

公司事项点评

2013年10月29日

证券研究报告

平安批发和零售贸易

中性 (维持)

证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号 S1060512070001
电话 0755-22625433
邮箱 gengbanghao458@pingan.com.cn

洪涛

投资咨询资格编号 S1060512070006
电话 0755-22627541
邮箱 hongtao908@pingan.com.cn

苏宁云商(002024)

战略收购 PPTV，互联网产业布局再添一笔

事项：10月28日，苏宁云商、弘毅投资在北京宣布联合战略投资 PPTV 聚力，以 4.2 亿美元的公司基准估值，受让日本软银集团、软银中国资本、蓝驰创投、德丰杰投资基金等主要投资基金以及 PPTV 现有主要管理层股东持有的全部股权，同时向未来管理层以零对价发放一定比例的股权。苏宁云商出资不超过 2.5 亿美元，交易完成后持有 PPTV44%股权，成为其第一大股东。

平安观点：去年以来苏宁致力于打造云商模式，一方面布局流量入口，发挥 O2O 融合全渠道优势；另一方面打造电商开放平台业务，构建以物流、金融、数据为核心的新盈利模式。收购 PPTV 一方面抢占多屏入口获取用户，另一方面依托丰富数字内容加强用户黏性，是苏宁全面转型互联网企业的重要布局。但不可否认，电子商务仍然是云商模式的核心业务，后台供应链系统的持续投入和性能提升（本质是科技实力的进步）仍是公司不可或缺的一环，这也是我们建议投资者关注并跟踪的关键要素。

■ PPTV：覆盖多屏入口的视频新媒体

PPTV 聚力是国内首家全面覆盖网页端、PC 客户端、手机端、Pad 端，并率先进军互联网电视领域的视频新媒体，活跃用户超过 3.4 亿。根据艾瑞咨询统计，PPTV 聚力目前日均覆盖用户 3092 万人，日均播放时长 1930 万小时，位居行业第三；自 2011 年推出移动端 APP 以来，连续两年位居 iPad 免费 APP 榜单视频应用类第一。同时，PPTV 拥有 100 多项全球领先的 P2P 等视频专利技术，在全国设有近 300 个网络数据中心，完成互联网视频云平台及大数据系统的建立，具备布局“一云多端”的全媒体实力。截至 2013 年 7 月，PPTV 净资产 4.09 亿元，1-7 月收入 3.19 亿元，亏损 0.65 亿元。结合全年经营数据预估，此次交易 PS 估值约 4.2X（同类型上市公司平均 PS 约 8.5X）。

■ 抢占多屏入口、丰富数字内容、打造互动购物体验

收购完成后，公司与 PPTV 合作将加快进军方兴未艾的 OTT 领域，为上游彩电厂商和内容供应商搭建开放的技术平台、海量的内容产品平台和丰富的视频应用平台，建立从研发生产、流通渠道、内容供应到用户体验的 OTT 领域首个完整的产业链条。

	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入（百万元）	93,889	98,357	114,261	136,519
YoY(%)	24.3	4.8	16.2	19.5
净利润（百万元）	4,821	2,676	372	296
YoY(%)	20.2	-44.5	-86.1	-20.4
毛利率(%)	18.9	17.8	13.6	12.9
净利率(%)	5.1	2.7	0.3	0.2
ROE(%)	21.6	9.4	1.3	1.0
EPS(摊薄/元)	0.69	0.36	0.05	0.04
P/E(倍)	12.6	12.6	208.1	261.3
P/B(倍)	3.3	2.7	2.7	2.7

我们认为收购 PPTV 有助于苏宁**抢占互联网多屏入口、丰富数字内容产品经营、打造全新互动购物体验**，并在市场竞争中获得一定优质客户群体。未来若顺利取得移动通信转售业务牌照，公司将完成硬件销售、内容提供和虚拟运营的布局，**从单一硬件销售商向软硬结合的整体解决方案提供商进行转变，实现华丽转身**。另一方面，PPTV 也将借助公司的网点资源和庞大线下流量，大规模拓展 PPTV 聚力品牌、终端和服务，开拓一条互联网视频企业发展的新路径，构建引领行业的产业链竞争优势。

■ 供应链性能提升仍是云商模式核心任务

总体而言，我们认为收购 PPTV 是公司从传统零售商向互联网企业转型的战略布局，无论是在获取用户，还是加强用户黏性方面都具有重要意义。但不可否认的是，电子商务仍然是云商模式的核心业务，后台供应链系统的持续投入和性能提升（本质是科技实力的进步）仍是公司不可或缺的环节，这也是我们建议投资者关注并跟踪的关键要素。维持公司 13-14 年 EPS 预测至 0.05、0.04 元，“中性”评级不变！

■ **风险提示：**消费复苏低于预期；网购对传统实体门店冲击加速；后台供应链建设滞缓；传统供零关系变化，可能导致公司现金流紧张。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	43,425	53,427	55,446	66,221
现金	22,740	30,067	28,565	34,130
应收账款	1,842	1,271	2,262	2,703
其它应收款	382	426	1,662	1,986
预付账款	3,643	3,105	3,949	4,757
存货	13,427	17,222	17,761	21,398
其他	1,391	1,336	1,246	1,246
非流动资产	16,361	22,734	26,997	30,917
长期投资	555	574	574	574
固定资产	7,347	8,579	11,603	15,429
无形资产	4,462	6,082	6,373	6,614
其他	3,997	7,499	8,447	8,300
资产总计	59,786	76,161	82,443	97,137
流动负债	35,739	41,308	51,814	66,362
短期借款	1,666	1,752	5,926	12,448
应付账款	8,526	10,458	11,847	13,678
其他	25,548	29,098	34,041	40,236
非流动负债	1,017	5,742	1,276	1,276
长期借款	0	0	0	0
其他	1,017	5,742	1,276	1,276
负债合计	36,756	47,050	53,090	67,638
少数股东权益	702	652	492	341
股本	6,996	7,383	7,383	7,383
资本公积	517	4,679	4,679	4,679
留存收益	14,800	16,427	16,799	17,096
归属母公司股东权益	23,031	29,112	29,354	29,499
负债和股东权益	59,786	76,161	82,443	97,137

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	6,589	5,299	4,258	4,861
净利润	0	2,505	372	296
折旧摊销	0	2,505	372	296
财务费用	0	93	84	394
投资损失	0	-13	0	0
营运资金变动	0	-4,395	2,785	2,800
其它	6,589	4,603	646	1,074
投资活动现金流	-5,990	-6,136	-5,385	-5,424
资本支出	0	-7,000	-5,285	-5,324
长期投资减少	0	-586	-100	-100
其他	-5,990	-13,723	-10,770	-10,848
筹资活动现金流	679	8,167	-376	6,127
短期借款增加	0	87	4,174	6,522
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	387	0	0
资本公积增加	0	4,162	0	0
其他	679	3,531	-4,549	-394
现金净增加额	1,277	7,330	-1,502	5,564

利润表

单位: 百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	93,889	98,357	114,261	136,519
营业成本	76,105	80,885	98,722	118,935
营业税金及附加	370	313	457	546
营业费用	9,367	11,811	12,112	13,652
管理费用	2,089	2,350	2,457	2,799
财务费用	-403	-186	84	394
资产减值损失	70	180	26	16
公允价值变动收益	0	-4	0	0
投资净收益	152	13	0	0
营业利润	6,444	3,017	405	176
营业外收入	118	354	0	0
营业外支出	88	126	0	0
利润总额	6,473	3,242	405	176
所得税	1,587	736	93	41
净利润	4,886	2,509	312	136
少数股东损益	65	-171	-161	-151
归属于母公司净利润	4,821	2,676	372	296
EBITDA	7,011	4,323	2,394	2,631
EPS (元)	0.69	0.36	0.05	0.04

主要财务比率

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.3%	4.8%	16.2%	19.5%
营业利润	18.6%	-53.2%	-86.6%	-56.4%
净利润	20.2%	-44.5%	-86.1%	-20.4%
获利能力				
毛利率	18.9%	17.8%	13.6%	12.9%
净利率	5.1%	2.7%	0.3%	0.2%
ROE	21.6%	9.4%	1.3%	1.0%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	61.5%	61.8%	64.4%	69.6%
净负债比率	4.86%	3.82%	11.25%	18.47%
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.0
速动比率	0.8	0.9	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	1.81	1.45	1.44	1.52
应收账款周转率	63.73	63.21	64.68	54.99
应付账款周转率	9.91	8.52	8.85	9.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.36	0.05	0.04
每股经营现金流	0.94	0.72	0.58	0.66
每股净资产	3.19	3.85	3.91	3.95
估值比率				
P/E	15.2	28.9	208.1	261.3
P/B	3.3	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA	12.6	22.0	42.8	42.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257