

苏宁云商 (002024)

推荐

行业：专业连锁

员工持股计划激励中高层，为转型护航

公司公告 2014 年员工持股计划：设立安信-苏宁众承定向资产管理计划，通过二级市场购买等持有公司股票；资金总额不超过 5.5 亿元，涉及员工不超过 1200 人。我们认为，该计划将进一步完善公司的激励机制、优化公司治理结构、提升公司凝聚力，巩固公司转型期间所需的人才团队。

投资要点：

- ◆ **实际控制人张近东为员工持股计划“背书”**：张近东拟以其持有的部分苏宁云商股票向安信证券申请质押融资取得资金，向员工持股计划提供借款支持，借款部分与自筹资金部分的比例为 3:1。以持股计划总额上限 5.5 亿元、抵押融资额为质押股权市值的 6 成、公告前收盘价 7.68 元测算，则张近东需质押约 8952 万股，占公司总股本的 1.2%，占张近东直接持股的 4.59%。
- ◆ **此次员工持股计划涉及员工范围广，以中高层管理人员为主；总持股占比小，预计增持过程对股价影响较小**：1、参加对象不超过 1200 人，包括：公司董、监、高；正经理级部门负责人及以上岗位人员；正经理级及以上店长人员；正经理级及以上信息技术员；公司认可的有特殊贡献的其他员工。2、涉及的股票数量约为 7161 万股，约占公司股本总额的 0.97%，预计增持过程对股价影响较小。3、存续期 30 个月，锁定期 12 个月。
- ◆ **维持“推荐”评级**：公司目前处于转型的关键时期，员工持股计划有利于完善激励机制、稳定人才团队，增强公司的“互联网基因”。当前，公司亟需整合旗下各项业务、推进开放平台下的资源共享、提升客户的线上购物体验，以求缩小与阿里、京东电商的差距。预计公司 2014-16 年营业收入分别为 995、1093 和 1228 亿元，同比增长-6%、10%和 12%；归属净利润分别为-12.45、-8.65 和 0.85 亿元，EPS 分别为-0.17、-0.12 和 0.01 元。给予 2014 年 0.59 倍 PS，目标价为 7.96 元。
- ◆ **风险提示**：1、持股计划员工认购率低于预期；2、京东、阿里上市进一步挤压易购生存空间

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	105292	99501	109252	122800
收入同比(%)	7%	-6%	10%	12%
归属母公司净利润	372	-1245	-865	85
净利润同比(%)	-86%	-435%	-170%	-90%
毛利率(%)	15.2%	14.6%	15.2%	15.4%
ROE(%)	1.3%	-4.6%	-3.3%	0.3%
每股收益(元)	0.05	-0.17	-0.12	0.01
P/E	152.52	-45.55	-65.53	669.60
P/B	2.00	2.08	2.15	2.14
EV/EBITDA	21	-31	-62	50

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 7.96

当前股价： 7.68

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	7,383
流通股本(百万股)	4,941
总市值(亿元)	567
流通市值(亿元)	379
成交量(百万股)	118.41
成交额(百万元)	903.30

股价表现



相关报告

《苏宁云商：二季度收入环比上升，未来持续关注转型效果》2014-09-02

《苏宁云商：确定战略，明确布局，不为短期业绩悲喜-2013年3季报点评暨电话会议纪要》2013-10-31

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	53502	48872	52483	58647
现金	24806	18886	19930	22371
应收账款	671	4378	4807	5403
其它应收款	1222	498	546	614
预付账款	4121	4249	4632	5194
存货	18258	18694	20382	22855
其他	4424	2167	2185	2209
非流动资产	28749	27878	27031	26137
长期投资	2107	600	600	600
固定资产	10750	12006	12155	11766
无形资产	6723	6730	6730	6730
其他	9169	8542	7545	7041
资产总计	82252	76751	79514	84784
流动负债	43414	44006	47567	52758
短期借款	1110	180	150	100
应付账款	10531	11047	12044	13505
其他	31773	32779	35373	39153
非流动负债	10134	5064	5064	5064
长期借款	594	594	594	594
其他	9541	4470	4470	4470
负债合计	53549	49070	52631	57822
少数股东权益	334	430	497	491
股本	7383	7383	7383	7383
资本公积	4681	4681	4681	4681
留存收益	16426	15185	14319	14404
归属母公司股东权益	28369	27251	26385	26471
负债和股东权益	82252	76751	79514	84784

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2238	-5417	866	2281
净利润	104	-1148	-798	78
折旧摊销	1616	764	858	904
财务费用	-149	-196	-201	-209
投资损失	-34	-35	-30	-26
营运资金变动	542	-2205	1038	1532
其它	159	-2597	-1	1
投资活动现金流	-10048	3852	6	1
资本支出	4761	0	0	0
长期投资	-5078	-789	0	0
其他	-10365	3064	6	1
筹资活动现金流	2874	-4355	171	159
短期借款	-643	-930	-30	-50
长期借款	594	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他	2921	-3425	201	209
现金净增加额	-5126	-5920	1043	2441

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	105292	99501	109252	122800
营业成本	89279	84974	92646	103888
营业税金及附加	330	328	361	405
营业费用	12740	12856	14181	15043
管理费用	2806	2965	3267	3500
财务费用	-149	-196	-201	-209
资产减值损失	220	320	250	190
公允价值变动收益	83	2	-1	1
投资净收益	34	35	30	26
营业利润	184	-1708	-1221	9
营业外收入	161	300	300	300
营业外支出	201	200	200	200
利润总额	144	-1608	-1121	109
所得税	40	-460	-323	31
净利润	104	-1148	-798	78
少数股东损益	-267	97	67	-7
归属母公司净利润	372	-1245	-865	85
EBITDA	1651	-1140	-565	704
EPS (元)	0.05	-0.17	-0.12	0.01

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	7.1%	-5.5%	9.8%	12.4%
营业利润	-94%	-1029	-171%	-99%
归属于母公司净利润	-86%	-435%	-170%	-90%
获利能力				
毛利率	15.2%	14.6%	15.2%	15.4%
净利率	0.4%	-1.3%	-0.8%	0.1%
ROE	1.3%	-4.6%	-3.3%	0.3%
ROIC	0.3%	-14.0%	-12.9%	-2.6%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	63.9%	66.2%	68.2%
净负债比率	3.28%	1.66%	1.49%	1.27%
流动比率	1.23	1.11	1.10	1.11
速动比率	0.81	0.69	0.67	0.68
营运能力				
总资产周转率	1.33	1.25	1.40	1.49
应收账款周转率	104	39	24	24
应付账款周转率	8.51	7.88	8.02	8.13
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	-0.17	-0.12	0.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	-0.73	0.12	0.31
每股净资产(最新摊薄)	3.84	3.69	3.57	3.59
估值比率				
P/E	152.52	-45.55	-65.53	669.60
P/B	2.00	2.08	2.15	2.14
EV/EBITDA	21	-31	-62	50

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2/4

相关报告

报告日期	报告标题
2014-09-02	《苏宁云商：二季度收入环比上升，未来持续关注转型效果》
2013-10-31	《苏宁云商：确定战略，明确布局，不为短期业绩悲喜-2013年3季报点评暨电话会议纪要》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳：中投证券商贸零售、奢侈品分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：苏宁云商、新华都、农产品、欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434