

证券研究报告

平安商贸零售

中性 (维持)

证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

徐 问

投资咨询资格编号
S1060513050003
0755-22622625
xuwen007@pingan.com.cn

研究助理

王 晴

一般从业资格编号
S1060114080032
0755-22628888-101020
Wangqing944@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

苏宁云商 (002024)

电商战略调整，物流价值突出

事项：苏宁云商三季度显示线上及线下业务均有明显起色，因此近期我们就相关问题调研了公司。相比前几年，公司现在的电商战略更加聚焦和务实，此外公司的物流价值突出，重估价值巨大。

平安观点：公司虽然较早转型电商、且凭借在 3C 家电领域的资源迅速实现线上规模放量，但公司在电商领域的积淀与销售规模并不匹配。过度追求线上规模带来的资源消耗巨大，很快使公司面临盈利和现金流压力。公司去年以来再次进行调整，重新开始重视线下的盈利和现金流，线上业务也更加聚焦品类，并通过创新资本运作盘活存量资产缓解压力。我们认为四季度公司线上线下仍有望保持较好增长，并带来交易型机会，而公司物流资产的价值巨大，有望逐渐被投资者认识并重估，成为中长期投资机会。

■ 3Q 线上线下收入均有大幅改善

公司 3Q 单季收入增长 15.88%，虽然仍然亏损，但单季-1.09%的扣非后净利率水平是过去 4 个季度中最好表现。线下业务收入增长 12.1% 是公司近三年来最好的单季表现，同店增长达到 4.1%；投资者最为关注的易购平台单季度实现含税收入 73.17 亿元，同样是历史最好表现，我们了解的改善原因包括：1、3Q 转化率明显提升，页面访问深度提升；2、3Q 公司加大了广告投放，尤其是针对社交行为的营销加强；3、借用 818 促销活动推出的“大聚会、闪拍”等产品；4、后台技术支持下增加 SKU；5、物流改善。

■ 重新评估线下业务，重视盈利和现金流

线下 3C 和家电销售虽然持续受到电商冲击，但仍然是公司盈利和现金流的重要来源。公司过去几年为了保证线上增长，将大量线下资源导向线上（包括著名的“线上线下同价策略”），打乱了线下经营节奏。从 2012 年至今的 11 个季度中，线下收入有 6 个季度负增长，13/1-3Q14 线下收入增速分别为 1.44%/0.03%，而老对手国美这两年收入增速则为 17.95%/7.74%。公司今年重新评估线下业务经营思路，更注重提高单店质量和盈利，关闭改善效果不明显的门店，不再盲目为线上导流，为去店面的人群提供更好的服务。今年年中起开始对门店放权后，效果已经开始体现。

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	105,292	107,609	111,375	115,830
YoY(%)	7.1	2.2	3.5	4.0
净利润 (百万元)	372	-1,117	-1,190	-1,297
YoY(%)	-86.1	-400.6	-6.5	-9.0
毛利率(%)	15.2	14.8	15.0	15.1
净利率(%)	0.4	-1.0	-1.1	-1.1
ROE(%)	1.3	-4.1	-4.5	-5.2
EPS(摊薄/元)	0.05	-0.15	-0.16	-0.18
P/E(倍)	157.1	-52.3	-49.1	-45.0
P/B(倍)	2.1	2.1	2.2	2.3

■ 完成后台架构重建，IT 技术水平改善

除了企业基因、管理层决策等战略因素之外，公司在供应链技术和人才储备的缺乏一直是过去几年制约线上发展的因素。公司去年年底停止与 IBM 合作并上线自己开发的后台系统实现架构重建；另外 IT 人员大幅增加了资深员工数量，目前技术团队 3000 人中有一半是资深人员，而前几年大多数 IT 人员为刚毕业的大学生。我们认为公司目前在供应链技术积累应已实现一定突破，这对于公司拓展 SKU、提升运营效率、实现物流协同、增强开放平台对商家吸引力都有很大帮助。此外，公司与硅谷团队合作，在数据服务和公有云建设这块也有一定成效，明年二季度公司的公有云服务将上线。

■ 线上业务聚焦品类，未来重点为消费信贷和供应链金融

随着供应链能力的提升，公司未来在线上业务将聚焦于 3C 家电、家居、日用产品等标准化产品为主的品类，这些品类与公司已有体系更匹配，而将非标准的百货等放在开放平台，此外伴随着数据积累，接下来公司将拓展消费信贷及供应链金融业务。目前已经与欧洲一些技术团队合作开发消费者信用分析模型，未来也将成立专业的金融公司，开展小贷、保理业务。

■ 在用基地面积 320 万平，物流价值巨大

我们今年以来对苏宁的关注点在于公司在物流仓储的持续投入，应该拥有了较大体量的物流仓储资源。截止 3Q2014，公司在全国 23 个城市物流基地投入运营，同时在苏州、乌鲁木齐、昆明等 13 个城市物流基地在建，另外 24 个城市物流基地落实选址，完成土地签约储备。我们统计了公司最近四年报表当中在物流的资本开支达 47.24 亿元，如果按照不同级别城市的行业常规拿地成本进行测算，则公司的仓储面积也达到近 170 万平方米，但从此次调研了解的信息，公司拿地体量大成本远低于我们此前的假设，公司目前在用基地面积就已达 320 万平。

公司在 10 月中旬公告了将旗下 11 家自有物业门店以售后反租的形式出售给中信金石基金，拟转让价格 40.11 亿元。公司同时提及后续可能继续尝试类似资产创新模式，包括门店及物流资产的处置等。我们统计的公司自有门店共 45 家（含上述 11 家门店），物流资产显然体量更为庞大。如果后续公司继续实施创新资产运作，即等同于对物业资产的重估，有望带来长期投资机会。

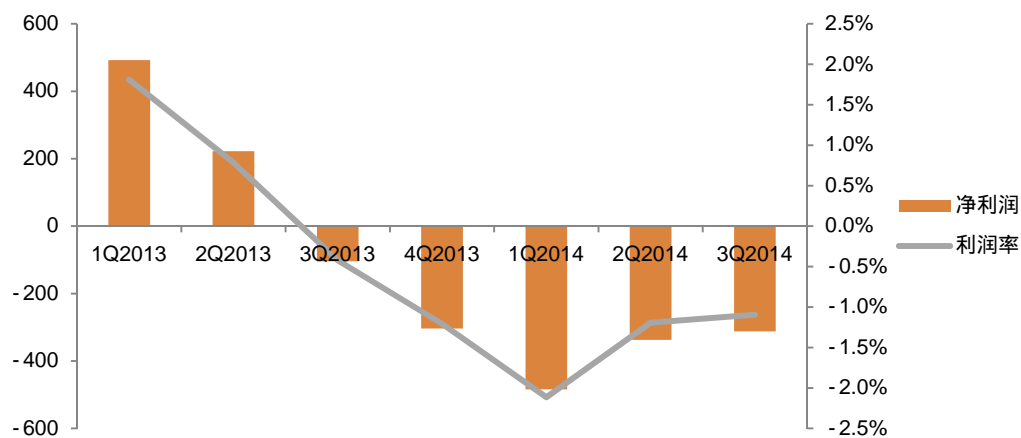
■ 上调收入及盈利预测，14-16 年 EPS=-0.15/-0.16/-0.18，维持中性评级不变

考虑到公司线下业务的盈利能力加强、线上业务的收入超预期，我们上调了公司 14-16 年的收入假设以及盈利预测，预计 14-16 年 EPS=-0.15/-0.16/-0.18。由于 11 家门店处置带来的一次性收益受审批流程等因素影响能否在 2014 年确认存在不确定性，因此上述盈利预测并未考虑此因素，但可以确定的是门店处置对税后利润影响约 13 亿元或 EPS=0.176，将对 2014 或 2015 年报表产生积极影响。

我们认为在走了不少弯路之后，公司的电商战略已经较为务实、在供应链技术、人才、品牌商方面也有了一定的积淀。但考虑到行业目前竞争格局趋稳、竞争对手多数实现上市融资，公司未来的发展仍然面临不小压力，所以我们维持公司“中性”评级不变。

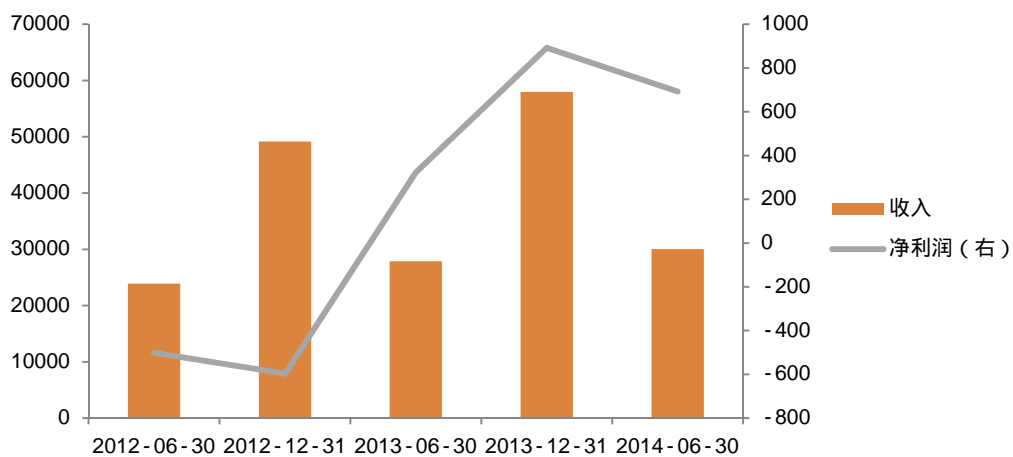
■ **风险提示：**消费复苏低于预期；网购对传统实体门店冲击加速；后台供应链建设滞缓；传统供零关系变化，可能导致公司现金流紧张。

图1 苏宁净利润与利润率情况 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图2 国美营收与业绩情况 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	53,502	55,118	51,279	49,838	营业收入	105,292	107,609	111,375	115,830
现金	24,806	26,902	22,275	20,849	营业成本	89,279	91,683	94,680	98,386
应收账款	671	2,131	2,205	2,293	营业税金及附加	330	430	445	463
其它应收款	1,222	1,566	1,621	1,685	营业费用	12,740	13,752	14,211	14,791
预付账款	4,121	3,667	3,787	3,935	管理费用	2,806	3,067	3,174	3,185
存货	18,258	16,495	17,034	16,717	财务费用	-149	244	505	766
其他	4,424	4,357	4,357	4,357	资产减值损失	220	-26	3	3
非流动资产	28,749	33,012	36,931	40,784	公允价值变动收益	83	-60	-40	-40
长期投资	2,107	2,107	2,107	2,107	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	10,750	13,773	17,599	21,125	营业利润	101	-1,542	-1,644	-1,765
无形资产	6,812	7,103	7,343	7,534	营业外收入	161	200	200	200
其他	9,081	10,029	9,882	10,017	营业外支出	201	180	180	180
资产总计	82,252	88,130	88,211	90,622	利润总额	144	-1,582	-1,664	-1,785
流动负债	43,471	58,567	60,136	64,169	所得税	40	-285	-166	-143
短期借款	1,110	10,028	9,606	18,204	净利润	21	-1,237	-1,458	-1,602
应付账款	10,531	11,919	12,782	11,806	少数股东损益	-267	-279	-298	-324
其他	31,829	36,620	37,748	34,159	归属于母公司净利	372	-1,117	-1,190	-1,297
非流动负债	10,078	2,132	2,132	2,132	EBITDA	1,422	609	922	1,422
长期借款	594	594	594	594	EPS (元)	0.05	-0.15	-0.16	-0.18
其他	9,484	1,538	1,538	1,538					
负债合计	53,549	60,699	62,268	66,301					
少数股东权益	334	54	-243	-568	主要财务比率				
股本	7,383	7,383	7,383	7,383	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	4,681	4,681	4,681	4,681	成长能力				
留存收益	16,430	15,312	14,122	12,825	营业收入(%)	7.1	2.2	3.5	4.0
归属母公司股东权益	28,703	27,430	25,943	24,321	营业利润(%)	-96.7	-1627.5	-6.6	-7.3
负债和股东权益	82,252	88,130	88,211	90,622	净利润(%)	-86.1	-400.6	-6.5	-9.0
					获利能力				
					毛利率(%)	15.2	14.8	15.0	15.1
					净利率(%)	0.4	-1.0	-1.1	-1.1
					ROE(%)	1.3	-4.1	-4.5	-5.2
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.1	68.9	70.6	73.2
					净负债比率(%)	3.28	17.59	16.47	28.43
					流动比率	1.2	0.9	0.9	0.8
					速动比率	0.8	0.7	0.6	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	1.33	1.26	1.26	1.30
					应收账款周转率	108.46	76.82	51.37	51.50
					应付账款周转率	8.51	8.17	7.67	8.00
					每股指标(元)				
					每股收益	0.05	-0.15	-0.16	-0.18
					每股经营现金流	0.30	0.92	0.24	-0.47
					每股净资产	3.84	3.71	3.55	3.37
					估值比率				
					P/E	157.1	-52.3	-49.1	-45.0
					P/B	2.1	2.1	2.2	2.3
					EV/EBITDA	61.5	153.0	107.5	73.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2,238	6,813	1,765	-3,459
净利润	2,505	-1,117	-1,190	-1,297
折旧摊销	2,505	-1,117	-1,190	-1,297
财务费用	93	244	505	766
投资损失	-13	0	0	0
营运资金变动	-4,395	6,685	1,200	-4,552
其它	1,542	2,119	2,440	2,922
投资活动现金流	-10,048	-5,445	-5,464	-5,799
资本支出	-7,000	-5,285	-5,324	-5,659
长期投资减少	-1,762	-100	-100	-100
其他	-18,810	-10,830	-10,888	-11,557
筹资活动现金流	2,874	728	-928	7,832
短期借款增加	87	8,918	-423	8,598
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	387	0	0	0
资本公积增加	4,162	0	0	0
其他	-1,762	-8,190	-505	-766
现金净增加额	-4,936	2,096	-4,627	-1,426

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	