



利润大幅下滑, 估值合理性存疑

中性 维持

报告摘要:

- **半年报摘要。**公司8月29日晚间发布2013年半年度报告。报告期内, 实现营业总收入555.33亿元, 同比增长17.68%, 实现归属于上市公司股东净利润7.34亿元, 同比下降58.17%, 基本每股收益0.1元, 同比下降60%。
- **综合毛利率与期间费用率同时下滑,**报告期内, 由于线上业务占比提升, 综合毛利率15.43%, 比上年同期下降3.54个百分点。报告期内公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为10.94%、2.53%、-0.13%, 分别比去年同期变动-0.59、0.09、0.02个百分点, 期间费用率13.34%, 较去年同期下滑0.48个百分点。
- **线下门店压力依旧, 整体战略混乱模糊。**2013年上半年, 苏宁加快了社区店的调整, 相比上年年末门店减少了92家, 同时旗舰店、中心店占比达到了47.14%, 较年初提升近0.92个百分点, 但对于苏宁的实体门店而言, 高企租金和人工费用造成的业绩压力依然存在。考虑公司整体战略, 收购红孩子、涉足网游、洽购视频公司等等动作和意向显示出苏宁混乱的战略战术。近期公司的金融布局开始瞄准商业银行, 我们认为苏宁布局金融将助力公司商业业务发展, 但目前仍处于起步阶段, 苏宁在金融领域的竞争力尚未明确显现。
- **苏宁估值体系由“净利+PE”重构为“平台价值+PS”。**(1) 线下部分估值230-270亿元: 13年预计线下收入1000-1200亿元, 我们按照可比企业百思买0.23X PS估值, 给予苏宁线下业务230亿-270元市值; (2) 线上业务部分(苏宁易购)估值170-210亿元, 预计13年线上业务收入可接近300亿, 按照市场占有率角度看, 京东预计13年销售规模1000亿元, 苏宁规模不到京东1/3。按照京东最后一次融资, 对应估值约500-620亿元人民币, 则规模仅占京东1/3的苏宁易购业务估值约为170-210亿元。**线上线下两者加总, 两者合计400-480亿元。苏宁目前市值580亿元, 扣除线下线上商业业务400-480亿估值后, 我们称为的X业务估值已经达到100-180亿元!**我们提示投资者有必要保持谨慎。
- **盈利预测和投资建议。**在目前的情况下, 苏宁模糊的O2O概念、不完善的物流、散乱的发展策略与实体门店亏损的巨大压力会使公司的业绩堪忧。双线同价会使得毛利率更低, 其对利润的影响将在下半年显现。全年预计净利润1.82亿元, 每股收益0.02元, 维持“中性”评级。

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

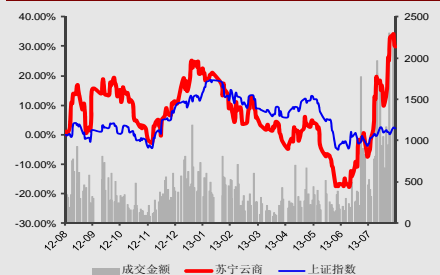
Email: chenxu@hysec.com

研究助理:

黎泉宏

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



相关研究

- 公司动态跟踪报告-苏宁云商-双线同价
心有余而力不足
2012-05-16
- 不惊喜, 不悲观
2012-10-30
- 痛苦但仍需坚持的渠道转型
2012-08-30
- 线下加速下沉, 线上继续发力
2012-04-04

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	93889	98357	117,460	139,662	169,312
增长率(%)	24%	5%	19%	19%	22%
归母净利润(百万)	4821	2676	182.33	967.15	1,692.98
增长率(%)	20%	-44%	-93%	431%	75%
每股收益	0.65	0.36	0.02	0.13	0.229
市盈率	12.02	21.69	390.5	60.08	34.1

一、公司 2013 年上半年基本业绩指标

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2013Q1	Q1 变动	2012 Q2	2013Q2	2013Q2 相对 2012Q2 变动
营业收入	22,641.02	27,200.85	4,559.83	24,550.05	28,330.42	3,780.38
营业收入增速 YOY	10.00%	20.14%	10.14%	3.81%	15.40%	11.58%
营业成本	18,311.92	22,804.95	4,493.03	20,053.86	24,260.57	4,206.71
综合毛利率	19.12%	16.16%	-2.96%	18.31%	14.37%	-3.95%
综合毛利率变动幅度	1.05%	-2.96%	-4.01%	-0.83%	-3.95%	-3.12%
营业税金及附加	50.60	58.53	7.93	104.60	123.23	18.63
销售费用	2,500.38	3,032.41	532.02	2,859.84	2,970.43	110.59
销售费用增速	35.11%	21.28%	-13.83%	34.90%	3.87%	-31.03%
管理费用	655.73	712.01	56.28	477.99	674.19	196.20
管理费用增速	105.52%	8.58%	-96.93%	-10.95%	41.05%	52.00%
财务费用	-141.43	-74.14	67.29	71.89	2.24	-69.66
期间费用率	0.13	0.13	0.00	0.14	0.13	-0.01
销售费用率	11.04%	11.15%	0.10%	11.65%	10.48%	-1.16%
管理费用率	2.90%	2.62%	-0.28%	1.95%	2.38%	0.43%
财务费用率	-0.62%	-0.27%	0.35%	0.29%	0.01%	-0.28%
资产减值损失	56.95	123.47	66.52	10.82	46.71	35.89
公允价值变动净收益	0.00	11.75	11.75	0.00	23.72	23.72
投资净收益	0.00	0.32	0.32	0.53	4.76	4.23
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.94	-1.94
营业利润	1,206.87	555.69	-651.17	971.58	282.86	-688.72
加: 营业外收入	24.91	27.83	2.92	44.82	61.57	16.76
减: 营业外支出	23.16	33.14	9.98	21.45	29.75	8.30
其中: 非流动资产处置净损失	1.08	3.30	2.22	0.88	-13.42	-14.30
利润总额	1,208.62	550.39	-658.23	994.94	314.68	-680.27
减: 所得税	297.81	127.67	-170.14	226.38	87.59	-138.80
净利润	910.81	422.72	-488.09	768.56	227.09	-541.47
减: 少数股东损益	-40.22	-70.06	-29.84	-34.46	-13.90	20.57
归属于母公司所有者的净利润	951.03	492.78	-458.26	803.02	240.99	-562.04
归母净利润增速	-15.30%	-48.19%	-32.88%	-40.59%	-69.99%	-29.40%
销售净利率(右)	4.20%	1.81%	-2.39%	3.27%	0.85%	-2.42%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 主营业务分产品情况

分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期 增减(%)	营业成本比上年同期 增减(%)	毛利率比上年同期 增减(%)
彩电、音像、碟机	11,477,795	9,534,059	16.93%	24.05%	30.50%	-4.11%
冰箱、洗衣机	9,666,694	7,946,685	17.79%	31.90%	40.65%	-5.12%
数码及 IT 产品	9,181,605	8,527,614	7.12%	-0.31%	2.08%	-2.17%
通讯产品	8,832,287	7,977,492	9.68%	6.70%	9.39%	-2.22%
空调器产品	7,803,755	6,471,606	17.07%	32.29%	39.16%	-4.09%
小家电产品(注)	7,442,574	6,099,709	18.04%	22.67%	31.53%	-5.53%
安装维修业务	392,827	294,083	25.14%	3.33%	11.99%	-5.78%
其他产品	75,167	66,057	12.12%	-17.44%	-11.37%	-6.02%
合计	54,872,704	46,917,305	14.50%	17.99%	22.73%	-3.30%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 销售费用和管理费用变动情况分析

项 目	2013 年 1-6 月		2012 年 1-6 月		费用占比 变动情况
	金额	占主营收入比	金额	占主营收入比	
租赁费用	2,276,436	4.15%	2,235,922	4.81%	-0.66%
人员费用	2,235,750	4.07%	1,920,155	4.13%	-0.06%
其他费用	1,135,480	2.08%	864,647	1.86%	0.22%
广告促销费	657,509	1.20%	565,573	1.22%	-0.02%
运杂费	468,094	0.85%	272,019	0.58%	0.27%
水电费	340,876	0.62%	293,834	0.63%	-0.01%
装潢费	274,890	0.50%	341,793	0.73%	-0.23%
合计	7,389,035	13.47%	6,493,943	13.97%	-0.50%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

二、公司报告期业务调整情况

(1) 线下门店调整

报告期内，公司继续加快社区店的调整，对于部分不达预期的旗舰店、中心店也主动进行了调整，此外结合三四级市场消费升级的趋势，对于前期开设的面积较小、发展空间受限的县镇店也实施升级调整。整体来看，公司店面结构进一步优化，旗舰店、中心店占比达到了47.14%，较年初提升近0.92个百分点。

表 2: 门店变动情况

项目 类型	2013年6月30日		2012年12月31日		增减变化情况	
	数量	占比	数量	占比	数量变化	占比变化(%)
旗舰店	324	20.61%	336	20.20%	-12	0.41%
中心店	417	26.53%	433	26.02%	-16	0.51%
社区店	736	46.82%	777	46.69%	-41	0.13%
常规店小计	1,477	93.96%	1,546	92.91%	-69	1.05%
精品店	1	0.06%	6	0.36%	-5	-0.30%
县镇店(注)	83	5.28%	104	6.25%	-21	-0.97%
乐购仕店	11	0.70%	8	0.48%	3	0.22%
合计	1,572	100.00%	1,664	100.00%	-92	-

资料来源：公司公告，宏源证券

(2) 基金业务

公司认为基金支付业务与基金代理业务是公司金融业务发展的一个重要方向，近期与多家基金公司就基金创新业务进行了深入探讨，并计划近期推出相应的基金支付产品与基金电商平台，但基金业务开展要求企业具备一定的业务资格，并需取得相关业务许可。目前公司已在积极开展申报备案工作，尚待审核通过。

(3) 银行业务

为积极响应国务院发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》中关于“尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行”，以及银监会发布的“关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见”等政策，公司积极开展银行业务的相关申报工作。目前公司已向相关部门递交初步的设立意向方案，但由于民营银行设立配套的法规制度需进一步明确，公司上报方案也需根据后续出台的相关细则进一步优化和完善，银行设立事项尚需国家相关部门的具体指导与审批。公司将关注政策、法规动向，并与相关部门保持密切联系，积极推进设立申报工作。

三、苏宁估值：从“净利+PE”重构为“平台价值+PS”

1、苏宁估值体系转变，由“净利+PE”重构为“平台价值+PS”：线下门店+苏宁易购，两者加总，两者合计400-480亿元。在市场对苏宁估值体系纠结和分歧的过程中，苏宁估值逐步又“净利+PE”重构为“平台价值+PS”。我们一直以来对苏宁采用了“平台价值+PS”的估值方法，在6月7日发布《双线同价心有余而力不足》、7月30日的中报解读和8月8日《转型瓶颈依然存在》中均以“平台价值+PS”对苏宁进行估值。

(1) 线下部分估值230-270亿元：2013年预计线下收入1000-1200亿元，我们按照可比企业百思买0.23X PS估值，给予苏宁线下业务230亿-270元市值；(2) 线上业务部分（苏宁易购）估值170-210亿元，预计2013年线上业务收入可接近300亿，按照市场占有率角度看，京东预计2013年销售规模1000亿元，苏宁规模不到京东1/3。按照京东最后一次融资，对应估值约500-620亿元人民币，则规模仅占京东1/3的苏宁易购业务估值约为170-210亿元。线上线上两者加总，两者合计400-480亿元。

表5：电商指标对比

财务指标	当当	唯品	苏宁易购	京东	阿里(天猫)	1号店
客户定位	一二线城市白领	三四线城市客户	无明确客户定位	无明确客户定位	追求较高服务、较好产品质量、能够接受适当高价格客户	大都市的高学历的年轻白领阶层
流量指数	9690	10580	6635	69321	131587	9456
物流	自主仓储，第三方物流	自建+第三方	自建仓储物流	自建仓储物流	第三方物流	自有(70%)+第三方
优势	图书品类具有绝对优势，占在线图书销售50%	专业买手团队，专业尾货清库存平台	家电3C优势，线下渠道优势	家电3C优势，自建物流优势	规模优势，SKU最多优势	食品等方面具有优势
销售规模(GMV, 亿元)	74.5	54.4	167+16.2	660	2072	45
用户覆盖数(万人)	2790	1061	1540	10370	19720	1840
移动电子商务覆盖人数	541	192	344	1625	1549	282
市值	53.692	162.0	498	446.4	4650	

资料来源：公开资料，宏源证券

2、“或有X业务”到底值多少？真的值100-180亿元吗？奋力进军金融领域，或带来转机，助力商业业务发展，但互联网金融还处于非常早期阶段，苏宁云商切入哪个方向仍前途未卜，估值难以判断。苏宁近期快速进军金融领域，继苏宁小贷、易付宝之后，苏宁云商的金融布局开始瞄准商业银行。目前苏宁云商正在向有关部门申请设立“苏宁银行”。我们认为苏宁布局金融将助力公司商业业务发展，但目前仍处于起步阶段，苏宁在金融领域的竞争力尚未明确显现，估值难以判断。苏宁目前市值580亿元，扣除线下线上商业业务400-480

亿估值后，**金融业务估值或者我们成为的 X 业务估值已经达到 100-180 亿元!**对于这 X 业务，吸引人的包括**拟涉足**银行的牌照、拟移动转售进入虚拟运营商、与乐视网合作互联网客厅、易支付的余额理财。的确这些都是现在最热门的概念和领域。但是否能拿到牌照，还尚未知晓，这些热门概念前途如何还生死未卜，而市场目前就已经给予了 100-180 亿的高估值，我们只能提醒说，市场有风险入市需谨慎。

3、苏宁云商 1000 多家门店、1000 多亿的销售规模，公司的团队凝聚力、经营实力、供应商合作能力，算是国内零售商里面的领军者。从最近密集的拿牌照能力，我们也深深感觉苏宁有国家队支持的影子。世界上最难的不是什么都做，而是会放弃和取舍。有所为有所不为。不论是腾讯、小米、奇虎 360，我们都看到专注的力量。而什么都做的往往也是跌得最惨的。我们也真诚的希望苏宁能走得更远，每步走得更加踏实有一个更加真实的未来!

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5年证券行业从业经验, 2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都、欧亚集团

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。