



持有

4% ↑

目标价格: 人民币 7.50

原目标价格: 人民币 10.00

002024.CH

价格: 人民币 7.21

目标价格基础: 分部估值法

板块评级: 中立

苏宁云商

业绩符合预期, 创新转型期利润承压

苏宁云商发布年报: 2013年公司实现营业收入1,052.92亿元, 同比增长7.05%; 归属母公司净利润3.72亿元, 折合每股收益0.05元, 同比下降86.11%。公司业绩符合之前业绩快报情况, 也符合我们之前预期。公司扣非后净利润为3.07亿元, 同比下降87.80%。我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.01、0.02和0.02元, 未来三年复合增长率为-26.31%, 我们将目标价下调至7.50元。公司目前以互联网零售为主体, 打造O2O的全渠道经营, 未来蓝图初步明朗, 但鉴于公司目前仍处于颠覆式的变革和创新转型期, 同时线上易购收入规模增速未见明显高速增长, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- **实体店3、4季度同店增速呈下滑趋势:** 实体店方面, 公司全年新开连锁店97家, 同时调整关闭部分低效门店共176家, 报告期末, 公司大陆地区共计拥有连锁店1,585家。公司全年同店增速为6.36%, 受宏观复苏放缓、渠道竞争激烈因素影响, 公司3、4季度的同店增速呈不断下滑趋势(2013年1-3季度公司同店增速为8.45%, 较2013年上半年增速11.03%略有下降)。目前地产销售低迷, 我们预计公司1季度销售不容乐观。
- **易购全年销售低于预期:** 易购方面, 全年实现销售收入218.90亿元(含税, “红孩子”母婴、化妆品销售收入自2季度起并入公司合并范围), 同比增长43.86%, 低于我们之前全年250亿销售规模的总体预期。其中4季度单季实现收入57.18亿元, 略高于3季度的55.59亿元。我们认为目前公司线上业务发展速度较慢, 同时随着京东与腾讯战略合作深入, 将对公司未来移动端的发展带来巨大挑战。
- **4季度经营数据逊于3季度:** 从单季度拆分看, 2013年4季度公司营业收入251.49亿元, 同比降低2.99%, 增速低于3季度的15.40%; 归属于母公司的净利润亏损2.54亿元, 同比降低178.28%, 降幅高于3季度的69.99%。扣非后净利润亏损3.04亿元, 同比降低254.58%, 降幅高于3季度的71.63%。公司4季度经营数据差于3季度。
- **毛利率同比下降256个百分点, 期间费用率同比增加0.41个百分点:** 毛利率方面, 2013年公司综合毛利率为15.21%, 较去年同期同比下降2.56个百分点, 主要是由于公司线上线下同价所致, 但符合公司线上线下结合O2O的长期战略规划。期间费用率方面, 2013年公司期间费用率同比增加0.41个百分点至14.62%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别提高0.09、0.28、0.05个百分点至12.10%、2.66%和-0.14%。公司管理费用率上升, 主要是由于为有效推进互联网战略转型, 加大苏宁易购专业人才、日常运营人员的引进以及IT研发投入所致。

评级面临的主要风险

- 网购增速低于预期, 行业整体复苏受宏观经济影响低于预期。

估值

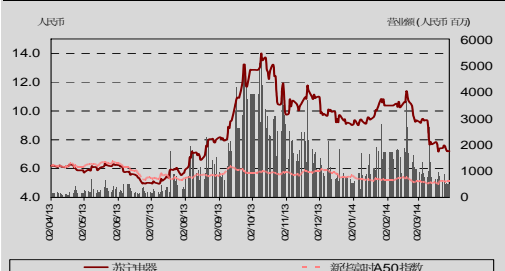
- 我们预测公司2014-2016年每股收益分别为0.01、0.02和0.02元, 未来三年复合增长率为-26.31%, 我们将目标价由10.00元下调至7.50元, 维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	98,357	105,292	114,148	122,448	126,967
变动(%)	4.8	7.1	8.4	7.3	3.7
净利润(人民币 百万)	2,676	372	59	126	148
全面摊薄每股收益(人民币)	5.117	0.050	0.008	0.017	0.020
变动(%)	(44.5)	(86.1)	(84.1)	113.8	17.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.072	0.060	0.104
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.055	0.046	-
调整幅度(%)	-	-	(85.5)	(62.8)	-
核心每股收益(人民币)	5.117	0.050	0.008	0.017	0.020
变动(%)	(44.5)	(86.1)	(84.1)	113.8	17.6
全面摊薄市盈率(倍)	1.4	143.2	901.6	421.7	358.6
核心市盈率(倍)	1.4	143.2	901.6	421.7	358.6
每股现金流量(人民币)	0.72	0.30	0.21	0.16	0.26
价格/每股现金流量(倍)	10.0	23.8	34.8	43.7	27.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.6	(704.3)	(338.8)	228.4	79.4
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.2)	(22.9)	(21.6)	13.4
相对新华富时 A50 指数	(13.3)	(23.3)	(15.8)	30.6

发行股数(百万)	7,383.04
流通股(%)	66.92
流通股市值(人民币 百万)	35,623
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,219
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
张近东	26.44

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

图表 1.2013 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动(%)
营业收入	98,357.16	105,292.23	7.05
-营业税及附加	313.08	329.94	5.39
净营业收入	98,044.08	104,962.29	7.06
营业成本	80,884.65	89,279.06	10.38
销售费用	11,810.94	12,739.71	7.86
管理费用	2,350.11	2,805.67	19.38
营业利润	3,013.60	183.90	(93.90)
非经常性项目	161.03	65.05	(59.61)
经常性投资收益	0.00	(5.88)	
净财务费用	(186.08)	(149.09)	(19.88)
利润总额	3,241.60	144.39	(95.55)
所得税	736.14	40.08	(94.55)
少数股东损益	(170.66)	(267.47)	56.73
归属母公司股东净利润	2,676.12	371.77	(86.11)
扣除非经常性损益的净利润	2515.09	306.73	(87.80)
每股收益(元)	0.362	0.050	(86.11)
扣非后每股收益(元)	0.341	0.042	(87.80)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	17.76	15.21	
经营利润率	3.06	0.17	
净利润率	2.72	0.35	
扣非后净利率	2.56	0.29	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	98,357	105,292	114,148	122,448	126,967
销售成本	(80,885)	(89,279)	(97,874)	(104,875)	(108,724)
经营费用	(14,649)	(15,977)	(16,684)	(17,812)	(18,167)
息税折旧前利润	4,432	1,800	(61)	356	709
折旧及摊销	1,418	1,616	332	655	978
经营利润 (息税前利润)	3,014	184	(393)	(300)	(269)
净利息收入/(费用)	558	546	(102)	(560)	(943)
税前利润	3,242	144	(193)	(100)	(69)
所得税	(736)	(40)	52	26	17
少数股东权益	171	267	200	200	200
净利润	2,676	372	59	126	148
核心净利润	2,676	372	59	126	148
每股收益(人民币)	5.117	0.050	0.008	0.017	0.020
核心每股收益(人民币)	5.117	0.050	0.008	0.017	0.020
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	4.8	7.1	8.4	7.3	3.7
息税前利润增长(%)	n.a.	(59.4)	(103.4)	(683.0)	99.3
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(93.9)	(313.8)	(23.8)	(10.3)
每股收益增长(%)	n.a.	(99.0)	(84.1)	113.8	17.6
核心每股收益增长(%)	n.a.	(99.0)	(84.1)	113.8	17.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	3,242	144	(193)	(100)	(69)
折旧与摊销	1,418	1,616	332	655	978
净利息费用	(93)	(202)	17	(60)	(343)
运营资本变动	(12,182)	(10,088)	(9,237)	(3,816)	1,261
税金	(736)	(40)	52	26	17
其他经营现金流	12,005	10,358	10,726	4,473	(538)
经营活动产生的现金流	5,299	2,238	1,528	1,217	1,928
购买固定资产净值	0	0	(6,000)	(6,000)	(6,000)
投资减少/增加	587	2,172	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	(6,723)	(12,221)	3,453	30	30
投资活动产生的现金流	(6,136)	(10,048)	(2,550)	(5,973)	(5,973)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	594	8,000	0	0
支付股息	(1,049)	(369)	0	0	0
其他融资现金流	8,659	2,104	(4,286)	7,308	6,072
融资活动产生的现金流	8,167	2,874	3,611	6,748	5,129
现金变动	7,330	(4,936)	2,589	1,992	1,084
期初现金	30,067	24,806	27,395	29,388	30,472
公司自由现金流	(186)	(7,030)	(1,029)	(4,756)	(4,045)
权益自由现金流	(279)	(6,670)	6,875	(5,316)	(4,988)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	30,067	24,806	27,395	29,388	30,472
应收帐款	1,273	672	2,294	2,461	2,552
库存	17,222	18,258	19,495	20,895	21,665
其他流动资产	36,205	35,244	36,186	39,383	40,816
流动资产总计	53,427	53,502	55,681	60,278	62,481
固定资产	8,579	10,750	16,669	22,242	27,472
无形资产	6,040	6,723	6,562	6,398	6,238
其他长期资产	8,115	11,276	10,369	10,475	10,520
长期资产总计	22,734	28,749	33,601	39,114	44,230
总资产	76,162	82,252	89,282	99,392	106,711
应付帐款	10,458	10,531	10,766	11,536	11,960
短期债务	1,752	1,110	411	7,054	12,436
其他流动负债	29,035	31,773	35,267	37,872	39,346
流动负债总计	41,245	43,414	46,444	56,462	63,742
长期借款	0	594	8,594	8,594	8,594
其他长期负债	5,805	9,541	5,686	5,852	5,943
股本	7,383	7,383	7,383	7,383	7,383
储备	21,107	21,106	21,166	21,292	21,440
股东权益	28,490	28,490	28,549	28,675	28,823
少数股东权益	(171)	(267)	(200)	(200)	(200)
总负债及权益	76,162	82,252	89,282	99,392	106,711
每股帐面价值(人民币)	3.85	3.84	3.85	3.87	3.89
每股有形资产(人民币)	3.01	2.87	2.90	2.94	2.99
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.79)	(0.74)	(0.53)	(0.33)	(0.18)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.3	1.6	(0.1)	0.3	0.8
息税前利润率(%)	2.9	0.0	(0.4)	(0.2)	0.1
税前利润率(%)	3.3	0.1	(0.2)	(0.1)	(0.1)
净利率(%)	2.7	0.4	0.1	0.1	0.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
利息覆盖率(倍)	(5.1)	(0.1)	(4.0)	(0.4)	0.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	1.4	143.2	901.6	421.7	358.6
核心业务市盈率(倍)	1.4	143.2	901.6	421.7	358.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	1.8	178.7	1125.4	526.3	447.6
市净率(倍)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
价格/现金流(倍)	10.0	23.8	34.8	43.7	27.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.6	(704.3)	(338.8)	228.4	79.4
周转率					
存货周转天数	63.9	63.3	62.3	62.3	62.3
应收帐款周转天数	4.7	2.3	7.3	7.3	7.3
应付帐款周转天数	47.2	43.1	40.2	40.2	40.2
回报率					
股息支付率(%)	14.7	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	9.4	1.3	0.2	0.4	0.5
资产收益率(%)	3.5	0.5	0.1	0.1	0.1
已运用资本收益率(%)	6.0	0.1	(0.7)	(0.4)	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371