



**谨慎
买入**

18% ↑

目标价格:人民币 15.50

原目标价格:人民币 11.50

原评级:持有

002024.CH

价格:人民币 13.19

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, 公司仍处于转型期

公司发布2014年度业绩, 2014年公司实现营业收入1,089.25亿元, 同比增长3.45%; 归属母公司净利润86,692万元, 折合每股收益0.12元, 同比增长133.19%。公司业绩符合之前业绩快报。公司业绩大幅增长, 主要是由于报告期内公司实施完成以部分门店物业为标的资产开展的相关创新型资产运作模式, 该交易实现税后净利润约为19.77亿元, 增厚每股收益约0.268元。公司扣非后净利润为亏损12.52亿元, 同比下降508.25%。我们将目标价格上调至15.50元, 评级上调至**谨慎买入**。

支撑评级的要点

- **剔除物业出售收益后, 四季度利润仍为亏损, 但减亏明显:** 从单季度拆分看, 2014年4季度公司营业收入292.51亿元, 同比增长16.31%, 增速高于3季度的15.90%; 归属于母公司的净利润190,817万元, 剔除物业收益后, 4季度净利润为亏损6,883万元。公司14年4季度净利润虽然仍为亏损, 但与3季度(亏损2.86亿元)和13年4季度(亏损2.54亿元)业绩相比, 环比和同比经营数据都有改善。
- **易购四季度自营收入环比有所下滑:** 实体店方面, 公司新开各类店面120家, 调整、关闭各类门店115家, 截至年末大陆地区合计门店1,650家。全年可比门店收入同比下滑3.96%, 较前三季度的-4.79%进一步收窄。线上业务方面, 公司全年实现线上平台实体商品交易总规模为257.91亿元(含税)。其中自营225.99亿元(含税), 较2013年的218.90亿元同比增长3.24%; 开放平台商品交易规模为31.92亿元(含税)。从单季度看, 4季度易购自营部分实现含税收入70亿元, 同比增长22%, 环比下滑4.33%; 4季度开放平台实现商品交易规模为14.5亿元(含税)。我们认为4季度为电商收入旺季(双11、双12等电商大节), 公司易购的自营收入却环比有所下滑, 低于我们预期。目前电商行业仍处于跑马圈地阶段, 获得市场份额为首要因素, 因此需要密切关注未来苏宁物流体系建成后的发力情况。
- **公司预计2015年1季度净利润亏损3-3.5亿, 线上平台交易总规模超过90%:** 公司预计15年1季度线上平台实体商品交易总规模同比增长超过90%, 我们认为高增长主要是由于14年1季度的低基数以及开放平台的增量所致(14年1季度线上业务实现含税营收33亿元, 同比大幅下降26.65%), 按同比增长90%计算, 15年1季度交易规模仅为62.7亿元, 低于14年4季度的70亿元。公司预计15年1季度全渠道销售规模(包含线上线下自营及开放平台)同比增长30%, 我们认为高增长主要是由于: 1) 线上增速较高; 2) 14年1季度收入规模基数较低, 为228.69亿, 同比下滑15.93%。由于公司仍处于O2O模式转型的投入期, 同时PPTV投入较大, 经营亏损, 公司预计2015年1季度归属于上市公司股东的净利润亏损30,000万元至35,000万元。

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

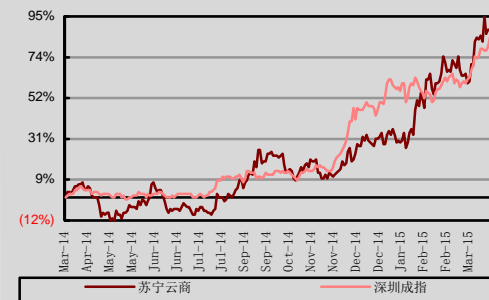
- 我们预计公司2015-17年每股收益分别为-0.16、-0.10、0.01元, 将目标价由11.50元上调至15.50元。虽然苏宁4季度单季度的利润减亏明显, 但4季度易购销售收入环比下滑, 公司仍处于艰难的转型期, 考虑到房地产政策的放松, 有利于家电连锁行业销售端回暖, 上调至**谨慎买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	105,292	108,925	114,549	121,538	130,133
变动(%)	7	3	5	6	7
净利润(人民币 百万)	372	867	(1,150)	(735)	35
全面摊薄每股收益(人民币)	0.050	0.117	(0.156)	(0.100)	0.005
变动(%)	(86.1)	133.2	(232.6)	(36.1)	(104.8)
市场预期每股收益(人民币)			(0.014)	0.048	n.a
原先预测摊薄每股收益(人民币)			(0.017)	(0.020)	n.a
调整幅度(%)			817.6	400.0	n.a
全面摊薄市盈率(倍)	261.9	112.3	(84.7)	(132.5)	2,780.6
价格/每股现金流量(倍)	43.5	(70.5)	(379.5)	179.2	43.5
每股现金流量(人民币)	0.30	(0.19)	(0.03)	0.07	0.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.0	222.4	(54.3)	(171.6)	78.2
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	40.9	12.9	41.8	82.9
相对深证成指	26.4	0.7	19.7	(1.2)

发行股数(百万)	7,383
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	65,168
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,551
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
张近东	26

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年3月30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

商业贸易: 专业零售

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2013	2014	同比变化(%)
营业收入	105,292.23	108,925.30	3.45
-营业税及附加	329.94	357.16	8.25
净营业收入	104,962.29	108,568.14	3.44
营业成本	89,279.06	92,284.57	3.37
销售费用	12,739.71	14,105.03	10.72
管理费用	2,805.67	3,356.57	19.64
营业利润	183.90	(1,458.93)	(893.32)
非经常性项目	65.05	2,119.13	3,157.94
经常性投资收益	(5.88)	(235.23)	3,903.95
净财务费用	(149.09)	66.77	(144.79)
利润总额	144.39	972.61	573.62
所得税	40.08	148.58	270.67
少数股东损益	(267.47)	(42.88)	(83.97)
归属母公司股东净利润	371.77	866.92	133.19
扣除非经常性损益的净利润	306.73	(1,252.21)	(508.25)
每股收益(元)	0.05	0.12	133.19
扣非后每股收益(元)	0.04	(0.17)	(508.25)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	15.21	15.28	
经营利润率	0.17	(1.34)	
净利润率	0.35	0.80	
扣非后净利率	0.29	(1.15)	

资料来源: 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	105,292	108,925	114,549	121,538	130,133
销售成本	(89,279)	(92,285)	(96,940)	(102,711)	(109,73)
经营费用	(14,361)	(16,291)	(19,116)	(19,337)	(19,223)
息税折旧前利润	1,652	350	(1,507)	(510)	1,172
折旧及摊销	(1,616)	(1,726)	(335)	(649)	(965)
经营利润(息税前利润)	36	(1,376)	(1,842)	(1,159)	207
净利息收入/(费用)	579	517	(266)	(304)	(626)
其他收益/(损失)	(2,053)	299	(15)	50	(166)
税前利润	144	973	(1,849)	(1,264)	(220)
所得税	(40)	(149)	499	329	55
少数股东权益	267	43	200	200	200
净利润	372	867	(1,150)	(735)	35
核心净利润	411	(1,565)	(1,350)	(935)	(165)
每股收益(人民币)	0.050	0.117	(0.156)	(0.100)	0.005
核心每股收益(人民币)	0.056	(0.212)	(0.183)	(0.127)	(0.022)
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	7	3	5	6	7
息税前利润增长(%)	(99)	(3,941)	34	(37)	(118)
息税折旧前利润增长(%)	(61)	(79)	(530)	(66)	(330)
每股收益增长(%)	(86)	133	(233)	(36)	(105)
核心每股收益增长(%)	(83)	(480)	(14)	(31)	(82)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	144	973	(1,849)	(1,264)	(220)
折旧与摊销	1,616	1,726	335	649	965
净利息费用	202	189	207	304	626
运营资本变动	(10,088)	(8,531)	(7,607)	(1,319)	3,884
税金	40	149	(499)	(329)	(55)
其他经营现金流	10,324	4,113	9,158	2,501	(2,962)
经营活动产生的现金流	2,238	(1,381)	(257)	543	2,238
购买固定资产净值	0	0	(6,000)	(6,000)	(6,000)
投资减少/增加	2,172	1,740	(261)	(3)	(3)
其他投资现金流	(12,221)	(3,747)	6,994	30	30
投资活动产生的现金流	(10,048)	(2,007)	734	(5,973)	(5,973)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	594	320	8,000	0	0
支付股息	(369)	0	(369)	0	0
其他融资现金流	2,649	308	(2,891)	7,107	5,798
融资活动产生的现金流	2,874	629	4,740	7,107	5,798
现金变动	(4,936)	(2,760)	5,217	1,677	2,063
期初现金	24,806	22,274	27,492	29,169	31,232
公司自由现金流	(7,030)	(2,683)	418	(5,430)	(3,735)
权益自由现金流	(6,670)	(2,745)	8,151	(6,233)	(4,961)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	24,806	22,274	27,492	29,169	31,232
应收帐款	671	536	2,291	2,431	2,603
库存	18,258	16,039	19,308	20,462	21,868
其他流动资产	6,905	9,154	8,228	9,098	9,527
流动资产总计	53,502	50,647	57,318	61,240	65,389
固定资产	10,750	12,155	17,908	23,361	28,510
无形资产	7,143	7,477	7,309	7,137	6,971
其他长期资产	10,111	10,741	6,770	9,559	9,786
长期资产总计	29,135	32,038	32,687	40,757	45,967
总资产	82,638	82,685	90,005	101,997	111,356
应付帐款	10,531	8,427	10,663	11,298	12,071
短期债务	1,110	1,837	3,109	10,380	16,632
其他流动负债	31,683	31,716	35,939	38,243	40,570
流动负债总计	43,324	41,980	49,711	59,921	69,273
长期借款	594	914	8,914	8,914	8,914
其他长期负债	9,897	10,265	3,572	6,289	6,461
股本	7,383	7,383	7,383	7,383	7,383
储备	21,106	21,966	20,447	19,712	19,747
股东权益	28,490	29,349	27,830	27,095	27,130
少数股东权益	334	178	(22)	(222)	(422)
总负债及权益	82,638	82,685	90,005	101,997	111,356
每股帐面价值(人民币)	3.86	3.98	3.77	3.67	3.67
每股有形资产(人民币)	2.89	2.96	2.78	2.70	2.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.13)	(2.64)	(2.10)	(1.34)	(0.77)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.6	0.3	(1.3)	(0.4)	0.9
息税前利润率(%)	0.0	(1.3)	(1.6)	(1.0)	0.2
税前利润率(%)	0.1	0.9	(1.6)	(1.0)	(0.2)
净利率(%)	0.4	0.8	(1.0)	(0.6)	0.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.0	0.9
利息覆盖率(倍)	0.2	(3.6)	(6.9)	(1.4)	0.2
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)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	261.9	112.3	(84.7)	(132.5)	2,780.6
核心业务市盈率(倍)	236.8	(62.2)	(72.1)	(104.1)	(590.3)
目标价对应核心业务市盈率(倍)	281.8	(74.1)	(85.9)	(124.0)	(702.6)
市净率(倍)	3.4	3.3	3.5	3.6	3.6
价格/现金流(倍)	43.5	(70.5)	(379.5)	179.2	43.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.0	222.4	(54.3)	(171.6)	78.2
周转率					
存货周转天数	74.6	67.8	66.5	70.7	70.4
应收帐款周转天数	2.3	1.8	4.5	7.1	7.1
应付帐款周转天数	36.5	28.2	30.4	33.0	32.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	42.6	n.a.	n.a.	0.0
净资产收益率(%)	1.3	3.0	(4.0)	(2.7)	0.1
资产收益率(%)	0.0	(1.4)	(2.1)	(1.2)	0.2
已运用资本收益率(%)	2.7	(2.1)	(5.3)	(2.7)	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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