

苏宁电器（002024）：非公开发行确保公司稳步扩张 增持（维持）

商业

2008年5月22日

向涛

021-58824282 转 859 xiangt@txsec.com

事件描述：

公司今日发布了非公开发行股票报告书，此次非公开发行股票5400万股有限售条件的流通股，用于公司未来门店和物流中心建设。

评论：

1. 此次非公开发行股票上市时间为08年5月23日，自本次发行结束之日（2008年5月22日）起1年后经公司申请可以上市流通。发行价格为每股45元，募集资金24.3亿元人民币。此次发行价格为发行情况报告书公告前20个交易日均价的83.85%，前1个交易日收盘价的85.39%。此次非公开发行分别由中信证券和广发、华夏、鹏华、融通、工银瑞信5家基金公司共6家机构认购。
2. 公司此次非公开发行股份数较去年股东大会决议定下来的7300万股要少，发行价格较当时的33.3元/股高出35.14%，因此募集资金总量并没有发生变化。公司募集资金的投向没有发生变化，仍然是新开250家连锁门店、沈阳物流中心的建设以及购置武汉、上海浦东两地的旗舰店。
3. 此次发行有利于降低公司的财务风险。公司一直处于高速扩张期，其负债尤其是流动负债一直处于一个较高的水平，此次发行后公司的资产负债率将由原来的72.76%下降到64.23%，财务风险将得到有效释放。
4. 此次募集资金中15亿元将用于新开250家连锁门店，新开门店将全部采用租赁形式，分布于在华北、西北、东北、华中、华东、华南，按公司公告将新增公司营业面积81.52万平米，新增销售186.25亿元（含税），建设期18个月。从公司公布的开店计划来看，我们注意到除北京、上海等部分一线城市外，公司在各省的新开门店都以当地二线城市为主。250家门店中约有2/3的门店将开在全国二线城市，表明了公司深度拓展市场的发展思路。
5. 公司拟投资1.4亿元用于沈阳物流中心的建设，沈阳物流中心将承担辽宁地区连锁店销售商品的长途调拨、门店配送、零售配送（以沈阳为中心，辐射范围300公里内的长途调拨、门店配送，辐射范围150公里内的零售配送）。我们认为，对后台建设的重视，通过后台带动前台发展是苏宁近年来能够加速健康成长最主要的原因之一，此次沈阳物流中心建设将带动公司在整个东北地区门店的发展。
6. 此外公司还将斥资8.1亿元用于购置武汉中南旗舰店和上海浦东旗舰店两家门店。公司近年来开始强调大型旗舰店的建设，其在一线城市的旗舰店开店力度明显加强，从公司浦东旗舰店短期经营来看已经取得了显著的聚焦效应。我们认为在核心一线城市采用购置大型门店的方式经营，即有利于扩大公司在当地的影响力，长期来看也有利于降低经营成本。

7. 我们认为, 从国内家电零售市场以及相关统计数据来看, 一线城市传统家电的更新换代仍在继续, 二三线城市则有广阔发展空间。此外未来电子消费产品市场潜力巨大, 苏宁电器依托其门店的规模优势和强大后台建设, 有望继续分享市场高速增长。考虑此次发行, 我们预计公司08-10年每股收益分别为1.69元、2.30元和3.11元, 维持对公司“增持”的投资评级。

表 1: 公司募集资金投资项目

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 募集资金使用金额 (万元) |
|----|--------------|-------------|---------------|
| 1 | 250 家连锁店发展项目 | 196,418 | 150,000 |
| 2 | 沈阳物流中心项目 | 14,493 | 14,348 |
| 3 | 武汉中南旗舰店购置项目 | 23,623 | 23,387 |
| 4 | 上海浦东旗舰店购置项目 | 58,203 | 57,621 |
| 合计 | | 292,737 | 245,356 |

资料来源: 公司非公开发行报告书

表 2: 盈利预测表 (单位: 万元)

| 单位: 万元 | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| 营业收入 | 4,015,237 | 6,064,213 | 8,489,898 | 11,550,506 |
| 增长率 (%) | 53.48% | 51.03% | 40.00% | 36.05% |
| 减: 营业成本 | 3,434,674 | 5,193,998 | 7,292,822 | 9,927,660 |
| 营业税金及附加 | 15,446 | 9,096 | 12,735 | 17,326 |
| 减: 资产减值损失 | 1,016 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 298,554 | 448,752 | 619,763 | 837,412 |
| 管理费用 | 49,358 | 73,377 | 101,879 | 138,606 |
| 财务费用 | -8,816 | -10,000 | -11,000 | -12,000 |
| 期间费用率 (%) | 8.45% | 8.45% | 8.37% | 8.35% |
| 加: 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 225,006 | 348,989 | 473,699 | 641,503 |
| 营业利润率 (%) | 5.60% | 5.75% | 5.58% | 5.55% |
| 加: 营业外收入 | 3,550 | 0 | 0 | 0 |
| 减: 营业外支出 | 4,420 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 224,136 | 348,989 | 473,699 | 641,503 |
| 增长率 (%) | 95.33% | 55.70% | 35.73% | 35.42% |
| 利润率 (%) | 5.58% | 5.75% | 5.58% | 5.55% |
| 减: 所得税 | 71,819 | 87,247 | 118,425 | 160,376 |
| 实际税负比率 (%) | 32.04% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 净利润 | 152,317 | 261,742 | 355,275 | 481,127 |
| 归属于母公司净利润 | 146,543 | 252,843 | 343,551 | 465,250 |
| 增长率 (%) | 93.42% | 72.54% | 35.88% | 35.42% |
| 净利润率 (%) | 3.65% | 4.17% | 4.05% | 4.03% |
| 少数股东损益 | 5,774 | 8,899 | 11,724 | 15,877 |
| 每股收益 (元) | 0.98 | 1.69 | 2.30 | 3.11 |

数据来源: 公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

| | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入 | >15% |
| 2 | 增持 | 5---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%---(+)5% |
| 4 | 减持 | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出 | <(-)15% |

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

| | | | |
|-------|---|------------------|-----------|
| 北京富凯 | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 | 传真：010-66573918 | 邮编：100032 |
| 北京新盛 | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 | 传真：010-66045500 | 邮编：100034 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 | 传真：010-66045700 | 邮编：100088 |
| 上海天相 | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 | 传真：021-58824283 | 邮编：200120 |
| 深圳天相 | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 | 传真：0755-82722762 | 邮编：518041 |
| 山东天相 | 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 | 传真：0531-82602622 | 邮编：250014 |