

2014年01月13日

苏宁云商 (002024.SZ)

公司快报

证券研究报告

连锁

推出余额理财产品“零钱宝”金融生态圈不断完善

■事件：公司下属子公司“易付宝”已获得中国证监会关于对易付宝基金销售结算资金账户备案无异议的函件（基金部函【2013】1086号），并于近期联合广发、汇添富基金公司推出了余额理财产品——“零钱宝”，在经过阶段性的试运行后，计划于1月15日正式上线运营。

■点评：

- 推出余额理财产品，提高消费者粘性。阿里支付宝在2012年获得基金支付牌照后于2013年6月推出余额宝，使得网购第三方支付平台，除了要具备支付、转账功能外，还要具备对账户中余额的理财功能。苏宁在2013年10月获得基金支付牌照后也开始联合基金公司积极打造余额理财产品，并于本月15日正式上线。随着“草根理财”的盛行，“零钱宝”的推出不仅可以提高“易付宝”现有客户的粘性，也将对“易付宝”客户规模的扩大起到推动的作用。
- 持续打造金融生态圈。此次，公司“零钱宝”的打造快于京东商城和腾讯，可见公司“云商”模式转型的执行力。同时，公司已获批的金融业务牌照涵盖第三方支付、小额贷款、保险销售代理、商业保理、基金支付结算等，此外还在积极申请基金销售业务牌照和民营银行。金融生态圈的打造持续，金融战略将充分利用在消费者、供应商及大数据上的优势，围绕商业闭环生态圈实现信息流、资金流和商品流的高效融合。
- 看好公司“云商”新模式，及“大数据、大物流、大金融”业务带来的毛利率企稳回升。

■投资建议：预计2013-2015年的净利增速为-78.8%、4.5%和20.6%，EPS为0.08、0.08和0.10元。基于“云商”新业务模式越发清晰，全渠道价值凸现，给予2014年0.8倍PS，12个月目标价13.87元，维持增持-A投资评级。

■风险提示：云商业务推进低于预期；线上线下同价毛利率持续下滑。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	93,888.6	98,357.2	110,393.8	127,962.1	143,783.7
净利润	4,820.6	2,676.1	567.2	592.6	714.5
每股收益(元)	0.65	0.36	0.08	0.08	0.10
每股净资产(元)	3.02	3.85	3.92	3.99	4.07
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	14.0	25.1	118.6	113.5	94.1
市净率(倍)	3.0	2.4	2.3	2.3	2.2
净利润率	5.1%	2.7%	0.5%	0.5%	0.5%
净资产收益率	21.2%	8.6%	1.9%	1.9%	2.3%
股息收益率	1.6%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%
ROIC	-324.0%	-496.2%	5.5%	-1.6%	0.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

增持-A

维持评级

12个月目标价

13.87元

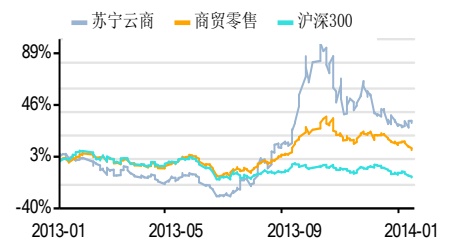
股价(2014-01-13)

9.11元

交易数据

总市值(百万元)	67,259.52
流通市值(百万元)	45,061.04
总股本(百万股)	7,383.04
流通股本(百万股)	4,946.33
12个月价格区间	4.94/13.99元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.50	-21.44	43.69
绝对收益	-8.35	-32.57	32.03

魏立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513010001
weili@essence.com.cn
021-68765206

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

全渠道布局完善 盈利改善 2013-12-16
可期

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	93,888.6	98,357.2	110,393.8	127,962.1	143,783.7	成长性					
减:营业成本	76,104.7	80,884.6	93,249.2	107,985.8	120,854.6	营业收入增长率	24.3%	4.8%	12.2%	15.9%	12.4%
营业税费	369.8	313.1	392.7	455.5	493.7	营业利润增长率	18.6%	-53.2%	-77.7%	-1.5%	18.3%
销售费用	9,367.3	11,810.9	14,240.9	16,493.8	19,011.5	净利润增长率	20.2%	-44.5%	-78.8%	4.5%	20.6%
管理费用	2,088.6	2,350.1	2,425.9	3,042.9	3,372.2	EBITDA 增长率	22.3%	-45.2%	-77.9%	-12.0%	3.6%
财务费用	-403.2	-186.1	-637.4	-722.9	-819.0	EBIT 增长率	19.1%	-53.2%	-98.8%	-271.9%	-41.5%
资产减值损失	69.5	179.5	108.3	119.1	135.7	NOPLAT 增长率	18.3%	-52.1%	-98.8%	-271.9%	-41.5%
加:公允价值变动收益	-	-3.8	-	-	-	投资资本增长率	-68.7%	-208.8%	488.9%	-240.3%	-20.6%
投资和汇兑收益	152.2	12.5	58.4	74.4	48.4	净资产增长率	22.2%	26.4%	1.7%	1.6%	1.9%
营业利润	6,444.1	3,013.6	672.6	662.3	783.6	利润率					
加:营业外净收支	29.1	228.0	75.7	111.0	138.2	毛利率	18.9%	17.8%	15.5%	15.6%	15.9%
利润总额	6,473.2	3,241.6	748.4	773.2	921.8	营业利润率	6.9%	3.1%	0.6%	0.5%	0.5%
减:所得税	1,587.2	736.1	187.1	193.3	230.5	净利润率	5.1%	2.7%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润	4,820.6	2,676.1	567.2	592.6	714.5	EBITDA/营业收入	7.0%	3.7%	0.7%	0.5%	0.5%
						EBIT/营业收入	6.4%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	22	29	27	22	18
货币资金	22,740.1	30,067.4	25,513.6	33,141.8	33,314.3	流动营业资本周转天数	-42	-54	-49	-50	-51
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	149	177	161	156	157
应收帐款	2,224.2	1,696.2	2,694.6	2,657.6	3,163.7	应收帐款周转天数	8	7	7	8	7
应收票据	7.3	3.0	9.2	4.4	11.0	存货周转天数	44	56	47	50	51
预付帐款	3,643.2	3,104.9	3,944.4	4,799.5	4,868.7	总资产周转天数	199	249	232	215	210
存货	13,426.7	17,222.5	11,825.8	23,858.3	17,268.1	投资资本周转天数	-4	0	5	-2	-9
其他流动资产	1,383.9	1,333.2	1,180.7	1,299.3	1,271.1	投资回报率					
可供出售金融资产	1.8	1.0	0.9	1.2	1.0	ROE	21.2%	8.6%	1.9%	1.9%	2.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	3.3%	0.8%	0.7%	0.9%
长期股权投资	554.8	574.3	574.3	574.3	574.3	ROIC	-324.0%	-496.2%	5.5%	-1.6%	0.7%
投资性房地产	684.4	1,270.2	1,270.2	1,270.2	1,270.2	费用率					
固定资产	7,347.5	8,579.3	8,027.2	7,475.1	6,923.0	销售费用率	10.0%	12.0%	12.9%	12.9%	13.2%
在建工程	1,251.5	2,478.1	3,404.5	4,330.9	4,794.1	管理费用率	2.2%	2.4%	2.2%	2.4%	2.3%
无形资产	4,462.2	6,082.0	5,870.4	5,658.8	5,447.3	财务费用率	-0.4%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.8%	14.2%	14.5%	14.7%	15.0%
资产总额	59,786.5	76,161.5	66,086.2	86,957.3	81,027.6	偿债能力					
短期债务	1,665.7	1,752.5	-	-	-	资产负债率	61.5%	61.8%	55.2%	65.4%	62.2%
应付帐款	11,269.8	13,804.7	10,893.8	19,091.6	15,253.2	负债权益比	159.6%	161.6%	123.2%	189.1%	164.3%
应付票据	20,617.6	24,229.9	21,423.3	32,661.6	29,574.4	流动比率	1.22	1.30	1.33	1.22	1.29
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.84	0.88	0.98	0.78	0.92
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-14.98	-15.19	-0.06	0.08	0.04
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	36,755.9	47,050.0	36,483.3	56,879.2	50,375.6	DPS(元)	0.14	0.05	0.01	0.01	0.02
少数股东权益	702.2	652.4	646.4	633.8	610.6	分红比率	21.8%	13.8%	17.7%	17.7%	16.4%
股本	6,996.2	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	股息收益率	1.6%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%
留存收益	15,317.4	21,106.5	21,573.5	22,061.2	22,658.4						
股东权益	23,030.5	29,111.5	29,603.0	30,078.1	30,652.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.65	0.36	0.08	0.08	0.10
净利润	4,886.0	2,505.5	567.2	592.6	714.5	BVPS(元)	3.02	3.85	3.92	3.99	4.07
加:折旧和摊销	972.5	1,417.9	763.7	763.7	763.7	PE(X)	14.0	25.1	118.6	113.5	94.1
资产减值准备	69.5	179.5	-	-	-	PB(X)	3.0	2.4	2.3	2.3	2.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	12.9	10.8	-10.4	8.6	122.8
财务费用	11.6	92.9	-637.4	-722.9	-819.0	P/S	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
投资损失	-152.2	-12.5	-58.4	-74.4	-48.4	EV/EBITDA	5.5	5.9	51.5	48.2	46.8
少数股东损益	65.4	-170.7	-6.0	-12.6	-23.2	CAGR(%)	-50.9%	-34.9%	-48.5%	-50.9%	-34.9%
营运资金的变动	1,051.5	-750.3	-203.7	6,828.6	-1,352.6	PEG	-0.3	-0.7	-2.4	-2.2	-2.7
经营活动产生现金流量	6,588.5	5,299.4	425.4	7,375.0	-765.0	ROIC/WACC	-26.4	-40.4	0.4	-0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-5,990.4	-6,136.5	-867.9	-852.3	-414.6	REP	3.1	-1.1	32.4	65.2	-198.3
融资活动产生现金流量	679.4	8,167.1	-4,111.3	1,105.5	1,352.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

魏立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

