

阵痛凸现 转型之路道阻且长

苏宁云商
 (002024.SZ)

投资要点：

- 2013 年年报显示，公司实现营业收入 1052.92 亿元，较上年同期增长 7.05%；经营利润 1.84 亿元，较上年同期下降 93.90%；归属于上市公司股东净利润为 3.72 亿元，较上年同期下降 86.11%；归属于上市公司股东净利润扣除非经常性损益后为 3.07 亿元，较上年同期下降 87.80%；每股收益为 0.05 元。
- 毛利率下滑：2013 年主营业务毛利率为 14.39%，较上年同期下降 2.54%，主要是由于：加大互联网业务投入，3C 产品占比大，拉低毛利率；6 月推出线上线下同价策略，拉下线下毛利率水平；积极的价格策略，大规模促销。
- 期间费用率略增：互联网业务发展、供应链体系建设等加大投入，提高了公司运营成本，2013 年期间费用率 14.82%，相比 2012 年增长 0.41 个百分点。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率增长分别为 0.08%、0.28%、0.05%。
- 门店加大调整力度：大陆地区，新进 6 个地级以上城市，19 个县级城市，新开店面 97 家，其中二三级市场开发力度持续加大，新开店数量占比达到 72.16%；继续贯彻旗舰店策略，同时调整关闭门店 176 家。截至 2013 年底，公司在大陆地区已进入 277 个地级以上城市，拥有连锁店面 1585 家，其中常规店 1495 家，县镇店 76 家，乐购仕店 12 家，红孩子店面 2 家，连锁店面积合计 667.49 万平方米。公司可比店面销售收入同比增加 6.36%。2013 年底，公司在香港地区新开店面 3 家，关闭店面 4 家；在日本市场新开店面 2 家，关闭店面 1 家，海外市场发展相对稳固。
- 线上业务持续深化：2013 年，公司通过在组织管理、品类丰富度、用户体验等方面持续深化，线上业务实现销售收入 218.90 亿元（含税），同比增长 43.86%，另据统计，“红孩子”母婴、化妆品等销售收入（2013 年一季度）及开放平台业务、商旅、充值、彩票、团购等虚拟产品代售业务规模合计约为 42 亿元（含税，均未纳入苏宁合并利润表销售收入）。
- 物流服务能力提升：物流基地方面，截至 2013 年底，公司共计在全国 19 个城市物流基地投入使用，同时长春、福州等 17 个城市物流基地在建，另外 22 个城市物流基地落实选址，完成土地签约。物流体系建设方面，公司已经取得了覆盖全国 164 个城市的国内快递业务资质，并于 2014 年初取得国际快递经营业务许可资质，加快国内、国际快递业务发展，提高最后一公里配送效率。
- 金融体系逐步深入：2013 年，公司成立金融事业部，积极申请相关资质，支付方面，获得了基金销售支付结算业务的许可，开发并试运营“零钱宝”产品；供应链金融方面，苏宁小贷公司运作逐步步入正轨，筹建商业保理公司；此外，公司还申请成立保险销售代理公司，进一步丰富了面向消费者、合作伙伴、企业商户的金融产品。
- 分季度看数据表现欠佳：2013 年一至四季度营业收入同比增速分别为 20.14%、15.40%、-2.50%、-2.99%，营业利润增速分别为 -53.96%、-70.89%、-137.80%、-452.18%；归属于上市公司股东净利润增速分别为 -48.19%、-69.99%、-118.11%、-178.28%。其

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

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	8

市场数据

市价(元)	7.21
上市的流通 A 股(亿股)	49.41
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	2041.71/7165.57
2013 年股息率	0%

52 周相对市场改变



相关研究

中营业收入三、四季度连续负增长，而归属于上市公司股东净利润截至 2013 年底，连续 9 个季度负增长，且增速放大明显。

- 2014 年计划：2013 年公司明确了“一体两翼”的互联网零售发展路径。2014 年公司将推进公司全渠道、全品类、前后台能力建设。连锁门店方面计划关闭/置换门店 150-160 家，新开店 200 家。连锁门店升级，形成互联网时代门店的标准；互联网平台上将提升 UI，打造 3C、母婴、超市三个重要频道，丰富品类；加大特色营销；加快移动互联网建设；借助 PPTV，发展家庭互联网。
- 盈利预测与投资评级：行业竞争加剧，而公司目前处于转型关键期，中短期内必须承担转型带来的各种压力，我们预测 2014 年、2015 年、2016 年每股收益分别为 0.02 元、0.04 元、0.06 元，维持其“增持”评级。
- 风险提示：转型速度低于预期。

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5716.59	111609.76	118306.35	125404.73
增长率(%)	20.57	6.00	6.00	6.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	376.01	113.70	328.80	457.54
增长率(%)	29.44	-69.42	189.19	39.15
毛利率%	17.38	15.30	15.50	15.65
净资产收益率(%)	16.63	0.40	1.15	1.59
EPS(元)	0.67	0.02	0.04	0.06
P/E(倍)	13.73	468	162	116
P/B(倍)	2.34	2	2	2

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表

单位：百万元

	2013	2014E	2015E	2016E	单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	53502.46	43626.00	45586.63	47832.32	营业收入	105292.23	111609.76	118306.35	125404.73
现金	27668.36	20296.51	20896.26	21691.44	营业成本	89279.06	94533.47	99968.86	105778.89
应收账款	738.36	611.56	648.25	687.15	营业税金及附	329.94	334.83	354.92	376.21
其它应收款	1221.95	1223.12	1296.51	1374.30	营业费用	12739.71	13527.10	14362.39	15249.22
预付账款	4121.16	4280.92	4537.78	4810.04	管理费用	2805.67	3035.79	3241.59	3448.63
存货	18258.36	15539.75	16433.24	17388.31	财务费用	-149.09	-156.54	-164.37	-172.59
其他	1494.28	1674.15	1774.60	1881.07	资产减值损失	219.94	223.22	236.61	250.81
非流动资产	28749.21	28536.36	28899.89	29235.43	公允价值变动	82.99	0	0	0
长期投资	2107.35	2107.35	2107.35	2107.35	投资净收益	33.92	40	40	40
固定资产	23745.94	24065.98	24356.03	24616.07	营业利润	183.90	151.90	346.34	513.56
无形资产	1764.98	1804.98	1844.98	1884.98	营业外收支	-39.52	0.00	0.00	0.00
其他	1130.94	558.05	591.53	627.02	利润总额	144.39	151.90	346.34	513.56
资产总计	82251.67	72162.36	74486.52	77067.74	所得税	40.08	37.97	17.43	55.69
流动负债	43414.38	32470.73	34288.90	36175.80	净利润	104.30	113.92	328.91	457.87
短期借款	1109.89	1109.89	1109.89	1109.89	少数股东损益	-267.47	0.23	0.10	0.33
应付账款	35767.34	11654.81	12324.93	13041.23	归属母公司净	371.77	113.70	328.80	457.54
其他	6537.15	19706.02	20854.08	22024.68	EPS (元)	0.05	0.02	0.04	0.06
非流动负债	10134.38	10874.81	11328.50	11855.76	主要财务比率				
长期借款	8539.76	8586.40	8629.55	8724.03					
其他	1594.62	2288.40	2698.95	3131.72	成长能力				
负债合计	53548.76	43345.53	45617.39	48031.56	营业收入	7.05%	6.00%	6.00%	6.00%
少数股东权益	333.65	333.88	333.98	334.32	营业利润	-93.90%	-17.40%	128.01%	48.28%
归属母公司股东权益	28369.26	28482.95	28535.14	28701.87	归属母公司净	-86.11%	-69.42%	189.19%	39.15%
负债和股东权益	82251.67	72162.36	74486.52	77067.74	获利能力				

现金流量表

单位：百万元

	2013	2014E	2015E	2016E	毛利率	15.21%	15.30%	15.50%	15.65%
经营活动现金流	2238.48	1480.95	1493.56	1686.29	净利率	0.10%	0.10%	0.28%	0.37%
净利润	104.30	113.70	52.19	166.73	ROE	1.31%	0.40%	1.15%	1.59%
折旧摊销	1417.90	1488.80	1563.24	1641.40	偿债能力				
财务费用	-149.09	-156.54	-164.37	-172.59	资产负债率	65.22%	60.19%	61.36%	62.44%
投资损失	-33.92	-40.00	-40.00	-40.00	流动比率	122.91%	133.92%	132.53%	131.83%
营运资金变动	52.18	75.00	82.50	90.75	速动比率	80.85%	86.06%	84.61%	83.76%
投资活动现金流	-10048.43	-11053.27	-12158.60	-13374.46	每股指标(元)				
资本支出	-5530.87	-6360.50	-7314.57	-8411.76	每股收益	0.05	0.02	0.04	0.06
筹资活动现金流	2874.17	3449.01	4138.81	4966.57	每股经营现金	0.30	0.20	0.20	0.23
短期借款	3674.11	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.87	3.88	3.89	3.91
长期借款	8539.76	8539.76	8539.76	8539.76	估值比率				
现金净增加额	-5125.63	-6123.31	-6526.23	-6721.60	P/E	144	468	162	116
					P/B	2	2	2	2

数据来源：贝格数据，民族证券

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。
单击此处输入文字。

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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	说明
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形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号盈科大观A座40层(100101)