

专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 7.00元

当前股价: 4.96元

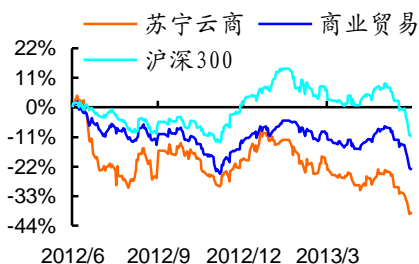
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	1951.50
总股本(百万)	7383
流通股本(百万)	5442
流通市值(亿)	270
EPS	0.07
每股净资产(元)	3.91
资产负债率	58.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏宁云商	-19.61%	-23.55%	-24.70%
商业贸易	-15.46%	-14.17%	-11.72%
沪深300	-16.51%	-15.80%	-11.77%



相关报告

苏宁云商\_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 2013-05-02

苏宁云商\_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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

苏宁云商

002024

强烈推荐

集团再次增持显信心, 线上线下同价得未来

**公司公告:** 苏宁电器集团于6月19日至6月27日, 通过深交所增持苏宁3672.28万股, 占公司股份总额的0.5%, 增持总金额1.83亿元, 增持均价4.98元/股。增持后, 苏宁电器集团持股总数增加至10.49亿股, 占公司股份总额的14.21%。

公告点评:

- **高管、集团频繁增持公司股份, 彰显对公司长远发展的坚定信心。**此前苏宁高管、苏宁电器集团曾分别于2011年12月13日至2012年1月12日, 2012年8月16日至2012年11月15日, 增持公司股份2363万股/6794万股, 增持总金额2.00亿元/4.28亿元, 增持均价8.46元/6.29元。若未来公司股价持续下跌, 我们不排除苏宁电器集团、高管继续增持的可能。
- 苏宁已于6月8日正式宣布线上线下同价, 我们认为这是公司一项极具战略意义的重大举措, 它将解决市场担心的“左右手互搏”问题, 若能长期坚定执行下去, 则短期虽然损失的是业绩, 但长期赢得的是未来。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的发挥。公司高层的讲话以及我们的草根调研显示, 苏宁此次执行线上线下同价的决心不容怀疑。
- **双线同价尽管不可避免的会降低公司毛利率, 并使得公司业绩短期承压, 但业绩下降的幅度也许没有市场担心的那么大。**原因: 一是线上线下产品的差异化, 公司会结合自身的优劣势, 对线上线下销售的商品、型号进行区隔; 二是线下收入的快速增长会使得线下的费用率亦随之下降, 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成本, 收入的快速增长可摊薄费用), 我们预计公司的净利润率有望在1%-1.5%之间。
- **我们认同苏宁的线上线下同价, 以及后续的开放平台免费战略, 看好其线上线下全面融合的云商模式能转型成功,**若未来苏宁的盈利模式(①建立在线上线下同价基础上的商品自营能力; ②建立在开放平台基础上的流量变现)能得以确立, 则公司的投资机会真正到来, 只是我们认为这还需要时间。
- **盈利预测及投资建议:** 考虑线上线下同价对公司利润可能带来的压力, 我们下调其13-15年EPS至0.18、0.22、0.27元(原为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(13年业绩大幅下滑, 市场已充分预期), 而在于收入、流量的快速提升, 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我们认同公司的转型战略, 看好其线上线下融合的云商模式能够成功。给予线下12倍PE, 线上1倍PS的估值, 目标价7元, “强烈推荐”。
- **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

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	98357	129504	163633	199837
收入同比(%)	5%	32%	26%	22%
归属母公司净利润	2676	1350	1639	2005
净利润同比(%)	-44%	-50%	21%	22%
毛利率(%)	17.8%	15.9%	15.9%	15.9%
ROE(%)	9.4%	4.6%	5.3%	6.1%
每股收益(元)	0.36	0.18	0.22	0.27
P/E	13.68	27.12	22.34	18.27
P/B	1.29	1.24	1.18	1.11
EV/EBITDA	2	4	3	3

资料来源: 中投证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	53427	73163	64016	79808	<b>营业收入</b>	98357	129504	163633	199837
现金	30067	38000	24000	30000	营业成本	80885	108939	137626	167996
应收账款	1271	2034	2176	2792	营业税金及附加	313	496	622	839
其它应收款	426	906	837	1093	营业费用	11811	15540	19718	24380
预付账款	3105	4112	4900	6257	管理费用	2350	3082	3821	4736
存货	17222	27095	30952	38444	财务费用	-186	-273	-189	-643
其他	1336	1016	1151	1221	资产减值损失	180	108	119	136
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	3014	1610	1916	2393
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
<b>资产总计</b>	76162	95523	88218	105149	<b>利润总额</b>	3242	1728	2056	2541
<b>流动负债</b>	41245	64499	55434	70420	所得税	736	415	494	610
短期借款	1752	18190	1562	2822	<b>净利润</b>	2505	1314	1563	1931
应付账款	10458	12766	16446	20494	少数股东损益	-171	-37	-76	-74
其他	29035	33543	37426	47105	<b>归属母公司净利润</b>	2676	1350	1639	2005
<b>非流动负债</b>	5805	940	1141	1161	EBITDA	4245	2657	3117	3170
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.18	0.22	0.27
其他	5805	940	1141	1161	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	47050	65439	56575	71581	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	652	616	540	466	<b>成长能力</b>				
股本	7383	7383	7383	7383	营业收入	4.8%	31.7%	26.4%	22.1%
资本公积	4679	4679	4679	4679	营业利润	-53.2%	-46.6%	19.0%	24.9%
留存收益	16427	17408	19047	21052	归属于母公司净利润	-44.5%	-49.5%	21.4%	22.3%
归属母公司股东权益	28459	29468	31103	33101	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	76162	95523	88218	105149	毛利率	17.8%	15.9%	15.9%	15.9%
<b>现金流量表</b>					净利率	2.7%	1.0%	1.0%	1.0%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	9.4%	4.6%	5.3%	6.1%
<b>经营活动现金流</b>	5299	-1997	5380	6689	ROIC	68.0%	11.3%	17.7%	29.5%
净利润	2505	1314	1563	1931	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1418	1320	1389	1420	资产负债率	61.8%	68.5%	64.1%	68.1%
财务费用	-186	-273	-189	-643	净负债比率	3.82%	27.92%	2.87%	4.04%
投资损失	-13	0	0	0	流动比率	1.30	1.13	1.15	1.13
营运资金变动	1450	-4804	2837	3875	速动比率	0.88	0.71	0.59	0.58
其它	125	445	-221	106	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-6136	-1980	-2923	-2600	总资产周转率	1.45	1.51	1.78	2.07
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	9.38	9.42	9.10
其他	-318	-2382	-2820	-2490	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	8167	11910	-16457	1912	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.18	0.22	0.27
短期借款	87	16437	-16628	1260	每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.27	0.73	0.91
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.85	3.99	4.21	4.48
普通股增加	387	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	4162	0	0	0	P/E	13.68	27.12	22.34	18.27
其他	3531	-4527	171	652	P/B	1.29	1.24	1.18	1.11
<b>现金净增加额</b>	7295	7933	-14000	6000	EV/EBITDA	2	4	3	3

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  $\pm 10\%$  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、中百集团、人人乐、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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434