长较快，假设同店增长为大型店（旗舰店）1.5%，小型店（中心店和社区店）0.5%。

图表30：未来 3 年苏宁各年龄段门店收入贡献值预测 单位：亿元



来源：国金证券研究所

绝对估值与相对估值

- 苏宁在未来保持稳定增长的概率较大，由于在门店结构调整和物流建设上具有领先优势，未来 2-3 年苏宁将巩固其行业龙头的地位，我们认为 25-30 倍 PE 是合理的估值区间，目标价格区间 18.9-23.85 元；

图表31：行业估值比较

公司	平均PE (过去5年)	P/T12M	P/E	P/B	ROE
BestBuy	16.58	18.5	14.81	3.21	21.98
纽交所同行	26.85	-	-	4.53	-
山田电机	20.04	11.53	16.78	1.51	9.81
国美电器	26.38	62.38	63.16	3.3	11.11
苏宁电器	35.86	33.67	26.93	4.6	32.39

来源：Bloomberg 国金证券研究所

图表32：苏宁电器处于历史估值区间的底部区域



- 用 DCF 估值法计算苏宁的价值为 23.85 元/股。

- ◆ 我们用三阶段 DCF 模型估值，显性期 3 年（第一阶段）2009-2011 年，第二阶段和第三阶段分别 8 年；
- ◆ BBY1998-2008 年的现金流的年均增长率为 14.64%，按三年平滑后的年均增长率为 12.57%，因此我们保守估计苏宁电器第二阶段的增长率为 10%；第三阶段增长率 6%，永续增长率 4%；

图表33：FCFE 估值结果

FCFE 估值	现金流折现值（百万 元）	价值百分比
第一阶段	9,770.54	9.13%
第二阶段	28,626.53	26.75%
第三阶段	24,095.00	22.51%
后续阶段（终值）	44,526.49	41.61%
股权资本的价值	107,018.55	100.00%
股本（百万股）	4,486.51	
每股价值（元）	23.85	

来源：国金证券研究所

图表34：敏感性测试结果

Ke	长期增长率(g)							
	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%
8.50%	30.29	31.80	33.65	35.96	38.93	42.89	48.44	56.75
9.00%	27.38	28.55	29.94	31.65	33.79	36.53	40.20	45.32
9.50%	24.94	25.85	26.93	28.22	29.80	31.78	34.32	37.70
10.00%	22.87	23.59	24.44	25.43	26.63	28.09	29.91	32.26
10.50%	21.09	21.67	22.34	23.12	24.04	25.14	26.49	28.18
11.00%	19.54	20.01	20.55	21.16	21.89	22.74	23.76	25.01
11.50%	18.19	18.57	19.01	19.50	20.07	20.74	21.53	22.48
12.00%	17.00	17.31	17.67	18.07	18.53	19.06	19.68	20.41
12.50%	15.94	16.20	16.49	16.82	17.19	17.62	18.11	18.68
13.00%	14.99	15.21	15.45	15.73	16.03	16.38	16.77	17.23
13.50%	14.15	14.33	14.53	14.76	15.01	15.29	15.61	15.98

来源：国金证券研究所

风险提示

- 房地产销售对苏宁业绩的影响较大，虽然我们预计 2009 年 4 季度的房地产销售将保持增长，但是 2010 年和 2011 年的房地产销售情况仍然存在不确定性。
- “家电下乡”和“以旧换新”政策对苏宁 2009 年下半年收入增长的提升作用明显，其中，国庆期间苏宁上海地区近 100 亿元的销售收入中，有 40%靠政策拉动。如果没有后续政策出台，已有政策的促进作用减弱，苏宁未来 2 年的销售收入增速有可能达不到预期水平。
- 中心城市的旗舰店选址要求很高，未来三年苏宁旗舰店数量增长的目标有可能不能完成。
 - ◆ 上海、北京两地的旗舰店数量占总数的比重超过 30%，其他中心城市的占比也在 20%以上；
 - ◆ 中心城市适合开旗舰店的位置有限，未来旗舰店的开店成本有可能进一步增加，存在净利率下降的可能。
- 三、四级市场的已有竞争者可能阻碍苏宁门店下沉的速度。
 - ◆ 五星电器、扬州汇银是江浙地区的区域家电连锁企业，其中五星电器在苏南地区占有优势，扬州汇银的市场集中在小城市和农村地区；
 - ◆ 小城市和农村市场的优良店址往往已经被占据，先进者的卡位优势可能迫使苏宁的进入成本增加。
- 由于金融危机导致国内市场需求萎缩，国际家电连锁企业有可能加大对中国等新兴市场的投资，外资家电连锁企业在中心城市的布局未来有加快的可能。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	24,927	40,152	49,897	61,076	74,985	90,594
增长率		61.1%	24.3%	22.4%	22.8%	20.8%
主营业务成本	-22,330	-34,347	-41,335	-50,448	-61,950	-74,747
% 销售收入	89.6%	85.5%	82.8%	82.6%	82.6%	82.5%
毛利	2,598	5,806	8,562	10,629	13,035	15,846
% 销售收入	10.4%	14.5%	17.2%	17.4%	17.4%	17.5%
营业税金及附加	-45	-154	-203	-275	-337	-408
% 销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,252	-2,986	-4,780	-5,650	-6,936	-8,380
% 销售收入	9.0%	7.4%	9.6%	9.3%	9.3%	9.3%
管理费用	-395	-494	-785	-1,008	-1,237	-1,495
% 销售收入	1.6%	1.2%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	-95	2,172	2,793	3,696	4,524	5,564
% 销售收入	n.a	5.4%	5.6%	6.1%	6.0%	6.1%
财务费用	-51	88	223	255	335	412
% 销售收入	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	-10	-52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-146	2,250	2,964	3,952	4,859	5,976
营业利润率	n.a	5.6%	5.9%	6.5%	6.5%	6.6%
营业外收支	1,268	-9	-14	0	0	0
税前利润	1,122	2,241	2,951	3,952	4,859	5,976
利润率	4.5%	5.6%	5.9%	6.5%	6.5%	6.6%
所得税	-366	-718	-691	-988	-1,215	-1,494
所得税率	32.6%	32.0%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	756	1,523	2,260	2,964	3,644	4,482
少数股东损益	36	58	90	100	100	100
归属于母公司的净利润	720	1,465	2,170	2,864	3,544	4,382
净利率	2.9%	3.6%	4.3%	4.7%	4.7%	4.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	720	1,523	2,260	2,964	3,644	4,482
少数股东损益	36	0	0	0	0	0
非现金支出	211	228	432	369	419	508
非经营收益	-10	10	-71	165	0	0
营运资金变动	-805	1,749	1,201	1,412	1,561	1,738
经营活动现金净流	151	3,510	3,822	4,910	5,624	6,728
资本开支	-428	-1,358	-2,450	-721	-1,999	-2,000
投资	-5	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-433	-1,358	-2,450	-722	-1,999	-2,000
股权募资	1,226	11	2,462	30	0	0
债权募资	196	-136	16	-217	5	6
其他	2	-16	-455	-5	-449	-449
筹资活动现金净流	1,423	-141	2,024	-192	-444	-443
现金净流量	1,141	2,011	3,395	3,997	3,182	4,285

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3,340	7,465	10,574	14,571	17,753	22,038
应收款项	182	201	205	479	589	711
存货	3,495	4,553	4,908	5,529	6,789	8,191
其他流动资产	1,163	1,379	1,501	1,768	2,170	2,618
流动资产	8,179	13,598	17,188	22,346	27,300	33,559
% 总资产	92.4%	83.8%	79.5%	82.9%	81.5%	81.3%
长期投资	4	26	70	71	70	70
固定资产	519	1,952	3,380	4,016	5,638	7,161
% 总资产	5.9%	12.0%	15.6%	14.9%	16.8%	17.4%
无形资产	149	581	819	532	492	461
非流动资产	672	2,631	4,430	4,622	6,202	7,694
% 总资产	7.6%	16.2%	20.5%	17.1%	18.5%	18.7%
资产总计	8,852	16,230	21,619	26,968	33,502	41,253
短期借款	276	247	309	115	120	125
应付款项	5,401	10,714	11,523	13,860	17,020	20,537
其他流动负债	-40	430	647	1,331	1,504	1,699
流动负债	5,636	11,391	12,479	15,306	18,645	22,361
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	11	28	5	5	5
负债	5,640	11,402	12,506	15,311	18,650	22,367
普通股股东权益	3,084	4,624	8,776	11,221	14,316	18,250
少数股东权益	128	204	336	436	536	636
负债股东权益合计	8,852	16,230	21,619	26,968	33,502	41,253

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.999	1.017	0.726	0.638	0.756	0.935
每股净资产	4.279	3.207	2.934	2.501	3.191	4.068
每股经营现金净流	0.209	2.426	1.277	1.094	1.200	1.436
每股股利	0.000	0.200	0.130	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	23.35%	31.69%	24.73%	25.52%	24.76%	24.01%
总资产收益率	8.14%	9.03%	10.04%	10.62%	10.58%	10.62%
投入资本收益率	22.66%	29.05%	22.70%	23.54%	22.65%	21.94%
增长率						
主营业务收入增长率	56.42%	61.08%	24.27%	22.41%	22.77%	20.82%
EBIT增长率	101.94%	85.10%	28.61%	32.32%	22.39%	22.98%
净利润增长率	105.43%	103.45%	48.09%	31.95%	23.76%	23.64%
总资产增长率	104.56%	83.35%	33.20%	24.75%	24.23%	23.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	0.9	0.8	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	45.0	42.8	41.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	30.0	26.8	29.9	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	6.2	17.0	24.3	21.5	24.9	26.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-95.38%	-149.52%	-112.65%	-124.01%	-118.72%	-116.02%
EBIT利息保障倍数	23.1	-24.6	-12.5	-14.5	-13.5	-13.5
资产负债率	63.71%	70.25%	57.85%	56.77%	55.67%	54.22%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	8	14	21	242
买入	0	8	11	18	83
持有	0	2	2	4	37
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	7
评分	0	1.67	1.60	1.60	1.52

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。