

战略转型逐步深入 检验效果尚需时日

投资要点：

近日我们调研了苏宁云商，同公司相关人员进行了交流。

- **战略转型期：**公司到9月份已经确定了转型为互联网零售商的战略，10月进入战略实施阶段，到春节前公司将工作重点放在调整组织架构，建设内部激励机制、创新机制以及制定2014年工作计划和预算方面上。
- **线下门店：**关闭低效率门店工作基本完成，公司计划明年新开门店100-120家，主要在二三线城市，一线城市将继续关闭剩余的低效率社区门店。2014年公司重点工作之一是塑造线下门店员工互联网思维，将线下门店改造为自身的优势而非包袱。
- **线上业务：**苏宁易购最大的问题是流量小，品类丰富度较低，目前公司日均流量在600-700万之间。苏宁易购后台系统正在升级，升级后客户体验或得以改善。明年公司将加大营销，提升平台价值。收购红孩子历时1年多，我们预期公司2014年或加大对投入力度。
- **开展新业务：**公司表示2013年开展的诸多新业务，如申请筹建银行、申请基金销售资格、申请虚拟运营商资格，整体投入并不大，主要目的是为零售业务服务，定位上并不会改变公司主业性质。
- **我们认为，**鉴于公司需重建组织体系，塑造员工互联网思维，适应o2o这一新商业模式，同时公司将不断加大新业务投入，增加业务成本，因此要走出低谷需要时间。从目前的经营情况看，或在6-9个月后我们将感受到公司的改变，也就是说明年3季度能够在报表上看到经营指标改善。
- **投资建议：**我们预测公司2013年、2014年、2014年每股收益分别为0.06元、0.07元、0.08元，公司正处于转型期，短期存在较大业绩压力，但公司战略逐步清晰、且具备较强的执行力，转型或将突破公司业绩方面的天花板，我们维持其“增持”评级。
- **风险提示：**终端消费低迷。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	98357.16	108192.88	121176.02	138140.67
增长率(%)	4.76	10.00	12.00	14.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2676.12	447.39	483.02	574.10
增长率(%)	-44.49	-83.28	7.96	18.86
毛利率%	17.76	14.90	14.70	14.50
净资产收益率(%)	9.40	1.55	1.65	1.94
EPS(元)	0.37	0.06	0.07	0.08
P/E(倍)	13.73	150	139	117
P/B(倍)	2	2	2	2

苏宁云商 (002024.SZ)

分析师：张丽华

执业证书编号：S0050510120019

Tel：010-59355982

Email：zhanglh@chinans.com.cn

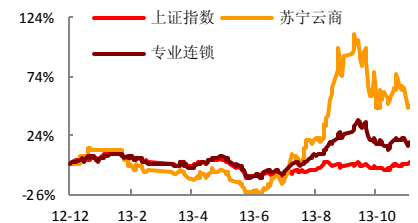
投资评级

调研日期：2013年12月20日
 本次评级：增持
 跟踪评级：维持
 目标价格：11.0

市场数据

市价(元) 9.43
 上市的流通A股(亿股) 49.46
 总股本(亿股) 73.83
 52周股价最高最低(元) 14.33-4.56
 上证指数/深证成指 2106.35/
 8096.37
 2012年股息率 0%

52周相对市场改变



相关研究

数据来源：民族证券

一、进入转型第二阶段

公司认为，苏宁正处于转型期，需要经历确定战略、路径设计、路径加以实施的过程。

目前苏宁已经确定了转型为互联网零售商的战略。

公司认为转型互联网零售商的核心环节在于：首先转变原来连锁店单一的营销模式，打造 O2O 的营销模式；其次开放平台，突破产品线丰富度问题，形成较好的产品链环境（对应之前的自营平台而言）；再者，苏宁客户管理体系、服务体系如何从基础性服务转换为以客户为中心的用户体验服务方式。

公司到今年 9 月份已经确定了战略方向，和实施路径，10 月开始进入了战略执行阶段。到春节前这一阶段公司重点工作是在调整组织架构、完善激励机制，并制定 2014 年经营计划及预算。

二、门店改造

公司 2012 年、2013 年进行了大规模的门店调整，低效率门店的改造工作已经基本完成。2014 年公司或新开门店 100-120 家左右，主要在二、三线城市，尤其是三线城市，一线城市将继续关闭剩余的低效率社区门店。

连锁门店将是 2014 年工作的重点，公司将着重于塑造连锁门店经营人员的互联网思维。从公司经营体系看，三大经营体系中的电子商务运营平台、采购产品管理运营平台的工作人员已经经历了互联网思维的锻炼，相比而言连锁门店运营体系的工作人员互联网思维依然薄弱，不利于公司发挥协同效应，不适应市场发展需要，无法达到公司战略转型的要求。

公司认为连锁门店在互联网时代，不应是包袱而应成为公司的优势，公司希望将线下门店与线上业务紧密结合，借助线下营销人员打通顾客进入互联网的障碍，借助连锁门店改善客户的购物体验。

三、线上业务

线上业务主要问题是依然是产品丰富度低、流量小。公司日均流量目前在 600-700 万左右，但是客户活跃度不够。公司 9 月份开放平台，目前已有 6000 余家商家入驻。

收购红孩子近 2 年，在母婴销售方面为公司贡献了十多亿的销售收入，但在商品品类方面依然欠缺，我们认为公司下一步或对红孩子有更多的力量投入。公司后台系统正在进行改造，系统升级后或提供更好的客户体验。公司的广告联盟，目的是将其从成本中心变为利润中心，有望提升苏宁易购的平台价值。

四、物流建设

在互联网时代，物流是电商的命脉，公司目前有 58 个仓储中心，部分租赁部分自有，三季度报披露截至 9 月 30 日，公司已在 16 个城市建成物流基地并投入使用，同时南昌、包头、贵阳、昆明、乌鲁木齐等 15 个物流基地在建，另外 12 个城市物流基地完成土地签约，其他项目已基本落实选址。到 2015 年公司计划拥有自有仓储中心 60 家，即在现有 58 家节点的基础上增加 2 个仓储中心，同时租赁的仓储中心逐渐为自建中心所替代。公司将设计更为稳妥地仓储流程，增加仓储中心的自动化水平，减少对人员的依赖，以满足销售规模增大后仓储需求。

除此之外，公司还将为了后续业务储备土地资源。

五、新业务开展

2013 年公司在业务开展方面除了实现线上线下同价、开放平台、物流基地建设外，还陆续开展了多个新业务，如申请了虚拟运营商资格、申请建立民营银行、申请销售基金资格等，另外公司收购了 PPTV，可谓在多个领域均有所斩获。

不过公司表示上述新业务的开展均是围绕零售主业而来，新业务投入不大，并不会成为公司的主业。公司收购 PPTV，主要是为了进入现代家庭。公司筹建民营银行是因为只有获取了银行牌照，才可以开展一系列的金融业务，如果获得银行牌照，公司或作为筹建股东之一开展银行业务，将来苏宁银行获将发展成便利银行、快捷银行等，届时凭借公司 1600 多家经营网点的基础，为公司的零售业务提供强有力的支撑。另外未来推出零钱宝业务（目前尚处于内部测试阶段）主要是为了增强客户黏性，增加客户的活跃度。

五、竞争对手分析

在传统渠道苏宁国美已经竞争多年。从 2013 年两家公司的经营指标上看，国美的同比数据似乎要好于苏宁，当然国美 2012 年基数较低是重要因素，另外一点苏宁 2013 年开始实行线上线下同价，定位互联网零售商，与国美在发展思路上不尽相同。

阿里系在电商领域地位目前而言还无人撼动，阿里的淘宝专注于 C2C，天猫专注于平台，与苏宁的经营模式存在一定差异。相比而言平台，京东的经营模式与苏宁有更大的相似性，或为公司在转型期间最大的竞争对手。

六、业绩改善尚需时日

我们认为，鉴于公司需重建组织体系，塑造员工互联网思维，适应 o2o 这一新商业模式，同时公司将不断加大新业务投入，增加业务成本，因此要走出低谷需要经历时间。从目前的经营情况看，或在 6-9 个月后投资者将感受到公司的改变，也就是说明年 3 季度投资者能够在报表上看到各项经营指标改善。

2013 年三季报中预测 2013 年归属于上市公司股东的净利润变动幅度为-90%- -70%，归属于上市公司股东的净利润为 2.68 亿元-8.03 亿元。我们认为公司 2013 年、2014 年、2015 年每股收益分别为 0.06 元、0.07 元、0.08 元，公司正处于战略转型期，现在已经进入了执行阶段，需要承受短期业绩压力，但公司管理层锐意进取，战略清晰，我们维持公司的“增持”评级。

财务预测

资产负债表

单位: 百万元

	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	53427.13	43858.41	47651.97	52705.89
现金	30067.37	-11791.26	-14768.62	-18559.56
应收账款	1361.22	4446.28	4979.84	5677.01
其它应收款	425.73	10374.66	11619.62	13246.37
预付账款	3104.87	1185.68	1327.96	1513.87
存货	17222.48	35315.34	39646.14	45302.57
其他	1245.46	4327.72	4847.04	5525.63
非流动资产	22734.37	24462.05	25011.76	25611.10
长期投资	574.28	574.28	574.28	574.28
固定资产	19632.97	19953.02	20243.07	20503.11
无形资产	1770.90	1770.90	1770.90	1770.90
其他	756.22	2163.86	2423.52	2762.81
资产总计	76161.50	68320.46	72663.73	78316.99
流动负债	41245.26	32210.30	35959.90	40853.22
短期借款	1752.49	1752.49	1752.49	1752.49
应付账款	34687.59	11351.36	12743.40	14561.54
其他	4805.18	19106.45	21464.00	24539.19
非流动负债	5804.71	6538.82	6841.63	7217.07
长期借款	4465.41	4512.04	4555.19	4591.34
其他	1339.31	2026.77	2286.44	2625.73
负债合计	47049.97	38749.12	42801.52	48070.29
少数股东权益	652.41	664.82	672.67	683.05
归属母公司股东权益	28459.13	28906.52	29189.54	29563.64
负债和股东权益	76161.50	68320.46	72663.73	78316.99

现金流量表

单位: 百万元

	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	5299.44	1422.53	1473.95	1630.52
净利润	2505.46	447.39	283.02	374.10
折旧摊销	972.47	1021.09	1072.15	1125.75
财务费用	-186.08	-120.95	36.29	39.91
投资损失	-12.51	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	52.18	75.00	82.50	90.75
投资活动现金流	-6136.46	-7363.75	-8836.50	-10603.80
资本支出	-6474.00	-7445.09	-8561.86	-9846.14
筹资活动现金流	8167.10	9800.52	11760.63	14112.75
短期借款	4718.75	0.00	0.00	0.00
长期借款	4465.41	4465.41	4465.41	4465.41
现金净增加额	7294.56	3859.30	4398.08	5139.47

数据来源: 贝格数据, 民族证

利润表

单位: 百万元

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	98357.16	108192.88	121176.02	138140.67
营业成本	80884.65	92072.14	103363.15	118110.27
营业税金及附	313.08	324.58	363.53	414.42
营业费用	11810.94	12929.05	14177.59	15886.18
管理费用	2350.11	2574.99	2847.64	3177.24
财务费用	-186.08	-120.95	36.29	39.91
资产减值损失	179.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	-3.826	0	0	0
投资净收益	12.51	0	0	0
营业利润	3013.60	413.07	387.83	512.65
营业外收支	228.00	200.00	200.00	200.00
利润总额	3241.60	613.07	587.83	712.65
所得税	736.14	153.27	96.96	128.16
净利润	2505.46	459.81	490.87	584.49
少数股东损益	-170.66	12.41	7.85	10.38
归属母公司净	2676.12	447.39	483.02	574.10
EPS (元)	0.37	0.06	0.07	0.08

主要财务比率

成长能力

营业收入	4.76%	10.00%	12.00%	14.00%
营业利润	-53.23%	-86.29%	-6.11%	32.18%
归属母公司净	-44.49%	-83.28%	7.96%	18.86%

获利能力

毛利率	17.76%	14.90%	14.70%	14.50%
净利率	2.55%	0.42%	0.41%	0.42%
ROE	9.40%	1.55%	1.65%	1.94%

偿债能力

资产负债率	61.78%	56.72%	58.90%	61.38%
流动比率	129.54%	136.16%	132.51%	129.01%
速动比率	87.78%	26.52%	22.26%	18.12%

每股指标(元)

每股收益	0.37	0.06	0.07	0.08
每股经营现金	0.72	0.19	0.20	0.22
每股净资产	3.94	4.01	4.04	4.10

估值比率

P/E	25	150	139	117
P/B	2	2	2	2

分析师简介

张丽华，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究所。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)