

2015年03月04日

苏宁云商 (002024.SZ)

牵手舜天足球 力拓足球产业

■ **牵手国信舜天足球俱乐部，体育概念再发酵。** 3月3日，江苏国信舜天足球俱乐部宣布，苏宁签约成为俱乐部15年主赞助商，易购 logo 将在舜天球衣胸前展现。苏宁继收购 PPTV、与巴塞罗那俱乐部达成合作协议后，本次与江苏舜天携手，正式进军中超联赛，体育概念再发酵。

■ **俱乐部赛事成绩优异，球员丰富。** 舜天足球俱乐部隶属于江苏舜天国际集团，球队足球赛事成绩优异：12年获得亚冠参赛资格，13年获得中国足球协会超级杯冠军，14年中超联赛排名第8位，14年获得中国足协杯亚军。目前拥有陆博飞、邓卓翔、孙可等优秀球员，13年11月聘请高洪波为舜天队主教练，赛事成绩有望再进步，新赛季目标保6争3。

■ **抢先布局体育产业，分享产业爆发红利。** 第一、借力 PPTV，涉足体育赛事版权；第二、携手巴塞罗那俱乐部，推广校园足球；第三、赞助舜天俱乐部，持续推进体育布局。

■ **自上而下推进转型有序落地。** 苏宁转型过程中，对外积极在体育产业、数字营销、金融等领域布局，对内推进自上而下改革落地：第一、管理模式改革，细化责任带动全员工作积极性；第二、业务部门细拆，责任落实个人；第三、力推员工持股，推动转型落地。

■ **维持盈利预测，维持买入-A 评级。** 再次强调关注苏宁体育产业布局 (PPTV、舜天、巴塞罗那)，受益政策红利，公司影响有望再提升。我们预计 15-17 年 EPS 为 0.13 元、0.16 元、0.20 元，对应 PE 为 92 倍、74 倍、60 倍。

■ **风险提示：转型进程或将不达预期。**

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357.2	105,292.2	109,115.9	119,725.0	134,329.0
净利润	2,676.1	371.8	881.1	987.0	1,211.0
每股收益(元)	0.36	0.05	0.12	0.13	0.16
每股净资产(元)	3.85	3.84	4.34	4.48	4.65
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	32.4	233.6	97.3	89.9	73.0
市净率(倍)	3.0	3.0	2.7	2.6	2.5
净利润率	2.7%	0.4%	0.8%	0.8%	0.9%
净资产收益率	8.6%	0.4%	2.2%	2.6%	3.0%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-496.3%	5.2%	-22.4%	-17.4%	-231.7%

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。

公司快报

证券研究报告

连锁

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

14.80 元

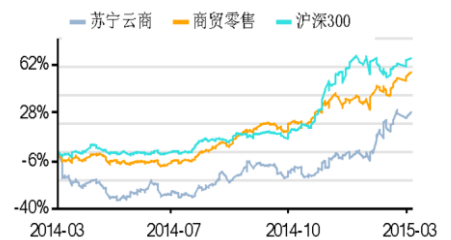
股价 (2015-03-03)

11.90 元

交易数据

总市值 (百万元)	87,858.21
流通市值 (百万元)	58,794.50
总股本 (百万股)	7,383.04
流通股本 (百万股)	4,940.71
12 个月价格区间	6.19/12.22 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.70	18.73	-31.22
绝对收益	4.75	36.94	28.93

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

季度销售增速环比改善有望持续，看好苏宁 2015 转型落地年	2015-03-02
苏宁云商——季度亏损持续收窄，基本面触底改善	2015-02-02
苏宁云商——中长期经营拐点已至，挖掘 PPTV 体育赛事运营	2015-01-27

牵手国信舜天足球俱乐部，体育概念再发酵。3月3日，江苏国信舜天足球俱乐部宣布，苏宁签约成为俱乐部15年主赞助商，易购logo将在舜天球衣胸前展现。苏宁继收购PPTV、与巴塞罗那俱乐部达成合作协议后，本次与江苏舜天携手，正式进军中超联赛，体育概念再发酵。

俱乐部赛事成绩优异，球员丰富。舜天足球俱乐部隶属于江苏舜天国际集团，球队足球赛事成绩优异：12年获得亚冠参赛资格，13年获得中国足球协会超级杯冠军，14年中超联赛排名第8位，14年获得中国足协杯亚军。目前拥有陆博飞、邓卓翔、孙可等优秀球员，13年11月聘请高洪波为舜天队主教练，赛事成绩有望再进步，新赛季目标保6争3。

抢先布局体育产业，分享产业爆发红利。14年10月国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》指出，力争到2025年，体育产业总规模超5万亿，将体育产业提升到推动经济社会持续发展高度，产业重要性再提高。对此，苏宁积极推进体育产业布局：**第一、借力PPTV，涉足体育赛事版权。**13年10月收购PPTV46.8%股权，PPTV目前拥有包括英超、中超、意甲、德甲、CBA、中网、F1等常规赛事以及奥运会、欧洲杯等超级赛事转播版权，观众基础广阔，15年将筹备全国学生足球联赛、马拉松等赛事，观众影响力再提升；**第二、携手巴塞罗那俱乐部，推广校园足球。**2014年，苏宁与西班牙豪门俱乐部巴塞罗那达成合作协议，选拔优秀青年飞赴西班牙学习和交流，从人才端推广校园足球。此外，凭借合作协议，梅西、内马尔等球星现身苏宁广告。**第三、赞助舜天俱乐部，持续推进体育布局。**苏宁和舜天本次合作除基础赞助外，双方还将在商业运营、球队和粉丝建设、青训梯队培养等方面进行市场层面深度合作，未来或将全盘接手舜天。

自上而下推进转型有序落地。苏宁转型过程中，对外积极在体育产业、数字营销、金融等领域布局，对内推进自上而下改革落地：**第一、管理模式改革，细化责任带动全员工作积极性。**推动金字塔式管理结构向开放平台式转变，将管理部门变为管理平台，实现管理规则透明化；**第二、业务部门细拆，责任落实个人。**首先完成部门公司化，超市等部门独设公司，未来逐渐建立最小经营单位利润中心，单品牌就是单独利润中心，细化员工责任目标，鼓励员工成为平台上创业者，根据KPI测算实际奖励水平；**第三、力推员工持股，推动转型落地。**14年9月推行员工持股计划，覆盖各业务体系、技术开发体系、职能管理体系中高层人员，公司业绩绑定员工利益，改善公司治理，推动公司战略转型落地。我们预期，伴随公司未来将管理理念规则化后，转型速度或将再提升。

维持盈利预测，维持买入-A评级。处于转型期的苏宁，持续完善门店布局，伴随推广社区服务站模式，全渠道经营模式日益完备，易购影响力不断增强，线上收入反转，业绩拐点显现，未来叠加超市业务线下、线上双向推广，业绩增长确定性强；再次强调关注苏宁体育产业布局（PPTV、舜天、巴塞罗那），受益政策红利，公司影响有望再提升。我们预计15-17年EPS为0.13元、0.16元、0.20元，对应PE为92倍、74倍、60倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月01日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357.2	105,292.2	109,115.9	119,725.0	134,329.0	成长性					
减:营业成本	80,884.6	89,279.1	95,625.7	105,670.0	119,512.0	营业收入增长率	4.8%	7.1%	3.6%	9.7%	12.2%
营业税费	313.1	329.9	302.0	320.0	327.0	营业利润增长率	-53.2%	-93.9%	-971.6%	22.5%	37.4%
销售费用	11,810.9	12,739.7	12,730.0	12,865.0	13,354.0	净利润增长率	-44.5%	-86.1%	137.0%	12.0%	22.7%
管理费用	2,350.1	2,805.7	2,411.0	2,294.0	2,087.0	EBITDA 增长率	-45.2%	-69.2%	-164.1%	-46.5%	-127.0%
财务费用	-186.1	-149.1	-120.0	-150.0	-130.0	EBIT 增长率	-53.2%	-98.8%	-5,050.6	-19.2%	-34.8%
资产减值损失	179.5	219.9	-204.0	3.0	5.0	NOPLAT 增长率	-52.1%	-98.9%	-5,476.9	-11.4%	-15.5%
加:公允价值变动收益	-3.8	83.0	26.0	35.0	48.0	投资资本增长率	-208.8%	1,158.2	13.7%	-93.6%	224.8%
投资和汇兑收益	12.5	33.9	-	-	-	净资产增长率	26.4%	-1.4%	12.1%	2.8%	3.2%
营业利润	3,013.6	183.9	-1,602.8	-1,242.0	-778.0	利润率					
加:营业外净收支	227.9	-39.5	2,548.9	2,521.0	2,513.0	毛利率	17.8%	15.2%	12.4%	11.7%	11.0%
利润总额	3,241.6	144.4	946.1	1,279.0	1,735.0	营业利润率	3.1%	0.2%	-1.5%	-1.0%	-0.6%
减:所得税	736.1	40.1	254.0	431.0	723.0	净利润率	2.7%	0.4%	0.8%	0.8%	0.9%
净利润	2,676.1	371.8	881.1	987.0	1,211.0	EBITDA/营业收入	3.7%	1.1%	-0.7%	-0.3%	0.1%
						EBIT/营业收入	2.9%	0.0%	-1.6%	-1.2%	-0.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	29	33	34	29	24
货币资金	30,067.4	24,806.3	25,096.7	28,876.0	30,895.7	流动营业资本周转天数	-54	-56	-53	-57	-57
交易性金融资产	-	2,862.1	2,919.3	2,977.7	3,037.3	流动资产周转天数	177	183	174	175	172
应收帐款	1,696.2	1,893.0	2,465.6	2,077.3	2,937.6	应收帐款周转天数	7	6	7	7	7
应收票据	3.0	0.6	11.5	1.8	13.1	存货周转天数	56	61	57	60	61
预付帐款	3,104.9	4,121.2	3,794.5	4,911.5	4,895.1	总资产周转天数	248	271	271	265	254
存货	17,222.5	18,258.4	16,076.5	23,913.7	21,295.0	投资资本周转天数	0	11	21	11	2
其他流动资产	1,333.1	1,560.9	1,425.9	1,440.0	1,475.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1.0	268.0	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	8.6%	0.4%	2.2%	2.6%	3.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	0.1%	0.8%	0.9%	1.1%
长期股权投资	574.3	2,107.3	2,107.3	2,107.3	2,107.3	ROIC	-496.3%	5.2%	-22.4%	-17.4%	-231.7%
投资性房地产	1,270.2	1,014.7	1,014.7	1,014.7	1,014.7	费用率					
固定资产	8,579.3	10,749.6	10,085.6	9,421.6	8,757.6	销售费用率	12.0%	12.1%	11.7%	10.7%	9.9%
在建工程	2,478.1	3,939.9	4,866.3	5,792.7	6,255.9	管理费用率	2.4%	2.7%	2.2%	1.9%	1.6%
无形资产	6,082.0	6,811.7	6,464.9	6,118.1	5,771.3	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.2%	14.6%	13.8%	12.5%	11.4%
资产总额	76,161.5	82,251.7	81,924.5	94,424.7	94,170.5	偿债能力					
短期债务	1,752.5	1,109.9	3,974.0	-	1,469.1	资产负债率	61.8%	65.1%	60.7%	65.0%	63.7%
应付帐款	13,804.7	15,462.7	13,097.5	19,889.2	17,504.8	负债权益比	161.6%	186.6%	154.7%	185.5%	175.8%
应付票据	24,229.9	25,235.8	24,712.7	32,730.7	31,805.8	流动比率	1.30	1.23	1.19	1.18	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.88	0.81	0.82	0.74	0.82
长期借款	-	593.8	697.3	-	106.0	利息保障倍数	-15.19	-0.23	14.36	9.28	6.98
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	47,050.0	53,548.8	49,758.1	61,351.9	60,026.1	DPS(元)	0.05	-	-	-	-
少数股东权益	652.4	333.6	144.6	5.6	-193.4	分红比率	13.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,106.6	21,106.4	24,638.8	25,684.2	26,954.8						
股东权益	29,111.5	28,702.9	32,166.4	33,072.8	34,144.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2,505.5	104.3	881.1	987.0	1,211.0	EPS(元)	0.36	0.05	0.12	0.13	0.16
加:折旧和摊销	1,417.9	1,616.1	1,010.8	1,010.8	1,010.8	BVPS(元)	3.85	3.84	4.34	4.48	4.65
资产减值准备	179.5	219.9	-	-	-	PE(X)	32.4	233.6	97.3	89.9	73.0
公允价值变动损失	-	-83.0	26.0	35.0	48.0	PB(X)	3.0	3.0	2.7	2.6	2.5
财务费用	92.9	201.9	-120.0	-150.0	-130.0	P/FCF	13.9	-48.7	-116.8	21.2	40.3
投资损失	-12.5	-33.9	-	-	-	P/S	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	-170.7	-267.5	-189.0	-139.0	-199.0	EV/EBITDA	5.9	39.9	-85.8	-140.6	518.6
营运资金的变动	-750.3	1,014.0	268.9	6,211.4	-1,411.9	CAGR(%)	-30.3%	113.3%	-47.9%	-30.3%	113.3%
经营活动产生现金流量	5,299.4	2,238.5	1,877.8	7,955.2	528.9	PEG	-1.1	2.1	-2.0	-3.0	0.6
投资活动产生现金流量	-6,136.5	-10,048.4	-3,656.4	-1,076.3	-628.4	ROIC/WACC	-56.0	0.6	-2.5	-2.0	-26.2
融资活动产生现金流量	8,167.1	2,874.2	2,069.0	-3,099.6	2,119.2	REP	-0.8	12.5	-3.5	-62.4	-1.4

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

张龙声明, 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	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	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

