

2015年04月24日

苏宁云商 (002024.SZ)

公司快报

证券研究报告

连锁

苏宁众筹正式上线，O2O转型进入加速期

■苏宁众筹正式上线，打造全领域互联网金融新平台。4月23日苏宁金融集团旗下苏宁众筹正式上线，目前，该平台涵盖智能硬件、公益、地产、娱乐、影视、文化、农业等多个领域，下半年计划增加股权众筹。金融是苏宁O2O转型的闭环核心，未来互联网金融利润有望大幅增长。

■打造平台新模式，突破传统众筹天花板。第一，金融（收益）+产品（实物）结合取代单一实物为主。第二，苏宁众筹提供完善的后续配套方案。第三，打造线上、线下全渠道众筹平台。

■互联网金融逐步推进，后续有望成为新增长级。苏宁众筹正式上线标志公司互联网金融领域有了新突破。未来将重点布局消费者综合金融和企业金融。

■平台+商品+服务全力推进，转型进入直道加速期。1、平台全面出击，核心门店实现销售、体验、服务、本地化功能。2、商品全面扩容，提高商品丰富度。3、服务产品全面发力。

■维持盈利预测，维持买入-A评级。公司基本面持续改善，门店调整优化有序推进，线上线下融合不断完善，全渠道体系加快建设，全国性物流网络雏形已现，公司转型已步入直道加速期，叠加苏宁互联、互联网金融等新业务贡献业绩增量，经营状况将进一步改善，公司估值将不断提升。我们预计15-17年EPS为0.13元、0.16元、0.20元，对应PE分别为109倍、89倍、71倍。维持买入-A评级。

■风险提示：消费市场低迷；互联网转型不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	127,596.0	148,523.0	164,797.0
净利润	371.8	866.9	965.6	1,207.0	1,477.5
每股收益(元)	0.05	0.12	0.13	0.16	0.20
每股净资产(元)	3.84	3.97	4.29	4.46	4.67
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	283.2	118.0	108.9	88.5	70.8
市净率(倍)	3.7	3.6	3.3	3.2	3.0
净利润率	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
净资产收益率	0.4%	2.8%	2.4%	3.2%	3.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.2%	-19.6%	-12.0%	209.2%	-24.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

17.70元

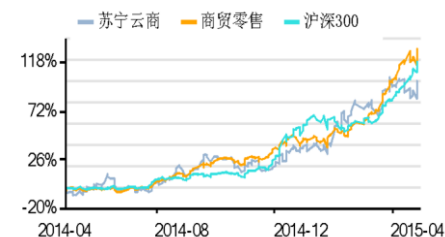
股价(2015-04-23)

14.16元

交易数据

总市值(百万元)	104,543.89
流通市值(百万元)	69,960.51
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	6.19/14.16元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.18	19.04	-14.31
绝对收益	9.18	51.77	101.71

张龙

分析师

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

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

季度环比改善，静候2015年资产价值重估	2015-04-02
牵手舜天足球 力拓足球产业	2015-03-04
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

苏宁众筹正式上线，打造全领域互联网金融新平台。4月23日苏宁金融集团旗下苏宁众筹正式上线，目前，该平台涵盖智能硬件、公益、地产、娱乐、影视、文化、农业等多个领域，下半年计划增加股权众筹。金融是苏宁 O2O 转型的闭环核心，未来互联网金融利润有望大幅增长。

图 1：苏宁众筹正式上线



数据来源：公司官网 安信证券研究中心

打造平台新模式，突破传统众筹天花板。第一，金融（收益）+产品（实物）结合取代单一实物为主。传统的众筹平台（京东、阿里）多以实物为主，与此不同，苏宁众筹将金融（收益）+产品（实物）结合起来形成新模式，项目发布者与用户不仅仅是卖与买的关系，在这个平台上认筹者不一定是产品的需求者，只需对产品的市场前景看好即可。第二，苏宁众筹提供完善的后续配套方案。在苏宁众筹平台上，众筹期结束并不意味着合作结束，平台根据不同的产品和服务类别，将项目转入苏宁众包、平台商户，甚至于苏宁自营，继续在苏宁易购平台进行销售(对于科技类众筹产品，苏宁易购将开放“新发现”频道提供销售)。第三，打造线上、线下全渠道众筹平台。公司借力线下1600多家门店优势，在线上平台、线下实体门店同步开展众筹和产品体验，提升用户参与感，同时促进产品优化升级。

互联网金融逐步推进，后续有望成为新增长级。苏宁众筹正式上线标志公司互联网金融领域有了新突破。未来将重点布局消费者综合金融和企业金融。1.消费者金融方面。重点拓展支付场景。目前有将近9000万的易付宝会员，计划到6月18日，实现中国前100的零售企业中实现60%的渗透率。在支付基础上挖掘其他需求：理财和信贷。目前理财包括票据理财、基金理财以及其他非标准化的产品，如即将把公司发行的reits在平台上进行二次销售。12月底公司推出零钱贷，目前正在员工中试推广任性付。5月消费金融公司将开业，未来将进一步拓展金融业务。校园金融也将成为今年新看点，苏宁将吸收股东存款，同时将南京银行作为同业拆借成本来源，保证成本优势，结合在现有产品上的其他优势，切入校园市场。今年消费金融的规模将突破1300-1400亿。2.企业金融方面。目前有包括针对供应链的综合授信模式、开放平台商户的云台贷，未来将对小微商户进行广场贷。预计今年完成理财规模250亿，供应链融资80亿，消费者信贷50亿。未来公司将依托丰富商品品类、大量门店资源及牌照优势，逐步实现支付+理财+信贷多维度金融布局。

平台+商品+服务全力推进，转型进入直道加速期。1、平台全面出击，核心门店实现销售、体验、服务、本地化功能。其一，4月28日云店开业将展示公司多年的努力，未来计划开50家云店，在试错中不断优化。云店将成为公司互联网转型的标志性产品。其二，全力打通移动端，在用户、频次、规模上实现突破。其三，在门店、PC端、移动端、TV端打通苏宁易购平台，并不断向四、五级城市、农村延伸，未来还将向校园方面进行全面拓展。2、商品全面扩容，提高商品丰富度。其一，自营在超市、母婴方面突破，打造行业前三的规模与供应链能力。其二，通过开放平台实现品类迅速扩张，全面满足消费者需求。其三，将C2B固化下来，使消费者需求与生产研发制造无缝联合起来。由此改变公司在供应链服务的能力。其四，与品牌商如海尔、美的、TCL、华为、中兴、魅族、锤子等品牌在产品定制、联合推广、产品包销等方面实现发展和突破。3、服务产品全面发力。目前苏宁数据云、物流云、金融云已经具备了对外提供服务的能力。根据物流、金融的特色直接以集团的定位进行运作，意识上独立公司化运营。将核心能力向外开发，为合作伙伴提供服务产品。现在供应商都在与公司对接，要借助苏宁的物流云提高效率 and 节省成本等。伴随合作伙伴成本的下降和服务的提高，也将实现苏宁服务和价值的全面提升。

维持盈利预测，维持买入-A评级。公司基本面持续改善，门店调整优化有序推进，线上线下融合不断完善，全渠道体系加快建设，全国性物流网络雏形已现，公司转型已步入直道加速期，叠加苏宁互联、互联网金融等新业务贡献业绩增量，经营状况将进一步改善，公司估值将不断提升。我们预计15-17年EPS为0.13元、0.16元、0.20元，对应PE分别为109倍、89倍、71倍。维持买入-A评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	127,596.0	148,523.0	164,797.0	成长性					
减:营业成本	89,279.1	92,284.6	108,201.4	126,096.0	140,077.5	营业收入增长率	7.1%	3.5%	17.1%	16.4%	11.0%
营业税费	329.9	357.2	389.0	401.0	431.0	营业利润增长率	-93.9%	-893.3%	7.4%	24.3%	50.0%
销售费用	12,739.7	14,105.0	16,067.0	17,891.0	19,278.0	净利润增长率	-86.1%	133.2%	11.4%	25.0%	22.4%
管理费用	2,805.7	3,356.6	4,031.0	4,954.0	5,322.0	EBITDA 增长率	-69.2%	-113.8%	-65.8%	-786.6%	190.2%
财务费用	-149.1	66.8	70.0	72.0	82.0	EBIT 增长率	-98.8%	-4,100.6	-8.0%	-25.8%	-54.8%
资产减值损失	219.9	175.0	235.0	187.0	187.0	NOPLAT 增长率	-98.9%	-4,799.2	-16.0%	-18.7%	-27.8%
加:公允价值变动收益	83.0	-9.3	26.0	35.0	48.0	投资资本增长率	1,158.2	37.1%	-104.7%	-708.0%	-236.4%
投资和汇兑收益	33.9	-29.8	21.0	21.0	21.0	净资产增长率	-1.4%	2.9%	7.5%	3.5%	4.1%
营业利润	183.9	-1,458.9	-1,350.4	-1,022.0	-511.5	利润率					
加:营业外净收支	-39.5	2,431.6	2,381.0	2,521.0	2,513.0	毛利率	15.2%	15.3%	15.2%	15.1%	15.0%
利润总额	144.4	972.6	1,030.6	1,499.0	2,001.5	营业利润率	0.2%	-1.3%	-1.1%	-0.7%	-0.3%
减:所得税	40.1	148.6	254.0	431.0	723.0	净利润率	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
净利润	371.8	866.9	965.6	1,207.0	1,477.5	EBITDA/营业收入	1.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.6%
						EBIT/营业收入	0.0%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	33	38	34	28	27
货币资金	24,806.3	22,274.5	29,882.9	34,160.3	37,903.3	流动营业资本周转天数	-56	-51	-53	-54	-53
交易性金融资产	2,862.1	2,644.7	2,697.6	2,751.5	2,806.6	流动资产周转天数	183	172	167	167	168
应收账款	1,893.0	2,449.4	2,392.2	3,152.7	3,173.7	应收账款周转天数	6	7	7	7	7
应收票据	0.6	-	7.1	1.2	8.0	存货周转天数	61	57	58	59	58
预付账款	4,121.2	3,851.8	5,195.0	5,355.0	6,489.3	总资产周转天数	271	273	255	245	240
存货	18,258.4	16,038.5	25,366.6	23,040.3	30,103.5	投资资本周转天数	11	24	11	2	-1
其他流动资产	1,560.9	3,388.5	2,094.2	2,347.9	2,610.2	投资回报率					
可供出售金融资产	268.0	1,549.5	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	0.4%	2.8%	2.4%	3.2%	3.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%
长期股权投资	2,107.3	1,346.9	1,346.9	1,346.9	1,346.9	ROIC	5.2%	-19.6%	-12.0%	209.2%	-24.8%
投资性房地产	1,014.7	1,014.1	1,014.1	1,014.1	1,014.1	费用率					
固定资产	10,749.6	12,155.4	11,734.8	11,732.4	12,566.3	销售费用率	12.1%	12.9%	12.6%	12.0%	11.7%
在建工程	3,939.9	3,230.8	4,157.2	5,083.6	5,546.8	管理费用率	2.7%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%
无形资产	6,811.7	7,051.4	6,744.0	6,436.6	6,129.2	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.6%	16.1%	15.8%	15.4%	15.0%
资产总额	82,251.7	82,193.7	98,546.3	102,972.7	116,273.4	偿债能力					
短期债务	1,109.9	1,836.5	-	5,445.0	2,824.7	资产负债率	65.1%	64.1%	67.8%	68.1%	70.6%
应付账款	15,462.7	13,869.4	20,598.7	19,927.2	24,796.4	负债权益比	186.6%	178.3%	210.4%	213.2%	239.8%
应付票据	25,235.8	22,442.1	36,173.0	31,603.6	42,909.8	流动比率	1.23	1.20	1.16	1.17	1.14
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.81	0.82	0.72	0.79	0.73
长期借款	593.8	914.2	-	327.7	-	利息保障倍数	-0.23	-20.84	-18.29	-13.19	-5.24
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	53,548.8	52,656.9	66,796.2	70,096.2	82,058.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	333.6	254.9	65.9	-73.1	-272.1	分红比率	0.0%	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	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,106.4	21,965.8	24,301.2	25,566.6	27,103.7						
股东权益	28,702.9	29,536.8	31,750.1	32,876.5	34,214.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.05	0.12	0.13	0.16	0.20
净利润	104.3	824.0	965.6	1,207.0	1,477.5	BVPS(元)	3.84	3.97	4.29	4.46	4.67
加:折旧和摊销	1,616.1	1,725.8	1,228.0	1,309.8	1,473.5	PE(X)	283.2	118.0	108.9	88.5	70.8
资产减值准备	219.9	175.0	-	-	-	PB(X)	3.7	3.6	3.3	3.2	3.0
公允价值变动损失	-83.0	9.3	26.0	35.0	48.0	P/FCF	-59.0	-708.0	18.6	20.8	26.2
财务费用	201.9	188.9	70.0	72.0	82.0	P/S	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
投资损失	-33.9	29.8	-21.0	-21.0	-21.0	EV/EBITDA	39.9	-296.5	-1,383.1	205.5	64.0
少数股东损益	-267.5	-42.9	-189.0	-139.0	-199.0	CAGR(%)	117.2%	15.8%	-32.3%	117.2%	15.8%
营运资金的变动	1,014.0	-2,949.2	11,042.1	-2,691.0	6,557.3	PEG	2.4	7.5	-3.4	0.8	4.5
经营活动产生现金流量	2,238.5	-1,381.4	13,121.7	-227.2	9,418.3	ROIC/WACC	0.6	-2.4	-1.5	25.6	-3.0
投资活动产生现金流量	-10,048.4	-2,007.0	-2,847.2	-2,049.9	-2,601.9	REP	11.5	-2.3	128.0	1.2	6.9
融资活动产生现金流量	2,874.2	628.5	-2,666.1	6,554.5	-3,073.4						

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

