

UBS Investment Research

苏宁云商

O2O或令苏宁赢回竞争优势，转型期为好的投资时机

■ 苏宁与百思买近期战略比较：收缩、转型与创新

我们整理了百思买与苏宁在2012-13上半年的管理动态，比较有趣的发现了两家公司采取了相似的战略方向：都经历了线下门店的收缩、加强；同时均在推进线下门店与线上商品全面比价，以及在配送、支付等环节全面融合。

■ O2O或令领先的线下零售商赢回竞争优势

我们认为O2O，即互联网环境下门店与网购融合，令线上线下两块业务从“左右互博”的替代关系转为相互加强的互补关系，一旦成功实现，将提升整体渠道对消费者的吸引力，也将继续保持渠道对上游供应商的议价能力。长期可能将是目前领先的线下零售商未来赢回竞争优势的关键。

■ 苏宁自身基础、所在行业集中度为其转型优势

苏宁既是行业领先并最具管理优势的公司(12年市占率第一达到10.6%)，又是最早全面转型、布局线上业务的零售公司，同时中国消费电子行业的集中度远高于其它零售子行业，也令公司具备了O2O的规模与实力，我们预计2015年前后“物流云”的全面建成也将成为苏宁支撑其O2O的核心能力之一。

■ 估值：重申“买入”，转型期或为好的投资时机

我们于8月5日上调了公司的盈利预测、目标价和投资评级。目前我们维持13-15年盈利预测0.16/0.21/0.33元，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%）。我们认为当前公司转型方向渐明确，大体见到长期布局同时行业环境向好，应为较好投资时机，重申买入。

全球证券研究报告

中国

百货零售业

12个月评级

买入

保持不变

12个月目标价

Rmb7.50/US\$1.22

保持不变

股价

Rmb6.79/US\$1.11

路透代码: 002024.SZ 彭博代码002024 CH

2013年8月7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	Rmb50.1十亿/US\$8.19十亿
已发行股本	7,383百万 (ORDA)
流通股比例	67%
日均成交量 (千股)	66,385
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb386.3

资产负债表数据 12/13E

股东权益	Rmb29.3十亿
市净率 (UBS)	1.7x
净现金 (债务)	Rmb17.8十亿

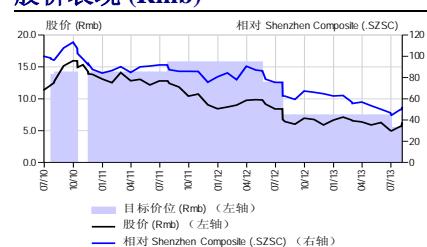
预测回报率

预测股价涨幅	+10.5%
预测股息收益率	0.1%
预测股票回报率	+10.6%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+2.1%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12
	UBS	市场预测	实际
Q1	0.07	-	0.14
Q2	0.03	0.03	0.11
Q3E	0.03	0.03	0.08
Q4E	0.03	0.03	0.04
12/13E	0.16	0.15	
12/14E	0.21	0.17	

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

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

盈利能力与估值	五年历史平均	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	8.3	6.5	5.7
市盈率 (UBS) (x)	23.3	21.5	42.7	32.8	20.3
净股息收益率 (%)	0.7	0.6	0.1	0.2	0.2

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06日16时33分的股价 (Rmb6.79) 得出;

彭子娟

分析师

S1460511010004

ziheng.peng@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

特此鸣谢

潘嘉怡(erica-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 8 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。

苏宁与百思买近期战略比较：收缩、转型与创新

O2O（线上线下融合）或令线下零售商赢回竞争优势

我们整理了百思买与苏宁在2012-13上半年的管理动态，比较有趣的发现了两家公司在主要战略方向上的相似性，都经历了线下门店的收缩加强，以及整体业务的转型与创新。

此外，我们预计无论在中国还是美国，随着网络购物逐渐成为社会主流销售渠道之一，税收将不可避免，这也将将在一定程度降低门店的价格劣势。具体如下表所示。

表1:2012-13上半年百思买与苏宁管理动态比较

	百思买	苏宁
转型措施：关闭低效门店，削减成本，培训员工	2012年9月新任CEO，11月宣布了“蓝色预期”重整计划，努力转型。包括：关闭许多门店，缩减门店面积，并专注部分领域的产品。并宣布7.5亿美元成本削减计划，将令公司销售、总务和行政支出减少约1.5亿美元。	2011-13年上半年苏宁累计关闭323家门店，我们预计至2013年底将累计关闭373家门店，约为2011年门店总数22%。我们预计2013年下半年开始，随着关店数量的下降和易购大规模投入的告一段落，销售+管理费用率将开始下降。
门店同店增长开始复苏	百思买2013年1月宣布，在截至2013年1月5日的9个星期中，美国地区同店销售额同比持平；公司运营状况获得了好转，全年应付账款在库存中的比例低于2012财年。	2013上半年，苏宁同店增长11%，既得益于行业回暖，也明显受益于低效及无效门店的关闭。
缩小线下门店定价差距，全面比价	百思买正在缩小大件商品定价上与亚马逊的差距，包括扩大假期比价政策，希望藉此阻止消费者的“买前验货”活动，也就是现在实体零售店中寻找想要的商品，然后通过在线购物的方式低价购买。 从2013年3月3日起，百思买将在客户购买产品时，在价格上匹配本地零售商和选定主要在线零售商的新款、同一、立即上市产品的当前税前价格（不允许随后再匹配对手产品价格）。 百思买圈定的19家比价对手包括了亚马逊、新蛋等美国在线销售类电商巨头，也包括了苹果、惠普、戴尔等品牌商家以及沃尔玛、西尔斯等大卖场。	2013年6月8日起，苏宁在全国所有苏宁门店、乐购仕门店销售的全部商品与苏宁易购实现“同品同价”。同价后公司跟踪门店及网络销售，3C、手机、数码电脑明显增长。 双线同价后，全国范围内，同一地区，同一商品库存物流辐射的区域内，苏宁线上的商品和价格将与门店的商品和价格百分之百相同，如果线上或线下价格有阶段性波动，将采取就低不就高的原则，意味着苏宁的门店将参与全网比价。 2012年底以来，苏宁围绕“云商”模式实施了组织、系统等一系列内部变革，解决了全渠道融合、全资源共享和全成本核算三大课题，保证了双线同价战略的执行。
线上线下O2O（Online To Offline）融合落到实处	公司网络销售额16%的增长，既表明其在线销售性能的改善，也预示其实体店销售的新机遇，因为百思买40%的网络消费者都选择从网上下订单，然后到实体店取货。 O2O模式的竞争优势在于消费者希望迅速拿到现货，而门店可以实现现货交付。 此前由于网站显示电子商务分销中心库存不足，百思买电商丢掉了大约2%至4%的订单。因此，百思买宣布了在线库存不足时线下商店将配送在线订单的计划。从2013年第二财季开始，百思买将测试从50个实体商店运送网络订单，如果成功，将扩展到更多的地区以满足在线需求。而且在假日季来临之前，百思买将解决消费者去实体店取货时不能额外增加商品的问题。	董事长孙为民6月表示苏宁未来的实体店不再是过去简单的一个实体店铺，将会成为新的互联网式的店面。”苏宁的战略考虑，是从整个O2O模式的转变出发 下半年从形式、流程上苏宁云商线上线下融合措施：争取3季度全面完成，部分融合已实现，如网上网下支付的完成，O2O提供给消费者及门店所有员工，以及社会商户。 目前已完成1300家店面快递点的建设，包括流程、服务等，已完成超级旗舰店初步的融合工作。
加强线下门店的消费者体验优势	2013年4月开始三星电子在百思买的卖场开设500家三星体验店，展示和销售平板电脑、智能手机和电视机。三星体验店的占地面积约为42.7平方米。 6月微软宣布将在美国的500家和加拿大的100家百思买商店内开设店中店，出售基于Windows操作系统的平板电脑、电脑，以及Windows手机和Xbox游戏机等其它产品。微软表示，这些商店将雇用1200多名由百思买和微软联合培训的销售人员，以帮助顾客挑选满意的产品。	2013年任峻表示：门店的基础服务和增值服务绝不是单纯的网站可以做到的，“在不远的未来，苏宁的实体店将告别过去那种单纯的销售、服务模式，还将包括体验、展示、仓储、物流甚至提供更加便利的增值服务。” 从当前来看，南京、上海开出的苏宁EXPO超级旗舰店明显加强了门店的体验以及品牌店中店的展示功能。
随着电商销售占比上升 税收差别将渐消失	2012年，美国三大州（德克萨斯州，宾夕法尼亚州，加州）对亚马逊征收消费税。	商务部新闻发言人姚坚2013年6月4日在北京证实，财政税收主管部门正在研究和调研对电商征税事项。

数据来源：瑞银证券整理

我们认为O2O（线上线下融合），即互联网环境下门店与网购融合，令线上线下两块业务从“左右互博”的替代关系转为相互加强的互补关系，一旦成功实施，将提升整体渠道对消费者的吸引力，也将继续保持渠道对上游供应商的议价能力。长期可能将是目前领先的线下零售商未来赢回竞争优势的关键。

目前来看，O2O融合措施包括如下方面——

- 1) 价格方面实施全面比价，改变消费者对线下门店价格高于同类商品网购价格的印象；
- 2) 加强线下门店的品牌展示功能，保持渠道对上游品牌的议价能力，同时努力提升销售人员的导购和服务能力；
- 3) 优化配送、支付、现货交付和增值配套服务等门店体验功能。

我们认为成功实现“O2O”将令线上、线下业务从“左右互博”的替代关系转为相互加强的互补关系、加强渠道整体对消费者的吸引力，加强对上游供应商的议价能力，可能将是未来领先的线下零售商赢回竞争优势的关键。

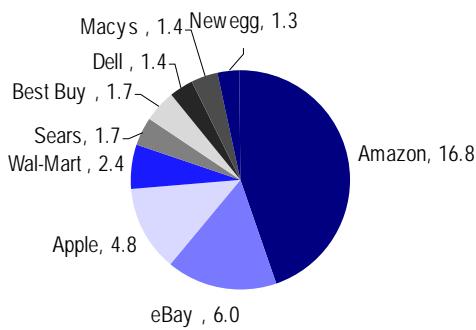
苏宁自身基础、所在行业集中度为其转型优势

在2012年美国线上销售额排名前10的公司中，除亚马逊与eBay两家外，传统的线下零售商占据了较显著的份额。

与2007年网购市场份额相比，领先的线下零售商如沃尔玛、梅西百货、百思买的比例持续提升，eBay、新蛋等纯电商份额反而有所下降，同样下降的还有Target、Sears等传统次领先的零售商。

我们认为美国零售行业各子行业较高的集中度令各行业的领先公司得以具备开拓线上业务，并融合线下业务所需的规模、公司实力、管理经验，以及足够规模的上游供应商资源和足够强的下游客户品牌号召力。

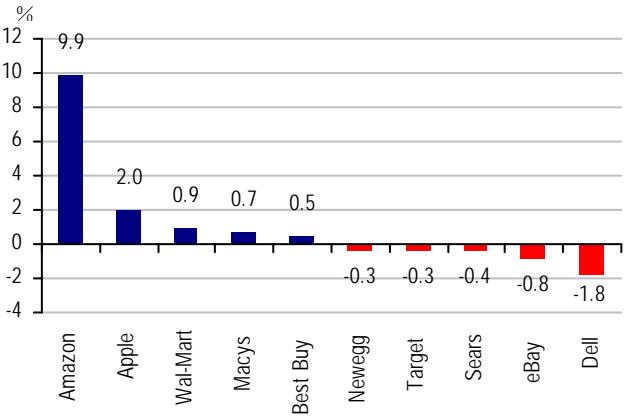
图1: 2012年美国前10大线上销售公司



数据来源：Euromonitor

而2012年中国前10位线上零售商中，只有苏宁一家是线下零售商。我们认为，一方面不排除未来出现新的强有力的传统零售开拓线上业务，但中国零售市场的高度分散与上游供应商的区域割据令除家电外的其他子行业如超市、百货，尤其是百货行业，其中的领先公司在自身规模较小的限制下，难以有效推进网购业务。

图2: 2012与2007年相比，各公司市场占有率变化

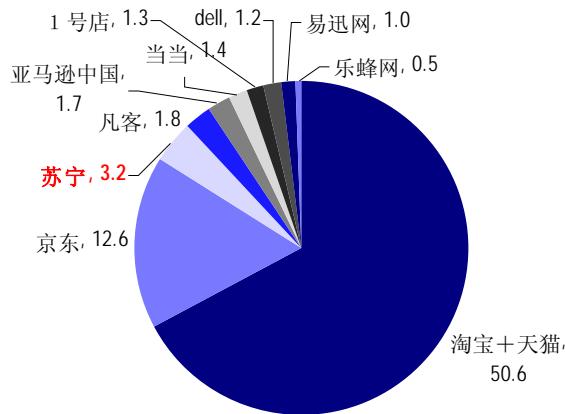


数据来源: Euromonitor

苏宁既是中国家电及消费电子零售行业最领先及最具管理优势的公司（2012年市场占有率达到10.6%），又是最早全面转型、布局线上业务的线下零售公司，同时中国消费电子行业的集中度远高于其它子行业，也令公司具备了推进O2O的规模与实力。

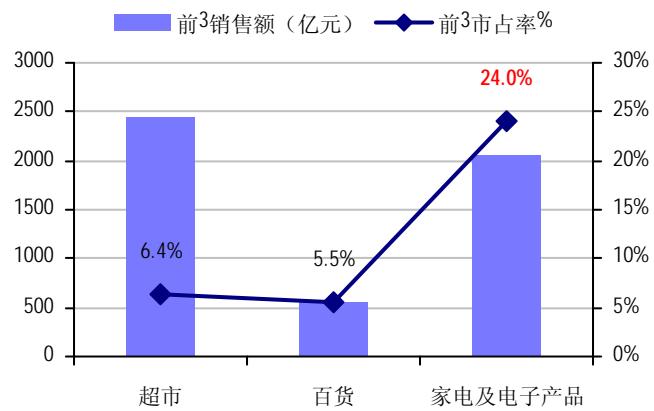
同时物流方面苏宁也已具备领先优势，包括12个采购枢纽、12个自动化拣选中心、60个大型物流基地和5000个城市配送点组成的“物流云”项目在持续推进，我们预计2015年前后将大致建成，成为其支撑O2O的核心能力之一。

图3: 2012年中国前10位线上零售商中只有苏宁是传统公司



数据来源: Euromonitor

图4: 中国消费电子行业的集中度为远高于其它子行业



数据来源: Euromonitor

转型期或为好的投资时机

2013年初以来百思买股价自谷底大幅回升，1-8月涨幅达190%，为标普500指数成分股2013年至今表现最好的股票之一。

图5:2013年初以来百思买股价自谷底大幅回升



数据来源: WIND

尽管2013年1季度由于出售欧洲业务导致的门店关闭等一次性损失令公司1季报亏损8100万美元，大幅低于2012年同期盈利1.58亿美元。

我们认为在当前转型阶段，更重要的考量因素来自转型的方向和效率，财务上包括总体收入及市场份额的提升、门店效率提升以及线上销售保持快速增长等方面。利润为转型中后期需要逐渐考量的因素。

我们于8月5日上调了公司的盈利预测、目标价和投资评级。目前我们维持13-15年盈利预测0.16/0.21/0.33元，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%）。我们认为当前公司转型方向渐明确，大体见到长期布局同时行业环境向好，应为较好投资时机，重申买入。

表2:百思买2013年1季报及苏宁2013年上半年关键业绩指标比较

百思买		苏宁	
	2013Q1	2012Q1	2013H1
销售收入（百万美元）	9,380	10,373	销售收入（亿元人民币）
同店销售变化	-1.3%	-5.2%	554
国内部分：		国内部分：	
线下门店同店销售变化	-1.1%	-3.7%	同店销售变化
网上同比销售变化	16.3%	10.0%	易购同比销售变化
国际部分：			
同店销售变化	-2.8%	-13.4%	
净利润（亿美元）	-0.81	1.58	净利润（亿元人民币）
			7.33
			17.54

数据来源：彭博资讯

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
净利润	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。

12个月评级

买入

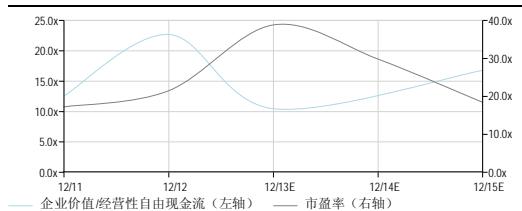
12个月目标价

Rmb7.50

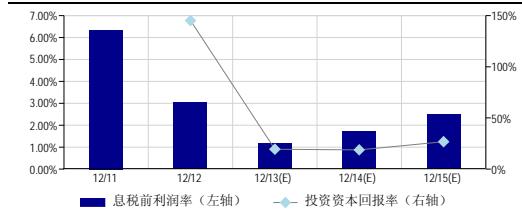
公司概况

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。

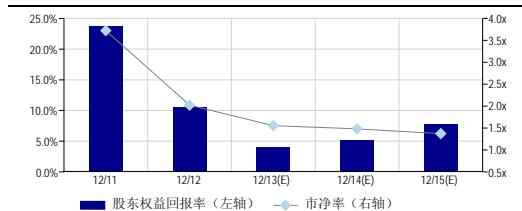
价值(企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



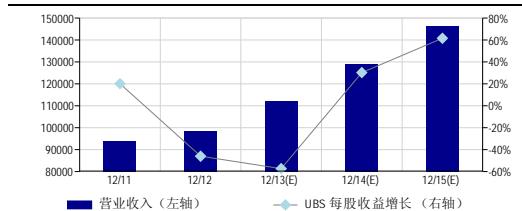
盈利能力



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	42.7	32.8	20.3
市盈率(UBS)	23.3	17.2	21.5	42.7	32.8	20.3
股价/每股现金收益	19.1	14.3	14.0	16.6	13.7	11.4
净股息收益率(%)	0.7	1.3	0.6	0.1	0.2	0.2
市净率	4.7	3.7	2.0	1.7	1.6	1.5
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	8.3	6.5	5.7
企业价值/息税前利润(核心)	-	10.4	11.7	19.9	12.7	8.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	12.6	22.7	12.7	NM	19.6
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	3.9	2.4	2.3
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	50,131	50,131	50,131
+ 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	26,476	28,098	31,840
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/净利润	-	-	-	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)	(84.8)	(74.2)	(53.7)

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06日16时33分的股价(Rmb6.79)得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份。

彭子姐

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：彭子姐.

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	买入	不适用	Rmb6.17	2013年08月05日

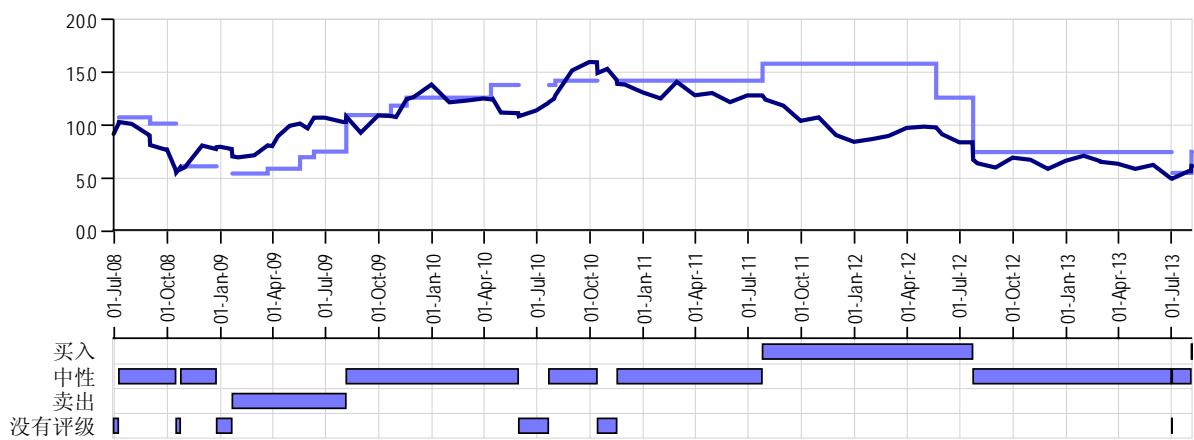
资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价

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)

— 目标价位 (Rmb) — 股价 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银); 截止至2013年8月5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收回已投资的金额。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、使用和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表述的观点不一致。

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 ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und 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)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(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. 首尔分行于韩国分发。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。

