

专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 8.00元

当前股价: 5.88元

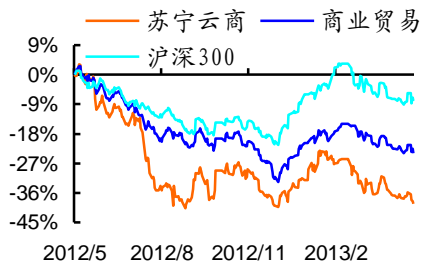
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	7383
流通股本(百万)	5442
流通市值(亿)	320
EPS	0.36
每股净资产(元)	3.85
资产负债率	61.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏宁云商	-10.23%	-18.90%	-13.40%
商业贸易	-6.38%	-4.51%	-5.11%
沪深300	-5.56%	-4.04%	7.71%



相关报告

苏宁电器_持续转型中, 2013年基本面有望看到改善迹象 2013-04-02

苏宁电器_变革即将发生, 大象开始发力 2013-02-20

苏宁电器_苏宁易购 2013年将迎来毛利率向上拐点 2013-01-17

苏宁电器_借力品牌+渠道优势, 苏宁有望首批获得虚拟运营商牌照 2013-01-15

苏宁电器_苏宁并购红孩子: 优势互补, 结局双赢 2012-09-26

苏宁电器_易购加速扩张是公司毛利率下降、费用率上升主因 2012-10-31

苏宁云商

002024

强烈推荐

Q1 苏宁基本面已现改善迹象, 看好公司云商模式能转型成功

苏宁公告 2013年一季度: 1、Q1 新开门店 11 家, 关店 71 家, 实现营收 272 亿元, 同比增长 20.14%, 实现归属净利润 4.93 亿元, 同比下降 48.19%, EPS 0.0667 元;

2、Q1 公司线下门店同店增速 10.15%, 电商业务营收 44.99 亿元 (含税), 同比增长 134%, “红孩子”、开放平台及虚拟产品代售业务 8 亿元 (未纳入苏宁利润表);

3、苏宁预告 2013 年上半年业绩同比下滑 40% - 60%。

公告点评:

➤ **一季度业绩下滑在市场预期之内, 是苏宁为转型必须付出的代价。**为应对行业变革, 苏宁一方面加大促销推广力度以提高市场竞争力, 另一方面低毛利率的线上业务收入占比快速提升, 使得公司整体毛利率较 2012 年 Q1 大幅下降 3.04 个百分点, 至 16.33%。毛利率的超预期下滑是苏宁业绩下降幅度超预期的主因。

➤ **Q1 苏宁基本面已在一些方面看到好转迹象:**

①**收入增速同比、环比持续改善。**Q1 公司销售收入 272 亿元, 同比增长 20.14%, 环比亦增长 4.92%, 显示公司的一系列调整、优化举措效应开始显现, 其中线下同店增速 10.15% (2012 年 Q1 同店增速 -7.2%, 2012 年全年同店增速 -12.4%), 苏宁易购销售规模 44.99 亿元, 增速 134% (2013 年 Q1 的销售规模仅次于 2012 年 Q4 的 56.6 亿元, 高于 2012 年的前 3 个季度);

②**归属净利润环比明显改善。**Q1 公司实现净利润 4.93 亿元, 环比增长 52.03%;

③**运营费用率较去年同期下降 0.21 个百分点, 显示公司针对人数、坪效的一系列优化措施效应逐渐显现** (2012 年公司关店 178 家, 减员约 1 万人);

④**毛利率、净利率较 2012 年 Q4 均有所提升。**2013 年 Q1, 公司综合毛利率约 16.33%, 相比 2012 年 Q4 的毛利率有约 0.42 个百分点的提升 (这是在苏宁低毛利率的线上业务占比进一步提升的背景下实现的), 净利率亦提升 0.56 个百分点, 由 2012 年 Q4 的 1.25% 提升到 2013 年 Q1 的 1.81%。

➤ **我们认同苏宁本次的线上线下全面同价, 以及开放平台免费战略, 看好其线上线下全面融合的云商模式能转型成功, 未来如果苏宁能以此形成明确的盈利模式, 则公司的投资机会真正到来, 只是我们认为这需要时间:**

➤ **①线上线下全面同价, 市场担心的“左右手互博问题”有望真正解决。**线上线下同价是苏宁云商模式成功的关键, 只有做到线上线下同价格、同促销、同运营, 才能真正实现消费者的认同以及协同效应。**我们认为苏宁此次执行线上线下同价的决心不容怀疑, 尽管开始可能面临较大的盈利压力 (主要由毛利率下降带来), 但一旦线上线下同价, 苏宁的线下业务将迎来巨大的发展机会, 收入的快速增长将使得费用率相应下降 (苏宁线下的租金、人工、水电等费用均为固定费用, 收入的快速增长可摊薄费用), 公司的净利润率有望在 1% - 1.5% 之间。**

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	98357	125504	157633	195937
收入同比(%)	5%	28%	26%	24%
归属母公司净利润	2676	1554	1960	2711
净利润同比(%)	-44%	-42%	26%	38%
毛利率(%)	17.8%	16.1%	16.2%	16.4%
ROE(%)	9.4%	5.2%	6.1%	7.8%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.27	0.37
P/E	17.19	29.59	23.47	16.97
P/B	1.62	1.53	1.44	1.33
EV/EBITDA	5	7	6	5

➤ ②开放平台免费：

引流量的利器，通过开放平台免费，苏宁一方面能吸引更多的供应商来丰富自身SKU 数量，使得价格更具优势，从而吸引流量，实现正反馈；另一方面也能打击竞争对手的盈利模式。我们认为此举将极大利好苏宁未来的开放平台发展。

➤ 苏宁未来的盈利模式，我们认为自营能力+流量变现。①建立在线上线下同价基础上的商品自营能力，通过客户研究与数据分析，销售能发挥规模效应的商品来获利；②建立在开放平台基础上的流量变现，在有足够的流量后，苏宁的线上业务可通过广告、排名、金融、物流等方式来变现。

➤ 盈利预测及投资建议：考虑到线上线下同价对公司利润所可能带来的压力，我们下调公司 13-15 年 EPS 至 0.21、0.27、0.37 元，我们认为①短期内苏宁的投资机会不在于业绩（2013 年业绩下滑，市场已充分预期），而在于苏宁盈利模式的形式以及电商格局能否出现利于苏宁的变化；②尽管短期业绩承压，但公司基本面有望逐渐看到改善迹象；③我们认同公司的转型战略，看好其线上线下融合发展的云商模式能够成功。给予线下 12 倍 PE，线上 1.2 倍 PS 的估值，目标价 8 元，维持“强烈推荐”评级。

➤ 风险提示：线下利润增速继续下降，线上增长缓慢，宏观经济衰退

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	53427	72023	62899	78626	营业收入	98357	125504	157633	195937
现金	30067	38000	24426	30000	营业成本	80885	105279	132126	163836
应收账款	1271	1971	2096	2738	营业税金及附加	313	481	599	823
其它应收款	426	878	807	1072	营业费用	11811	15060	18995	23904
预付账款	3105	3974	4704	6102	管理费用	2350	2987	3681	4644
存货	17222	26185	29715	37492	财务费用	-186	-283	-206	-693
其他	1336	1016	1151	1221	资产减值损失	180	108	119	136
非流动资产	22734	22360	24202	25340	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	574	641	590	602	投资净收益	13	0	0	0
固定资产	8579	9336	9389	9103	营业利润	3014	1871	2319	3288
无形资产	6040	7648	9648	11346	营业外收入	354	228	252	261
其他	7541	4734	4576	4290	营业外支出	126	110	112	114
资产总计	76162	94383	87101	103966	利润总额	3242	1989	2460	3436
流动负债	41245	62792	53444	67684	所得税	736	477	590	825
短期借款	1752	17908	1555	1652	净利润	2505	1512	1869	2611
应付账款	10458	12337	15789	19987	少数股东损益	-171	-42	-91	-100
其他	29035	32547	36100	46045	归属母公司净利润	2676	1554	1960	2711
非流动负债	5805	940	1141	1161	EBITDA	4245	2908	3503	4014
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.21	0.27	0.37
其他	5805	940	1141	1161	主要财务比率				
负债合计	47050	63732	54584	68845	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	652	610	519	419	成长能力				
股本	7383	7383	7383	7383	营业收入	4.8%	27.6%	25.6%	24.3%
资本公积	4679	4679	4679	4679	营业利润	-53.2%	-37.9%	24.0%	41.8%
留存收益	16427	17981	19942	22653	归属于母公司净利润	-44.5%	-41.9%	26.1%	38.3%
归属母公司股东权益	28459	30041	31998	34702	获利能力				
负债和股东权益	76162	94383	87101	103966	毛利率	17.8%	16.1%	16.2%	16.4%
现金流量表					净利率	2.7%	1.2%	1.2%	1.4%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	9.4%	5.2%	6.1%	7.8%
经营活动现金流	5299	-2095	5515	7374	ROIC	68.0%	13.0%	20.4%	40.4%
净利润	2505	1512	1869	2611	偿债能力				
折旧摊销	1418	1320	1389	1420	资产负债率	61.8%	67.5%	62.7%	66.2%
财务费用	-186	-283	-206	-693	净负债比率	3.82%	28.23%	2.96%	2.51%
投资损失	-13	0	0	0	流动比率	1.30	1.15	1.18	1.16
营运资金变动	1450	-5082	2685	3928	速动比率	0.88	0.73	0.62	0.60
其它	125	437	-223	108	营运能力				
投资活动现金流	-6136	-1980	-2923	-2600	总资产周转率	1.45	1.47	1.74	2.05
资本支出	6012	22	22	22	应收账款周转率	62	76	76	79
长期投资	-194	-424	80	87	应付账款周转率	8.52	9.24	9.40	9.16
其他	-318	-2382	-2820	-2490	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	8167	12008	-16165	799	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.21	0.27	0.37
短期借款	87	16155	-16353	97	每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.28	0.75	1.00
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.07	4.33	4.70
普通股增加	387	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	4162	0	0	0	P/E	17.19	29.59	23.47	16.97
其他	3531	-4147	188	702	P/B	1.62	1.53	1.44	1.33
现金净增加额	7295	7933	-13574	5574	EV/EBITDA	5	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

樊俊豪: 连锁零售、文娱轻工行业分析师, 中山大学金融学硕士, 通过 CFA 二级考试, 1 年基金行业从业经验, 曾任职于广发基金金融工程部, 2011 年加盟中投证券。**2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、苏宁电器、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份、物产中大、新华都、天音控股、中顺洁柔等。

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434