

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: 5.34元

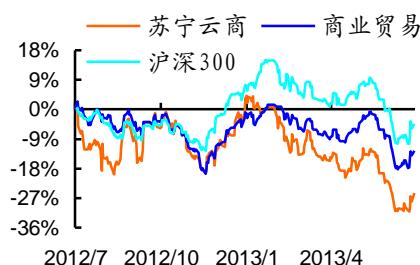
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2059.39
总股本(百万)	7383
流通股本(百万)	5442
流通市值(亿)	291
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	-4.98%	-11.61%	-28.03%
商业贸易	-5.11%	-3.67%	-11.73%
沪深300	-4.53%	-5.32%	-11.12%



相关报告

- 苏宁云商_集团再次增持显信心,线上线下同价得未来 2013-06-28
- 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

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

管理层连续增持, 中长期看好公司云商模式能转型成功

公司公告: 7月15日、7月16日,公司管理层副董事长孙为民、总裁金明、副总裁孟祥胜、副总裁任峻基于对公司发展前景的强烈信心,增持公司股份545.18万股、203.21万股,增持均价5.29元、5.47元,累计增持金额3995.62万元。

公告点评:

- **高管、集团频繁增持,彰显对公司发展前景的强烈信心。**2012年以来,苏宁高管、集团先后五次增持公司股份,累计增持1.36亿股,占公司总股本的1.86%,累计增持金额8.50亿元。15日、16日的连续增持,彰显高管团队对公司发展前景的强烈信心,未来不排除苏宁电器集团、高管继续增持的可能。
- **公司近况:战略转型目标明确、坚决,致力于打造公司电商长远发展的核心竞争力。**①变革组织架构,拥抱互联网。2月以来,围绕“店商+电商+零售服务商”的“云商”战略目标,苏宁从组织架构、年度计划、经营策略、人员任命等方面进行了全面变革,变革后的苏宁更加互联网化,为未来线上线下融合奠定坚实基础;②线上线下同价,将有效解决市场担心的“左手互搏”问题,为市场份额的提升以及O2O模式的落地扫清障碍;③物流体系建设有序推进,未来有望成为公司的核心竞争优势之一。目前公司储备的物流土地有1万多亩,2015年将实现58个区域中心仓、12个自动化拣选仓和4个全国性大仓的布局,届时消费者的物流体验会有明显提升,同时苏宁的物流也将对第三方开放;④开放平台预计8月份推出,对供应商免费,将对苏宁SKU丰富度以及流量的提升带来巨大促进;⑤加大移动互联网发展力度,不断延伸移动互联网产品线,如支付(易付宝)、移动终端(定制手机、苏宁云店)、内容产品(如电视机顶盒)等。
- **经营展望:** 1、毛利率下降,短期业绩承压。原因:①双线同价后,毛利率承压,公司6月8日开始实行双线同价,预计Q3、Q4毛利率下行压力大;②行业低价竞争仍将持续;③关店损失,预计公司全年关店200家左右,其中上半年预计关店130家。2、费用率有望略降。线上线下同价后,苏宁线下门店将迎巨大发展良机,销售额的快速增加将摊薄租金、人工、水电等固定成本,此外公司对人效的管控,以及低效门店的关闭,亦有望导致费用率略降。3、短期业绩下滑已在市场预期之内,并在股价上反应,因此当前应淡化业绩,将关注重心放在苏宁中长期竞争优势的形成(平台+商品运营、供应链整合、物流配送、客户体验等)、盈利模式的确立(商品自营+流量变现)及电商格局是否出现利于苏宁的变化上。
- **盈利预测及投资建议:** 维持公司13-15年EPS0.18、0.22、0.27元的预测不变,基于对公司转型战略的认同,以及中长期看好其线上线下融合的云商模式能转型成功,“强烈推荐”,给予线下12倍PE,线上1倍PS估值,目标价7元。
- **风险提示:** 电商竞争加剧、毛利率超预期下滑、费用率高企

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	15.06	29.85	24.60	20.11
P/B	1.42	1.37	1.30	1.22
EV/EBITDA	3	5	4	4

表1 2012年以来，苏宁高管、集团先后5次增持公司股份

增持方	增持时间	增持股份数(万股)	占公司总股本比例	增持均价(元)	增持金额(万元)
孙为民、金明等四位高管	2011.12.13—2012.1.12	1041	0.149%	8.49	8834.68
		1322	0.189%	8.44	11154.33
苏宁集团	2012.8.16—2012.11.15	6794	0.92%	6.29	42763.70
苏宁集团	2013.6.19—2013.6.27	3672	0.5%	4.98	18281.46
孙为民、金明等四位高管	2013.7.15	545	0.074%	5.29	2884.39
孙为民等三位高管	2013.7.16	203	0.028%	5.47	1111.23
合计		13577	0.0186	6.26	85029.79

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表2 孙为民等四位高管7月15日、7月16日的股份增持情况

	职务	本次增持前持有股份数(万股)	7月15日增持股份数(万股)	7月16日增持股份数(万股)	增持后持有股份数(万股)	增持后占公司总股本比例(%)
孙为民	副董事长	273.3	147.2	39.8	460.3	0.062%
金明	总裁	12310.7	189.4	0	12500.1	1.69%
孟祥胜	副总裁	219.4	81.0	104.4	404.8	0.055%
任峻	副总裁、董秘	273.0	127.6	59.0	459.6	0.062%
合计		13076.4	545.2	203.2	13824.8	1.87%

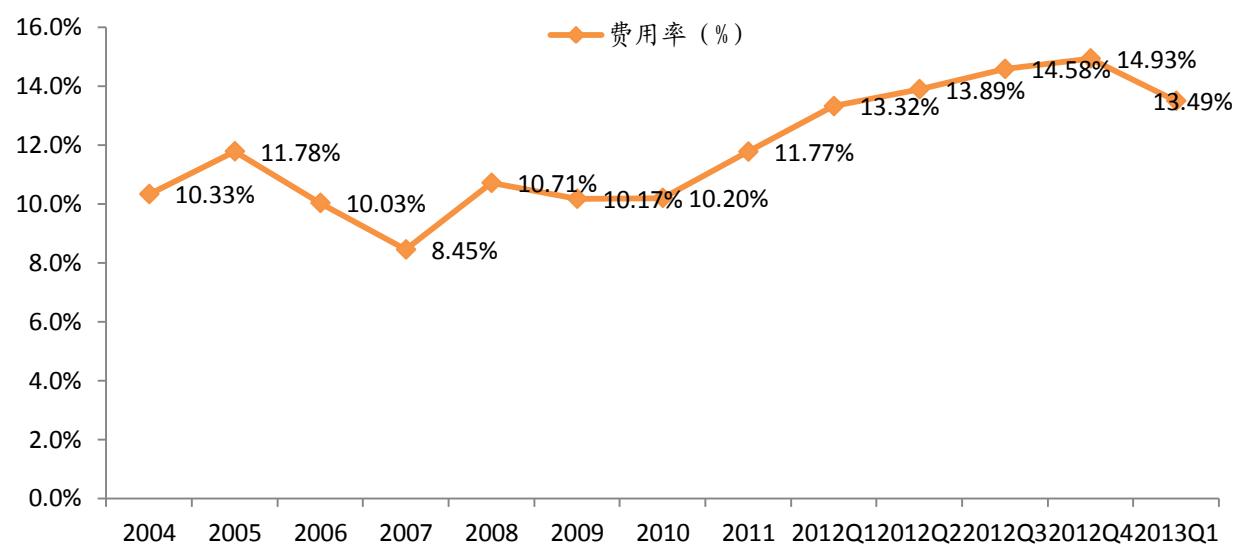
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图1 苏宁销售毛利率的变化情况(2004—2013Q1)



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 2 苏宁期间费用率的变化情况 (2004—2013Q1)



资料来源：Wind、中投证券研究所

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
现金	53427	73163	64016	79808
应收账款	30067	38000	24000	30000
其它应收款	1271	2034	2176	2792
预付账款	426	906	837	1093
存货	3105	4112	4900	6257
其他	17222	27095	30952	38444
非流动资产				
长期投资	1336	1016	1151	1221
固定资产	574	641	590	602
无形资产	8579	9336	9389	9103
其他	6040	7648	9648	11346
资产总计	76162	95523	88218	105149
流动负债				
短期借款	41245	64499	55434	70420
应付账款	1752	18190	1562	2822
其他	10458	12766	16446	20494
非流动负债				
长期借款	29035	33543	37426	47105
其他	5805	940	1141	1161
负债合计	47050	65439	56575	71581
少数股东权益	652	616	540	466
股本	7383	7383	7383	7383
资本公积	4679	4679	4679	4679
留存收益	16427	17408	19047	21052
归属母公司股东权益	28459	29468	31103	33101
负债和股东权益	76162	95523	88218	105149

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	5299	-1997	5380	6689
折旧摊销	2505	1314	1563	1931
财务费用	1418	1320	1389	1420
投资损失	-186	-273	-189	-643
营运资金变动	-13	0	0	0
其它	1450	-4804	2837	3875
投资活动现金流				
资本支出	-6136	-1980	-2923	-2600
长期投资	6012	22	22	22
其他	-194	-424	80	87
筹资活动现金流				
短期借款	-318	-2382	-2820	-2490
长期借款	8167	11910	-16457	1912
普通股增加	87	16437	-16628	1260
资本公积增加	0	0	0	0
其他	387	0	0	0
现金净增加额	3531	-4527	171	652
	7295	7933	-14000	6000

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	98357	129504	163633	199837
营业成本	80885	108939	137626	167996
营业税金及附加	313	496	622	839
营业费用	11811	15540	19718	24380
管理费用	2350	3082	3821	4736
财务费用	-186	-273	-189	-643
资产减值损失	180	108	119	136
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	13	0	0	0
营业利润	3014	1610	1916	2393
营业外收入	354	228	252	261
营业外支出	126	110	112	114
利润总额	3242	1728	2056	2541
所得税	736	415	494	610
净利润	2505	1314	1563	1931
少数股东损益	-171	-37	-76	-74
归属母公司净利润	2676	1350	1639	2005
EBITDA	4245	2657	3117	3170
EPS (元)	0.36	0.18	0.22	0.27

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	4.8%	31.7%	26.4%	22.1%
营业利润	-53.2%	-46.6%	19.0%	24.9%
归属于母公司净利润	-44.5%	-49.5%	21.4%	22.3%
盈利能力				
毛利率	17.8%	15.9%	15.9%	15.9%
净利率	2.7%	1.0%	1.0%	1.0%
ROE	9.4%	4.6%	5.3%	6.1%
ROIC	68.0%	11.3%	17.7%	29.5%
偿债能力				
资产负债率	61.8%	68.5%	64.1%	68.1%
净负债比率	3.82%	27.92%	2.87%	4.04%
流动比率	1.30	1.13	1.15	1.13
速动比率	0.88	0.71	0.59	0.58
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.51	1.78	2.07
应收账款周转率	62	76	76	79
应付账款周转率	8.52	9.38	9.42	9.10
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.18	0.22	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.27	0.73	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.85	3.99	4.21	4.48
估值比率				
P/E	15.06	29.85	24.60	20.11
P/B	1.42	1.37	1.30	1.22
EV/EBITDA	3	5	4	4

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、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，2年行业研究经验，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、海印股份、文峰股份、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。

徐晓芳：中投证券百货零售、金银珠宝钟表分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。3年机构销售，2年行业研究经验。**2012年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

重点覆盖公司：欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、老凤祥、东方金钰、豫园商城、飞亚达A、千足珍珠等。

免责条款

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，旨为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，但我们将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