

商业贸易

2017年01月02日

苏宁云商 (002024)

——收购天天快递补齐短板，效益释放尚需时间验证

报告原因：有信息公布需要点评

中性（维持）

投资要点：

公司发布公告：全资子公司江苏苏宁物流以现金出资人民币 29.75 亿元（含股权转让税）收购天天快递 70% 股份。在交割完成后 12 个月内，江苏苏宁物流或其设立的快递相关行业运营公司以股权方式购买届时部分转让方及届时的天天快递全部或部分 A 轮投资者拥有的剩余 30% 股份，对应的转让价款为 12.75 亿元。届时江苏苏宁物流及其运营公司合计持有天天快递 100% 股权。天天快递 2016 年-2017 年协议净利润分别为不低于 8400 万元、1.80 亿元。

市场数据：2016年12月30日

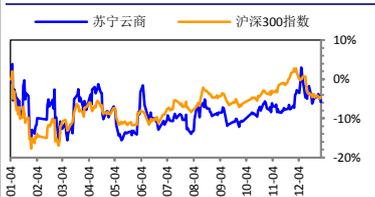
收盘价(元)	11.45
一年内最高/最低(元)	12.76/10.04
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	57454
上证指数/深证成指	3103.64 / 10177.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	6.9
资产负债率%	50.79
总股本/流通A股(百万)	9310/5018
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《苏宁云商(002024)点评：亏损持续收窄，业绩表现出现拐点，目前维持“中性”评级》2016/10/31

《苏宁云商(002024)点评：上半年实现营业收入 687.15 亿元，同比增长 9.01%，符合预期，维持“中性”评级》2016/08/31

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **天天快递最后一公里配送能力强，补足公司短板。**天天快递采用自营、加盟并举模式发展，截至 2016 年 6 月，在全国拥有 721 家一级加盟商，快递网络遍布国内 300 多个地级市和 2800 多个县，在全国拥有 61 个分拨中心，超过 10000 个配送网点，开通超过 1800 条运营线路。而且，天天快递目前已在大部分省内提供次日达、部分省际跨区提供隔日达服务，具备较强的最后一公里配送能力。公司近年来大力投资建设了非常充裕的仓储物流资源，但是与其他电商巨头相比，公司在最后一公里配送方面能力欠佳，本次收购天天快递有助于完善公司最后一公里配送能力，补足短板，实现资源的有效利用和变现。
- **公司物流资源变现前景广阔，但是仓储和快递资源整合及效益释放需要时间。**公司收购天天快递有助于实现前期建设的仓储能力的变现，一方面可以为公司电商平台提供快递服务，提升和改善用户体验，另一方面可以对接阿里的菜鸟网络，通过物流创收和增加利润。但是，我们认为，公司之前的仓储资源和天天快递的整合仍然需要一定的时间，而对接菜鸟网络以及社会物流变现的效应也需要一定的时间来验证。
- **公司战略思路逐步清晰，经营层面和业绩方面的拐点将至。**公司自和阿里进行股权合作之后，战略发展思路逐步清晰，线上业务加紧布局，紧跟竞争对手步伐，线下门店积极进行调整和改善，盈利能力逐步恢复，实现线下盈利对线上亏损的弥补。同时，公司将变现近年来获得的仓储物流资源。随着线上竞争格局的稳定，线上竞争将趋缓，而公司线下门店的盈利将逐步修复。本次收购天天快递将实现对其仓储物流资源的变现。因此，从经营和财务两个方面来看，公司将迎来拐点。
- **暂不调整盈利预测和投资评级，维持“中性”评级。**我们维持之前的盈利预测，预计公司 2016-2018 年实现营业收入分别为 1558.80 亿元、1808.21 亿元和 2115.60 亿元，若不考虑公司出售资产或者其他方式获得的大额投资收益，我们预计，公司 2016-2018 年实现归属于母公司股东的净利润分别为-1.64 亿元、.03 亿元、1.12 亿元，由于公司目前市值较大，而且无扎实的利润支撑，本次收购天天快递对公司未来经营和业绩的促进尚需要时间验证，不调整公司评级，依然维持“中性”。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	135,548	103,863	155,880	180,821	211,560
同比增长率(%)	24.44	11.00	15.00	16.00	17.00
净利润(百万元)	873	-304	-164	3	112
同比增长率(%)	0.64	-	-118.80	-101.83	3633.33
每股收益(元/股)	0.12	-0.03	-0.02	-	0.02
毛利率(%)	14.4	14.5	14.5	14.6	14.6
ROE(%)	2.9	-0.5	-2.0	-8.0	-9.0
市盈率	97		-573		573

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	105,292	108,925	135,548	155,880	180,821	211,560
营业收入同比增长率 (yoy)	7.05%	3.45%	24.44%	15.00%	16.00%	17.00%
减: 营业成本	89,279	92,285	115,981	133,277	154,421	180,672
毛利率 (%)	15.21%	15.28%	14.44%	14.50%	14.60%	14.60%
减: 营业税金及附加	330	357	586	674	781	914
主营业务利润	15,683	16,284	18,981	21,929	25,618	29,973
主营业务利润率 (%)	14.90%	14.95%	14.00%	14.10%	14.20%	14.20%
减: 销售费用	12,740	14,105	16,645	18,238	20,794	23,906
减: 管理费用	2,806	3,357	4,291	4,676	5,425	6,347
减: 财务费用	-149	67	104	-3	-3	-4
经营性利润	287	-1,245	-2,060	-982	-597	-276
经营性利润同比增长率 (yoy)	-90.99%	-533.83%	65.47%	-52.30%	-39.20%	-53.80%
经营性利润率 (%)	0.27%	-1.14%	-1.52%	-0.60%	-0.30%	-0.10%
减: 资产减值损失	220	175	198	200	200	200
加: 投资收益及其他	34	-30	1,655	0	0	0
营业利润	184	-1,459	-610	-1,182	-797	-476
加: 营业外净收入	-40	2,432	1,499	1,000	800	600
利润总额	144	973	889	-182	3	124
减: 所得税	40	149	131	0	0	0
净利润	104	824	758	-182	3	124
少数股东损益	-267	-43	-115	-18	0	12
归属于母公司所有者的净利润	372	867	873	-164	3	112
净利润同比增长率 (yoy)	-86.11%	133.19%	0.64%	-118.70%	-101.60%	4248.70%
全面摊薄总股本	7,383	7,383	7,383	7,383	7,383	7,383
每股收益 (元)	0.05	0.12	0.12	-0.02	-	0.02
归属母公司所有者净利润率 (%)	0.35%	0.80%	0.64%	-0.10%	-%	0.10%
ROE	1.31%	2.96%	2.86%	-2.00%	-8.00%	-9.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。