

UBS Investment Research

苏宁云商

2013年行业回暖与转型并进，长期见到曙光

■ 上半年受益行业复苏，收入及同店增长强劲

公司上半年收入、同店增速较强劲，我们认为主要因为上半年家电行业跟随一二线城市商品住宅销售逐步回暖。商品房住宅销售面积增速约领先家电销售1-2个季度，13年1-6月住宅销售增速持续走强，我们预计由房地产行业带动的家电行业回暖将在13年下半年继续带动公司整体营收及同店增长状况。

■ 同店亦受益关店，门店置换转型为长期方向

除行业回暖因素，2012-13年上半年公司累计关闭298家低效及无效门店，我们认为也是当前公司同店收入增长强劲的原因。我们预计今年公司无论在收入增速、同店增速，还是单店平效、单店收入等指标都将较去年低谷反弹。

■ 线上线下融合推进、物流网络按计划进行

尽管对长期趋势的判断可能为时尚早，但从公司目前的转型及调整方向来看，作为行业中未来可能唯一做到线上线下有效融合的公司，我们认为，苏宁在经历当前转型后可能将重新获得相对行业而言突出的竞争优势。

■ 估值：上调评级至“买入”，2013年料将受益行业改善

考虑到行业回暖情况下公司关店数量可能低于我们此前预期，我们主要下调了2013/14/15年公司的关店家数，并相应下调了费用率，得到调整后2013-15年每股盈利0.16/0.21/0.33元，原为0.15/0.17/0.23元，分别上调6%/23%/44%。我们采用DCF估值法得到公司新目标价7.5元（通过瑞银VCAM工具预测影响公司长期估值的因素，WACC=10.3%），较原目标价5.5元上调36%。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	93,889	98,357	112,173	128,957	146,370
息税前利润 (UBS)	5,958	2,998	1,332	2,213	3,659
净利润 (UBS)	4,821	2,676	1,173	1,528	2,469
每股收益 (UBS, Rmb)	0.69	0.37	0.16	0.21	0.33
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.05	0.01	0.01	0.02

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	5.6	3.0	1.2	1.7	2.5
ROIC (EBIT) %	(217.5)	145.1	19.5	18.9	26.9
EV/EBITDA (core) x	-	8.0	6.3	5.0	4.6
市盈率 (UBS) (x)	23.3	21.5	37.3	28.7	17.7
净股息收益率 (%)	0.7	0.6	0.1	0.2	0.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月02日16时05分的股价 (Rmb5.93) 得出；

彭子姮

分析师

S1460511010004

ziheng.peng@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

全球证券研究报告

中国

百货零售业

12个月评级

买入

之前：中性

12个月目标价

Rmb7.50/US\$1.22

之前：Rmb5.50/US\$0.90

股价

Rmb5.93/US\$0.97

路透代码: 002024.SZ 彭博代码002024 CH

2013年8月5日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb7.53-4.94/US\$1.21-0.81
市值	Rmb43.8十亿/US\$7.14十亿
已发行股本	7,383百万 (ORDA)
流通股比例	67%
日均成交量 (千股)	62,047
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb356.6

资产负债表数据 12/13E

股东权益	Rmb29.3十亿
市净率 (UBS)	1.5x
净现金 (债务)	Rmb17.8十亿

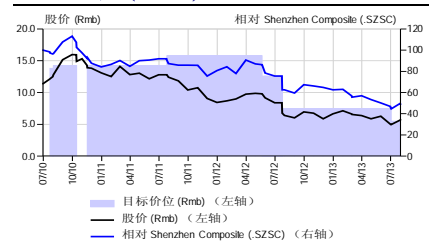
预测回报率

预测股价涨幅	+26.5%
预测股息收益率	0.1%
预测股票回报率	+26.6%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+18.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E	12/12
	从	到市场预测
Q1	0.07	0.07
Q2	0.03	0.03
Q3E	0.03	0.03
Q4E	0.03	0.03
12/13E	0.15	0.16
12/14E	0.17	0.21

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

潘嘉怡(eric-poon.werkun@ubs.com)

对本报告的编制提供信息。

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 10 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013上半年受益行业复苏，收入及同店增长强劲

苏宁云商近期公布上半年业绩快报，前6个月公司收入554.54亿元，同比增长17.51%，利润8.37亿元，同比下降61.51%，归属于上市公司股东的净利润为7.32亿元，同比下降58.24%。其中电子商务业务商品主营销收入106.13亿元，同比增长101%。

报告期内，苏宁云商新开连锁店面28家，关闭/置换连锁店面120家。截至报告期末，公司在中国香港地区、内地以及日本市场拥有连锁店面共计1614家。内地可比店面销售收入同比增长11.03%。

我们认为，公司上半年收入、同店增速较强劲，超过市场预期，主要因为上半年家电行业跟随一二线城市商品住宅销售逐步回暖。根据我们统计，商品房住宅销售面积增速大约领先家电销售1-2个季度。

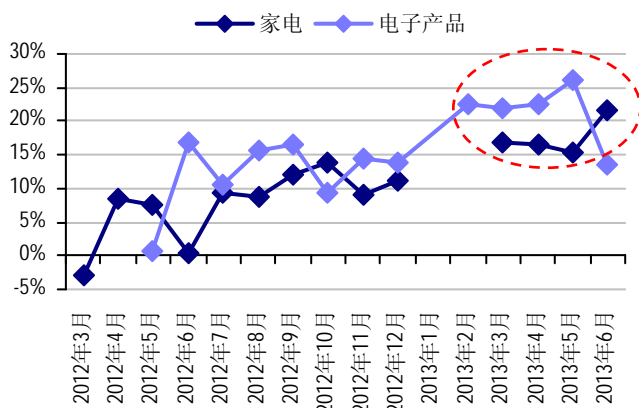
从今年看，1-6月商品住宅销售增速持续走强，增幅超过2012年3-4季度。我们预计由房地产行业带动的家电行业回暖将在13年下半年将继续带动公司整体营收及同店增长状况。

我们认为利润下滑主要来自以下因素——

- 1) 网购业务比例提升，公司整体业务毛利率下滑；
- 2) 2013年上半年关闭门店120家，导致相关闭店损失。

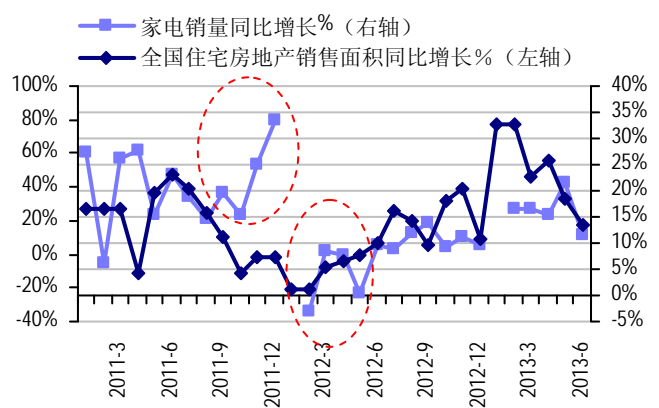
上述因素主要来自公司整体业务转型的需要，我们认为转型期间，市场关注度将更多放在收入及同店增速上。

图1: 2013年上半年家电及电子产品零售增速走高



数据来源: CEIC

图2: 商品房住宅销售面积约领先家电销售1-2个季度



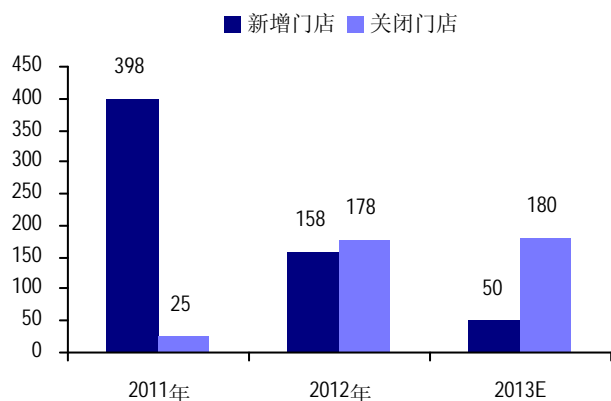
数据来源: CEIC

同店亦受益关店，门店置换转型为长期方向

除去行业回暖因素，2012-13年上半年公司累计关闭298家低效及无效门店门店，我们认为也是当前公司同店收入增长强劲的原因。

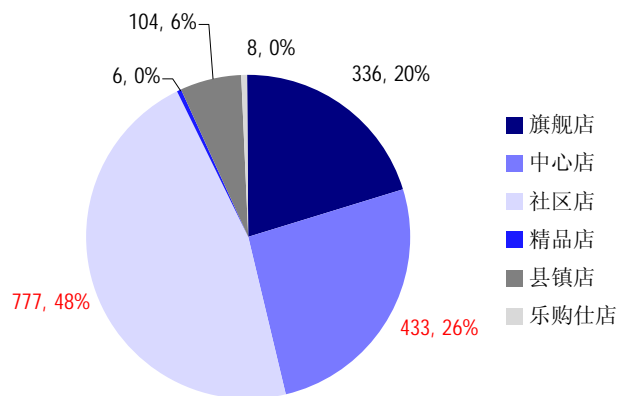
2013上半年公司继续大量调整门店，关闭低效、无效社区店和不符合标准的县镇店共120家，我们预计2013全年关闭门店在180家左右，与2012年关闭178家门店相当。

图3: 2012-13年为公司大规模关店期



数据来源：公司财报，瑞银证券估算

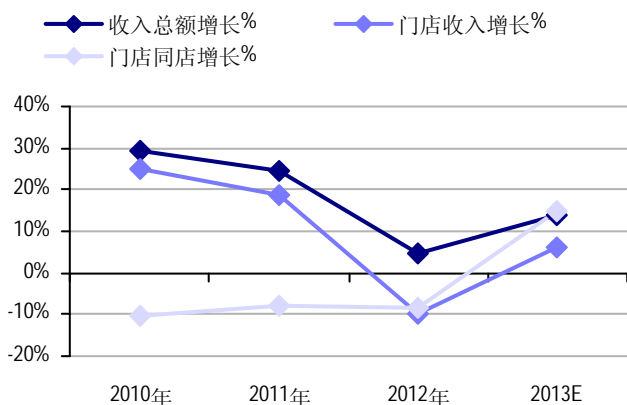
图4: 尽管当前门店结构中，相对低效的社区店仍为主流



数据来源：公司财报

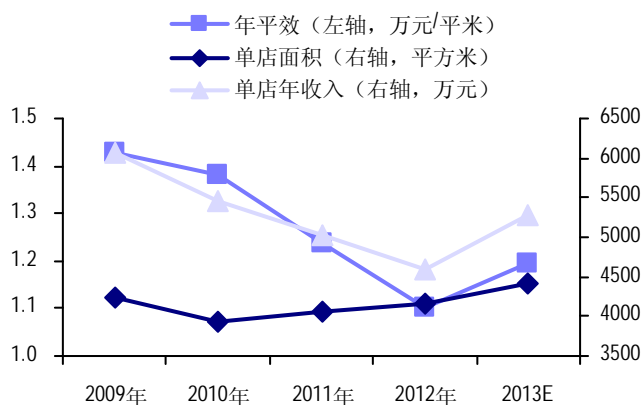
我们预计2013年公司无论在收入增速、同店增速，还是单店平效、单店收入等指标都将较2012年低谷反弹。

图5: 预计2013年公司门店收入、同店增长将拐点向上



数据来源：公司财报，瑞银证券估算

图6: 预计2013年公司门店平效、单店收入将拐点向上



数据来源：公司财报，瑞银证券估算

上调评级至“买入”，2013年料将持续受益行业改善，尽管长期趋势待考

我们预计由房地产行业带动的家电行业回暖将在13年下半年继续带动公司整体营收及同店增长状况。

由于行业回暖带动的收入及同店增长，我们预计公司关店数量将低于我们此前预期，其中一线城市社区店13年底关闭接近完成，所余超过100家未来3年应该仍有成长空间。因此我们将公司2013/14/15年总体关店数量从此前的每年300家左右大幅下调至180/50/80家。

表1: 考虑到当前公司运营计划, 我们下调了公司未来关店数量

关闭门店	2013E	2014E	2015E
调整前	300	300	280
调整后	180	50	80
新开门店	2013E	2014E	2015E
调整前	80	60	50
调整后	50	30	30

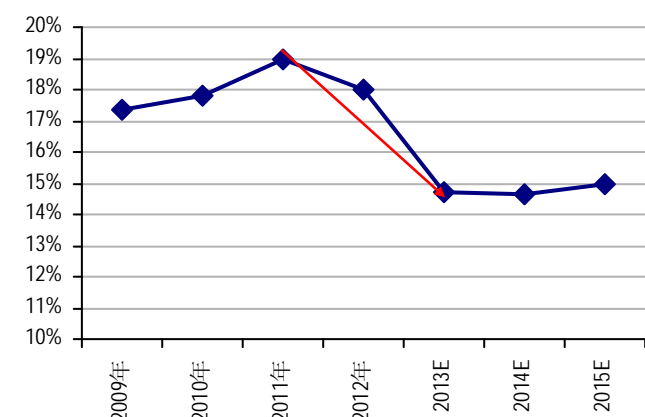
数据来源: 瑞银证券估算

同时跟随闭店数量的调整, 闭店费用有望明显下降; 网购方面, 经历2011-12年前期投入, 我们预计2013年公司对于易购平台的投入将下降、进入效率提升阶段。

因此长期看, 费用率应会有所下降, 我们预计随着云商转型的实现逐步稳定, 线上线下综合资源利用的能力将逐渐发挥, 2013年费用率将开始下降趋势。

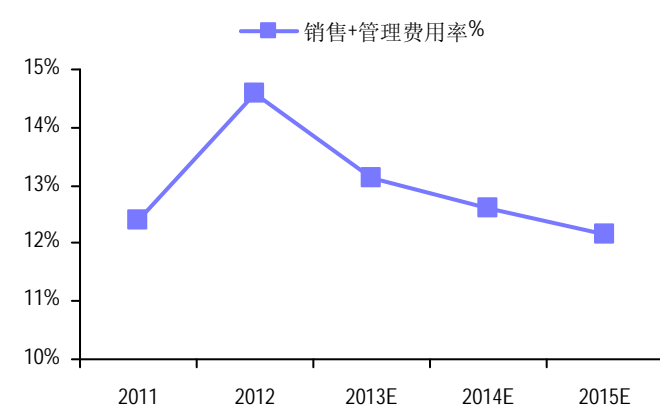
尽管在转型区间, 毛利率的下降在2013年线上线下商品同价的策略下不可避免, 但预计随着线上线下商品结构优化, 尤其线下对定制包销买断产品、以及需要营业员导购产品等方面的转向, 未来年份毛利率将较为稳定。

图7: 毛利率下降在13年线上线下同价策略下恐不可避免



数据来源: 公司财报, 瑞银证券估算

图8: 预计2013年费用率将开始下降趋势



数据来源: 公司财报, 瑞银证券估算

尽管对长期趋势的判断可能为时尚早, 但从公司目前的转型及调整方向来看, 我们认为苏宁未来仍可能重新获得相对行业而言的竞争优势——

- 1) 我们预计2013年易购销售规模超过200亿元, 网购平台已进入上规模、品类拓展, 同时运营效率、消费者体验持续提升的阶段;
- 2) 随着2012-13年大量关闭低效及无效门店, 以及对线下门店在商品结构、价格、导购等方面的提升, 线下门店的效率会得到明显提升;
- 3) 目前苏宁已完成1300家门店快递点的建设, 为线上线下的融合打下了基础, 未来苏宁将可能是行业中唯一做到线上线下融合的公司;

4) 物流建设在推进, 南京、北京、成都、武汉等12个拣选中心仓库面积增加及运作流程在完善过程中, 我们预计按原计划2015年将基本实现全国自建物流网络的布局。

表2: 调整后的主要预测指标 (万元)

总计	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
收入	9388858	9835706	11217334	12895640	14636971
收入增长%	24.35%	4.76%	14.05%	14.96%	13.50%
综合毛利率%	18.94%	18.01%	14.68%	14.66%	15.00%
门店数量	1724	1705	1576	1557	1508
内地门店	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
收入	8458391	7640465	8100086	8793927	9523927
收入增长%	18.48%	-9.67%	6.02%	8.57%	8.30%
门店数量	1684	1664	1534	1514	1464
门店面积	6828800	6929000	6779469	7008495	7088165
坪效	1.24	1.10	1.19	1.25	1.34
单店面积	4055	4164	4419	4629	4842
新增门店	398	158	50	30	30
关闭门店	25	178	180	50	80
净新增门店	373	(20)	(130)	(20)	(50)
单店收入	5023	4592	5280	5808	6505
单店收入增长%	-8%	-9%	15%	10%	12%
占营收比例%	90%	78%	72%	68%	65%
苏宁易购	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
收入	590000	1377504	2204007	3085610	4011293
增长%	195%	133%	60%	40%	30%
占营收比例%	6%	14%	20%	24%	27%

数据来源: 公司财报, 瑞银证券估算

目标价推导及估值

较此前预测, 我们主要下调了2013/14/15年公司的关店家数, 并相应下调了费用率。我们得到调整后2013/14/15年每股盈利0.16/0.21/0.33元, 调整前分别为0.15/0.17/0.23元, 分别上调6%/23%/44%。

我们采用DCF估值法得到公司新目标价7.5元(通过瑞银VCAM工具预测影响公司长期估值的因素, WACC=10.3%), 较原目标价5.5元上调36%。新目标价对应2013/14/15年调整后每股盈利市盈率分别为46/36/23倍。

表3: 苏宁云商瑞银VCAM估值摘要 [002024.SZ]

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	1,332	2,213	3,659	5,467	8,685	5,731	5,703	5,694	5,702	5,728
折旧及摊销*	1,855	2,143	1,929	2,083	2,141	2,218	2,179	2,147	2,121	2,100
资本支出	(7,950)	(7,200)	(4,800)	(3,050)	(2,540)	(3,623)	(3,746)	(3,883)	(4,034)	(4,201)
运营资本变动	2,657	2,529	2,339	2,398	2,218	119	123	215	309	405
所得税(营运)	(296)	(502)	(846)	(1,316)	(2,175)	(1,433)	(1,426)	(1,423)	(1,425)	(1,432)
其他	(414)	(503)	(522)	(572)	(583)	0	(18)	(36)	(55)	(74)
自由现金流	(2,817)	(1,321)	1,759	5,010	7,745	3,013	2,815	2,713	2,617	2,527
增长		NM	NM	184.8%	54.6%	-61.1%	-6.6%	-3.6%	-3.5%	-3.4%

估值	
明计现金流现值	18,077
期末价值(第15年)现值	12,773
企业价值	30,850
占永续价值百分比	41%
联营公司及其他	1,846
-少数股东权益	665
现金盈余**	25,687
-债务***	7,415
权益价值	50,303
已发行股数[m]	7,383.0
每股权益价值(Rmb/股)	6.81
权益成本	10.3%
股息收益率	0.1%
1年期目标价(Rmb/股)	7.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	1.3%	5.0%	3.0%
息税前利润率	3.0%	3.0%	3.0%
资本支出/销售收入	2.2%	2.5%	2.5%
投资资本回报率	17.4%	14.4%	11.5%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值/息税折旧摊销前利润	9.7x	7.1x	8.0x
企业价值/息税前利润	23.2x	13.9x	16.7x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	49.0x	36.6x	40.9x
市盈率(目标)	54.0x	40.3x	45.0x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.35
债务/权益比	17.3%
边际税率	25.0%
权益成本	10.3%
债务成本	7.7%
WACC	10.3%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	4.5%
投资资本回报率增幅	9.7%
企业价值/息税折旧摊销前利润	5.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

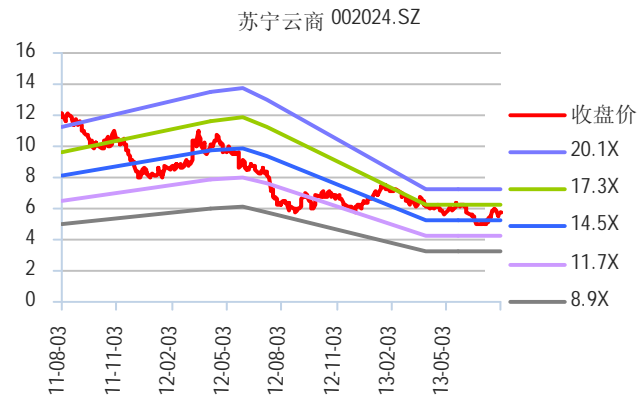
* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

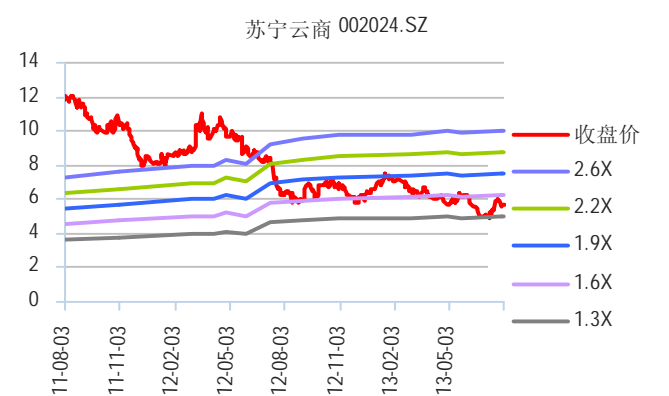
Source: UBS-VCAM

图9:2011-13年苏宁云商PE band



数据来源: WIND

图10: 2011-13年苏宁云商PB band



数据来源: WIND

乐观/悲观情景假设分析

- **乐观情况分析：**如果2013/14/15年公司毛利率超过我们当前预测10%，则我们估算，2013/14/15年每股盈利上升约100%，得到乐观情境下每股估值10.0元。
- **悲观情况分析：**如果2013/14/15年公司毛利率低于我们当前预测10%，则我们估算，2013/14/15年每股盈利下降约100%，得到悲观情境每股估值5.0元。

瑞银预测相对市场一致预期

我们对公司2013/14/15年盈利预测与市场一致预期存在如下差异——

- 1) 我们对2013年公司的盈利预测低于市场一致预期约20%，主要因为我们预计2013年为门店大量关闭期，同时毛利率在公司主动线上线下同价策略下降明显下滑；
- 2) 我们对2015年公司的盈利预测高于市场一致预期约32%，主要因为我们认为随着公司转型及调整战略效果的实现，同时经历前期调整后，公司将逐渐进入毛利率稳定、费用率压缩的时期，2015年盈利状况将明显复苏。

表4：瑞银预测相对市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
市场一致预期每股收益EPS（元）	0.20	0.21	0.25
瑞银预测每股收益EPS（元）	0.16	0.21	0.33
瑞银对比市场预期	-20%	0%	32%

数据来源：Wind，瑞银证券估算

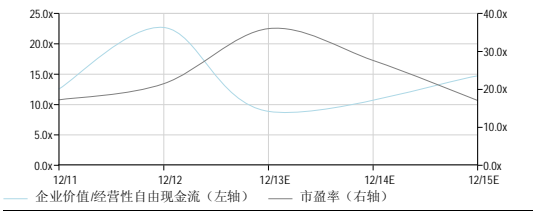
损益表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	49,897	58,300	75,505	93,889	98,357	112,173	14.0	128,957	15.0	146,370	13.5
营业费用（不含折旧）	(46,723)	(54,101)	(69,846)	(86,958)	(93,941)	(108,986)	16.0	(124,601)	14.3	(140,782)	13.0
息税折旧摊销前利润（UBS）	3,173	4,199	5,659	6,931	4,416	3,188	-27.8	4,356	36.7	5,588	28.3
折旧	(380)	(461)	(522)	(972)	(1,418)	(1,855)	30.8	(2,143)	15.5	(1,929)	-10.0
营业利润（息税前利润，UBS）	2,793	3,738	5,136	5,958	2,998	1,332	-55.6	2,213	66.1	3,659	65.3
其他盈利和联营公司盈利	(66)	15	(95)	112	57	240	320.1	240	0.0	240	0.0
净利息	223	173	361	403	186	(68)	-	(481)	603.2	(692)	43.8
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	2,951	3,926	5,402	6,473	3,242	1,504	-53.6	1,972	31.1	3,207	62.6
税项	(691)	(938)	(1,297)	(1,587)	(736)	(331)	-55.1	(444)	34.1	(738)	66.2
税后利润	2,260	2,988	4,106	4,886	2,505	1,173	-53.2	1,528	30.3	2,469	61.6
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(90)	(99)	(94)	(65)	171	0	-	0	-	0	-
净利润（本地会计准则）	2,170	2,890	4,012	4,821	2,676	1,173	-56.2	1,528	30.3	2,469	61.6
净利润（UBS）	2,170	2,890	4,012	4,821	2,676	1,173	-56.2	1,528	30.3	2,469	61.6
税率（%）	23	24	24	25	23	22	-3.1	22	2.3	23	2.2
不计非正常项目前税率（%）	23	24	24	25	23	22	-2.5	23	2.0	23	1.9
每股（Rmb）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益（本地会计准则）	0.33	0.43	0.57	0.69	0.37	0.16	-57.3	0.21	30.3	0.33	61.6
每股收益（UBS）	0.33	0.43	0.57	0.69	0.37	0.16	-57.3	0.21	30.3	0.33	61.6
每股股息净值	0.04	0.03	0.10	0.15	0.05	0.01	-84.5	0.01	30.3	0.02	61.6
每股现金收益	0.38	0.50	0.65	0.83	0.57	0.41	-28.0	0.50	21.2	0.60	19.8
每股账面净值	1.30	2.08	2.62	3.19	3.96	3.97	0.2	4.17	5.0	4.49	7.8
资产负债表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	3,380	3,304	5,976	8,601	11,065	14,985	35.4	18,486	23.4	21,702	17.4
无形固定资产净值	566	765	1,310	4,595	6,267	8,358	33.4	9,893	18.4	9,565	-3.3
净营运资本（包括其他资产）	(5,226)	(11,854)	(8,127)	(11,363)	(12,639)	(11,796)	-6.7	(13,899)	17.8	(15,951)	14.8
其他负债	(28)	(196)	(528)	(1,118)	(1,276)	(1,276)	0.0	(1,276)	0.0	(1,276)	0.0
运营投入资本	(1,307)	(7,981)	(1,369)	715	3,417	10,270	200.6	13,204	28.6	14,040	6.3
投资	1	937	1,180	1,241	1,846	1,846	0.0	1,846	0.0	1,846	0.0
运用资本总额	(1,306)	(7,043)	(189)	1,956	5,262	12,116	130.2	15,049	24.2	15,886	5.6
股东权益	8,776	14,540	18,338	22,328	28,459	29,293	2.9	30,763	5.0	33,156	7.8
少数股东权益	336	385	507	702	652	652	0.0	652	0.0	652	0.0
总股东权益	9,112	14,925	18,845	23,031	29,112	29,946	2.9	31,415	4.9	33,808	7.6
净债务 /（现金）	(10,418)	(21,968)	(19,034)	(21,074)	(23,849)	(17,830)	-25.2	(16,366)	-8.2	(17,922)	9.5
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	(1,306)	(7,043)	(189)	1,956	5,262	12,116	130.2	15,049	24.2	15,886	5.6
现金流量表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	2,793	3,738	5,136	5,958	2,998	1,332	-55.6	2,213	66.1	3,659	65.3
折旧	380	461	522	972	1,418	1,855	30.8	2,143	15.5	1,929	-10.0
营运资本变动净值	(1,201)	(2,166)	786	(1,026)	(1,450)	759	-	(2,124)	-	(2,034)	-4.2
其他（经营性）	1,623	3,359	(2,924)	280	2,102	(1,525)	-	4,510	-	4,247	-5.8
经营性现金流（税前/息前）	3,596	5,392	3,521	6,185	5,068	2,421	-52.2	6,742	178.4	7,801	15.7
收到 /（支付）利息净值	223	173	361	403	186	(68)	-	(481)	603.2	(692)	43.8
已付股息	(438)	(90)	(233)	(700)	(1,049)	(369)	-64.82	(59)	-84.11	(76)	30.27
已缴付税项	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
资本支出	(2,454)	(1,195)	(4,680)	(6,094)	(6,012)	(7,950)	32.2	(7,200)	-9.4	(4,800)	-33.3
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	(843)	(1,723)	(2,467)	(2,762)	4,450	(848)	-	2,713	-	(1,327)	-
股份发行	0	0	0	(5)	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	931	3,578	(2,013)	(1,431)	3,150	(6,723)	-	1,919	-	1,403	-26.9
外汇/非现金项目	2,162	7,972	(922)	3,471	(375)	704	-	(3,383)	-	153	-
资产负债表净债务增加/减少	3,093	11,550	(2,934)	2,040	2,775	(6,020)	-	(1,464)	-75.7	1,556	-
核心息税折旧摊销前利润	3,173	4,199	5,659	6,931	4,416	3,188	-27.8	4,356	36.7	5,588	28.3
维护资本支出	(380)	(461)	(522)	(972)	(1,418)	(1,855)	30.8	(2,143)	15.5	(1,929)	-10.0
维护营运资本净支出	-	0	0	(1,026)	(1,450)	759	-	(2,124)	-	(2,034)	-4.2
税前经营性自由现金流（OpFCF）	-	3,738	5,136	4,933	1,548	2,091	35.1	89	-95.7	1,625	1726.5

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

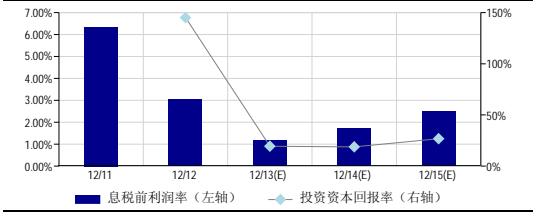
公司概况

苏宁电器股份有限公司是中国 3C（家电、电脑、通讯）家电连锁零售行业的领先者。“十一五”期间公司继续稳步推进连锁发展，在国内各地进行门店拓展。公司是国家商务部重点培育的“全国 20 家大型商业企业集团”之一。公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类，近千个品牌，20 多万个规格型号。

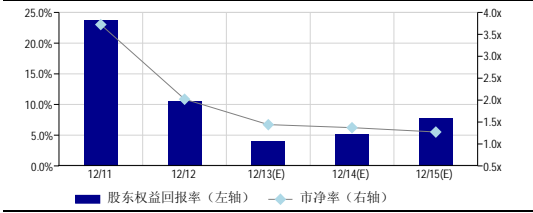
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



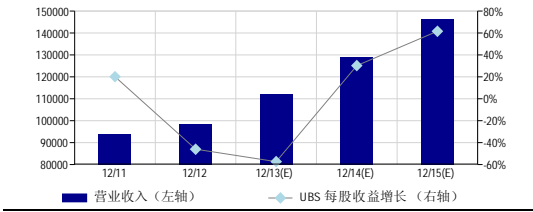
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率（本地会计准则）	23.3	17.2	21.5	37.3	28.7	17.7
市盈率（UBS）	23.3	17.2	21.5	37.3	28.7	17.7
股价/每股现金收益	19.1	14.3	14.0	14.5	11.9	10.0
净股息收益率（%）	0.7	1.3	0.6	0.1	0.2	0.3
市净率	4.7	3.7	2.0	1.5	1.4	1.3
企业价值/营业收入（核心）	-	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	9.0	8.0	6.3	5.0	4.6
企业价值/息税前利润（核心）	-	10.4	11.7	15.1	9.8	7.0
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	12.6	22.7	9.6	NM	15.7
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	2.9	1.9	1.9

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	83,117	56,393	43,781	43,781	43,781
+ 少数股东权益	702	652	652	652	652
+ 平均净债务（现金）	(20,501)	(20,054)	(22,462)	(20,840)	(17,098)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(1,241)	(1,846)	(1,846)	(1,846)	(1,846)
核心企业价值	62,077	35,146	20,126	21,749	25,490

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	18.5	24.3	4.8	14.0	15.0	13.5
息税折旧摊销前利润（UBS）	8.6	22.5	-36.3	-27.8	36.7	28.3
息税前利润（UBS）	1.8	16.0	-49.7	-55.6	66.1	65.3
每股收益（UBS）	3.3	20.2	-46.0	-57.3	30.3	61.6
每股现金收益	10.3	27.8	-31.2	-28.0	21.2	19.8
每股股息净值	9.2	50.0	-65.8	-84.5	30.3	61.6
每股账面净值	32.0	21.8	24.0	0.2	5.0	7.8

利润率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	6.6	7.4	4.5	2.8	3.4	3.8
息税前利润/营业收入	5.6	6.3	3.0	1.2	1.7	2.5
净利润（UBS）/营业收入	4.5	5.1	2.7	1.0	1.2	1.7

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	NM	NM	NM	19.5	18.9	26.9
税后投资资本回报率	-	NM	NM	15.1	14.6	20.7
净股东权益回报率	23.2	23.7	10.5	4.1	5.1	7.7

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	19.7	4.6	5.3
股息保障倍数（UBS 每股收益）	7.8	4.6	7.2	20.0	20.0	20.0
股息支付率（%，UBS 每股收益）	14.4	21.8	13.8	5.0	5.0	5.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	NM	NM	NM	16.4	11.0	10.7
营业收入/固定资产	9.8	9.2	6.4	5.5	5.0	4.9
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	0.8	0.5	1.6	0.0	0.4
资本支出/营业收入（%）	5.4	6.5	6.1	7.1	5.6	3.3
资本支出/折旧	5.4	6.3	4.2	4.3	3.4	2.5

资本结构（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	NM	(94.4)	(83.8)	(60.9)	(53.2)	(54.1)
净债务/（净债务 + 权益）	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务（核心）/企业价值	-	(33.0)	(57.1)	NM	(95.8)	(67.1)

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年08月02日 16时05分的股价（Rmb5.93）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

彭子恒

分析师

S1460511010004

ziheng.peng@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

■ 苏宁云商

苏宁电器股份有限公司是中国3C（家电、电脑、通讯）家电连锁零售行业的领先者。“十一五”期间公司继续稳步推进连锁发展，在国内各地进行门店拓展。公司是国家商务部重点培育的“全国20家大型商业企业集团”之一。公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类，近千个品牌，20多万个规格型号。

■ 风险声明

宏观经济风险：住宅房地产销量大幅下滑，居民消费能力下降；行业风险：竞争环境恶化，竞争对手为扩大市场份额采取长期低价策略；公司风险：战略布局方向失误，未及时调整门店及网购布局。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中 性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率（FSR） 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设（MRA） 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

处于观察期（UR）： 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义： 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外（CBE）： 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 彭子姮.

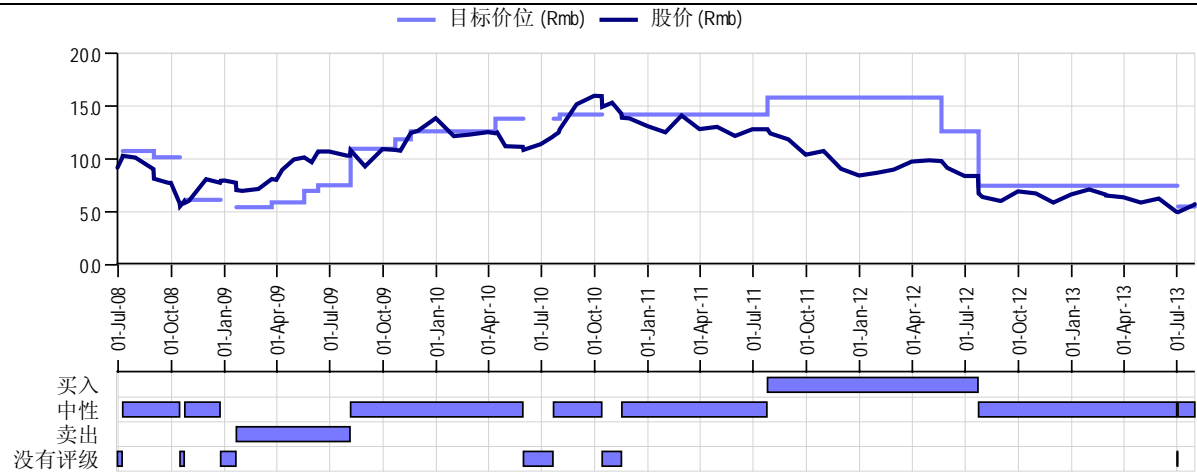
涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
苏宁云商	002024.SZ	中性	不适用	Rmb5.72	2013年08月01日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

苏宁云商 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2013年8月1日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表:既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利:由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:**UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,注册于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)执照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行在韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

