

苏宁云商(002024.SZ)

伟大格局的坚定践行者—市值空间无限大

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): -
 分析师 联系人
 胡彦超
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qizq.com.cn
 2015年4月27日

基本状况

总股本(百万股)	7383.04
流通股本(百万股)	6970.05
市价(元)	13.69
市值(百万元)	101073.86
流通市值(百万元)	95419.97

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2 17E
营业收入(百万元)	105,29	108,9	119,750	129,61	151,52
营业收入增速	7.05%	3.45%	9.94%	8.24%	16.91%
净利润增长率	-86.11	133.19	57.32%	-74.33	205.12
摊薄每股收益(元)	0.05	0.12	0.18	0.05	0.14
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	179.33	76.65	69.67	71.36	88.94
PEG	—	0.58	1.22	—	0.43
每股净资产(元)	3.86	3.98	4.11	4.16	4.30
每股现金流量	0.30	-0.19	0.47	0.49	0.96
净资产收益率	1.30%	2.95%	4.49%	1.14%	3.36%
市净率	2.34	2.26	3.13	3.10	2.99
总股本(百万股)	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 互联网零售方兴未艾, 苏宁云商具备胜出最佳资源禀赋:** 互联网零售的本质为互联网工具与零售核心要素结合, 主要竞争要素包含: 线下(门店、物流)、线上(移动端、PC端、电视端)、金融、人才、组织等。苏宁拥有 1600 多家门店, 均位于各个城市的核心位置, 在门店互联网化、线下经营方面积累了丰富的经验(有别于市场的观点, 我们认为苏宁线下门店并非苏宁的包袱, 而是苏宁区别于其他竞争对手最重要的资源, 线下门店具有社交价值、媒体价值、渠道价值、仓储价值等等, 价值潜力巨大); 物流方面, 苏宁现有资产及资源储备均领先于竞争对手, 若物流资产逐步盘活, 爆发潜力巨大, **2014年, 苏宁向供应商及第三方提供的物流增值服务收入和信息技术服务收入为 7913 万, 同比增长 175.2%, 毛利率高达 89%;** 线上方面, 苏宁易购运行接近 6 年, 品牌影响力大, 经营品类“去电器化”, SKU、流量均大幅提升; 苏宁金融在互联网金融业务布局已经完成, 未来 3-5 年有望与苏宁互联网零售生态圈发生“核反应”; 人才组织方面, 侯恩龙任职 COO, 多位重量级人才加盟, 为苏宁互联网转型注入强劲动力。
- 苏宁触网已久“互联网零售基因”已植根于企业文化当中:** 自 1999 年始, 苏宁即对电子商务进行了较为深入的研究, 2005 年推出苏宁网上商城, 进入电子商务领域。2009 年 8 月苏宁网上商城全面升级, 正式更名为“苏宁易购”。同时段成立的电商网站还包括一号店、唯品会、天猫等, 苏宁在传统电商领域的探索与积淀并未落后于竞争对手, 对零售的理解甚至领先大部分竞争对手, **作为全球第一家践行互联网零售的企业, 互联网零售的基因很早即根植于苏宁的企业文化当中。**
- 盈利能力好转, REITS 为转型提供充足弹药:** 随着苏宁互联网零售生态圈逐步完善, 第三方平台交易额快速增长, 物流公司、金融公司成为新的增长点, 公司整体盈利能力有望逐步好转。同时, 公司剩余门店、物流资产均有望通过资产证券化, 为苏宁互联网零售转型提供充足弹药。

- “产业投资+互联网零售模式复制”整合传统零售：苏宁投资集团已于 2015 年年初成立，在实体零售行业景气度偏低的大环境之下，线下实体触网已是大势所趋，苏宁作为实体零售转型互联网零售的先行者，有望通过“产业投资+互联网零售模式复制”的思路对传统零售产业进行战略整合，实现跨越式发展。
- 苏宁老树发新芽，线上线下估值重构：互联网零售发展趋势下，苏宁云店作为苏宁旗下堪比微信以及百度搜索的产品，拥有体验价值、场景价值、仓储配送价值等，市场需要对苏宁云商的线下估值进行重新认识。考虑到苏宁作为产业内率先推行互联网零售模式的公司，在行业发展趋势中积累了丰富的运营实践经验，物流、金融方面均已经全面布局，我们给予苏宁“线上+线下+金融+物流”生态圈一定的估值溢价，2015 年市值 1320 亿元，其中，线上收入预计 317 亿元，给予 2.3XPS，对应市值 682 亿元；线下收入预计 863 亿元，给予 0.6XPS，对应市值 518 亿元，2015/2016/2017 年 EPS 分别为-0.04（如门店资产证券化则 2015 年 EPS 为 0.18）/0.05/0.14，2015 年第一阶段目标价为 17.8 元，给予“买入”评级。

内容目录

苏宁转型再回首，懂过去，方知未来	- 5 -
苏宁触网已久“互联网零售基因”已植根于企业文化当中	- 6 -
互联网零售方兴未艾，苏宁具备胜出最佳资源禀赋.....	- 10 -
盈利能力好转， REITS 为转型提供充足弹药	- 25 -
推进以互联网零售为核心的外延式并购，实现跨越式发展。	- 28 -
苏宁老树发新芽，线上线下估值重构	- 29 -
风险及不确定性.....	- 31 -

图表目录

图表 1: 苏宁股价以及主营业务收入增速回顾.....	- 5 -
图表 2: 苏宁单季度营业利润走势.....	- 5 -
图表 3: 重点电商公司发展历程	- 7 -
图表 4: 电商立法打击网络销售假货	- 7 -
图表 5: 增强现实技术	- 7 -
图表 6: 店内数字标牌	- 7 -
图表 7: 室内定位导航	- 8 -
图表 8: 移动支付.....	- 8 -



图表 9: 阿里、京东、苏宁纷纷布局 O2O.....	- 8 -
图表 10: 线下零售商进军线上.....	- 9 -
图表 11: 苏宁云商泛渠道的互联网营销产品.....	- 10 -
图表 12: 苏宁云商一级市场门店数量.....	- 11 -
图表 13: 上海苏宁门店的分布.....	- 11 -
图表 14: 北京苏宁门店的分布.....	- 11 -
图表 15: 广州苏宁门店的分布.....	- 11 -
图表 16: 深圳苏宁门店的分布.....	- 11 -
图表 17: 苏宁云商二三级市场门店分布.....	- 12 -
图表 18: 苏宁易购服务站.....	- 12 -
图表 19: 苏宁云商四级市场门店数量.....	- 13 -
图表 20: 农村用户电商购物频率调查.....	- 13 -
图表 21: 农村电商市场空间.....	- 14 -
图表 22: 苏宁云商同店增长以及家用电器和音响器材类累计同比的相关性....	- 15 -
图表 23: 苏宁线下门店逐步增加超市.....	- 15 -
图表 24: 苏宁家居建材等体验业态.....	- 15 -
图表 25: 2014 年 B2C 购物网站交易规模市场份额.....	- 16 -
图表 26: 自营类 B2C 网站交易规模市场份额.....	- 16 -
图表 27: 苏宁经营品类逐步“去电器化:.....	- 16 -
图表 28: 苏宁易购植入性广告.....	- 17 -
图表 29: 苏宁超市推广.....	- 17 -
图表 30: 苏宁 B2C 业务实现的含税销售金额同比增长率.....	- 17 -
图表 31: 规模以上快递业务量及其同比增速.....	- 18 -
图表 32: 规模以上快递业务收入及其同比增速.....	- 18 -
图表 33: 仓储业固定资产投资完成额及其占比.....	- 19 -
图表 34: 部分重点城市物流仓储租金(单位: 元/每平方米/月).....	- 19 -
图表 35: 北上广深等一线城市物流仓储租金(单位: 元/每平方米/月).....	- 20 -
图表 36: 各重点公司的物流状况.....	- 20 -
图表 37: 上海地区 2013 年 12 月 1 日下单, 12 月 3 日完成收货.....	- 21 -
图表 38: 2015.4.8 下午购买商品配送目的地上海, 4 月 10 日完成收货。.....	- 21 -
图表 39: 门店自提免运费。.....	- 21 -
图表 40: 苏宁金融业务布局.....	- 22 -
图表 41: 苏宁及主要竞争对手互联网金融领域内布局.....	- 23 -
图表 42: 侯恩龙历任大区经营业绩及排名.....	- 24 -
图表 43: 苏宁人员体系构成.....	- 24 -

图表 44: 苏宁及乐视网员工学历结构对比	- 25 -
图表 45: 苏宁金融与京东金融招聘对比	- 25 -
图表 46: 苏宁云商毛利率	- 26 -
图表 47: 其他业务毛利率及占总毛利润的比重	- 26 -
图表 48: 苏宁云商单季度营业利润	- 26 -
图表 49: 苏宁自有资产证券化的价值	- 27 -
图表 50: 苏宁未来五年资本开支的预测	- 27 -
图表 51: 苏宁云商收购历程	- 28 -
图表 52: 社会消费品零售总额 (当月同比)	- 29 -
图表 53: 申万零售行业营收增速以及归属于母公司股东净利润同比增速	- 29 -
图表 54: 互联网零售行业估值分析要素	- 30 -
图表 55: 亚马逊、京东年平均 PS (TTM) 估值	- 30 -
图表 56: 百思买、国美电器年平均 PS (TTM) 估值	- 31 -

苏宁转型再回首，懂过去，方知未来

自 2011 年提出“科技转型、智慧苏宁”以来，苏宁云商作为传统零售转型互联网零售的先行者，其一举一动备受投资者关注。

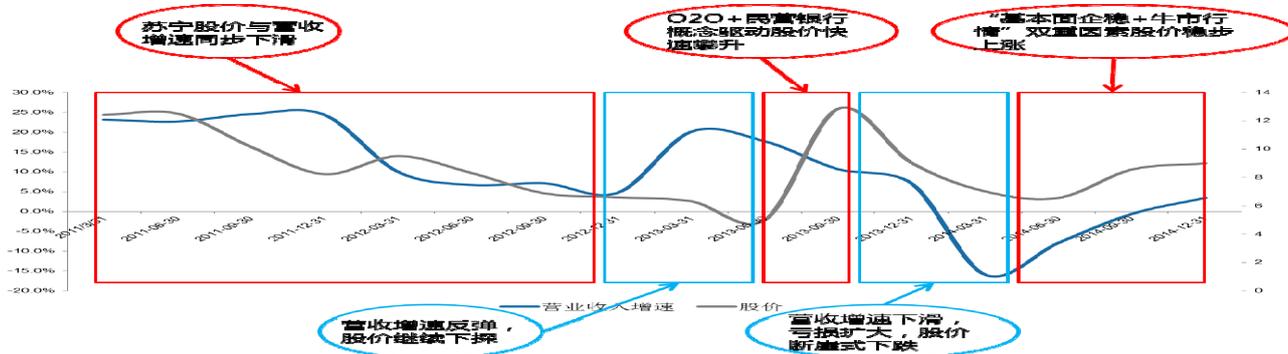
2011 年-2012 年，苏宁股价与其营收增速均处于下滑通道之中。即使苏宁在 2013 年上半年整体营收增速出现反弹，但由于苏宁主营产品类线上渗透率较高，面临电商的冲击，且苏宁自有电商平台—苏宁易购的发展过缓，投资者对于苏宁的发展前景一片悲观，苏宁的股价进一步下探。

2013 年 3 季度开始，苏宁在全国推行线上线下同价，O2O 模式全面运行，9 月推出苏宁云台，申请民营银行，10 月收购 PPTV，布局电视端入口，11 月硅谷研究院成立，探索前沿技术和商业模式，一系列的动作提升了投资者对于苏宁转型的信心，股价在 2013 年下半年快速上涨。

但苏宁转型互联网零售并非一蹴而就，短期来看，苏宁互联网转型对公司的经营业绩造成了较大的压力。2014 年上半年，苏宁营收增速进一步下滑，亏损扩大，且民营银行申请被否，双重打击导致苏宁股价在 2014 年上半年出现断崖式下跌。同时，主要竞争对手京东 2014 年 2 季度营业收入首次超越苏宁，投资者对于苏宁的发展前景再次陷入悲观。

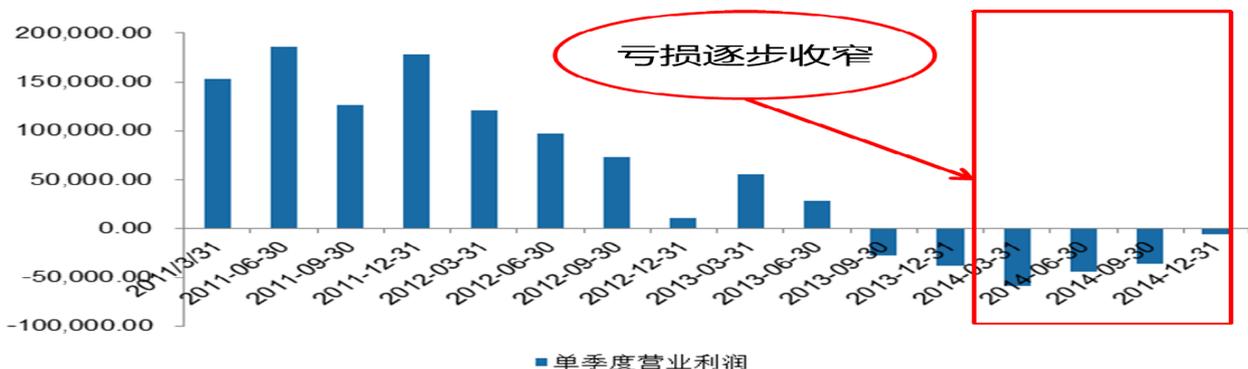
2014 年下半年，在互联网零售模式摸索实践长达一年之后，苏宁的营收增速止跌企稳，亏损逐步收窄，苏宁易购重回快速增长的轨道，在“基本面企稳+牛市行情”双重因素驱动下，苏宁的市值一路走高。

图表 1: 苏宁股价以及主营业务收入增速回顾



来源: wind 齐鲁证券研究

图表 2: 苏宁单季度营业利润走势



来源：公司公告 齐鲁证券研究所

目前，苏宁云商的市值接近 1000 亿元，随着主要竞争对手京东、阿里上市以及 A 股国际化进程加快，投资者对于苏宁估值对标全球，市场对于苏宁互联网转型能否成功出现了较大的分歧。空方认为：**1，苏宁缺乏“电商基因”；2，大公司利益机制固化，转型十分困难；3，竞争对手强大，电商行业已经形成了阿里和京东的两强格局，行业老三要取得突破，改写行业格局将十分困难；**

我们认为，自 2015 年开始，苏宁互联网零售转型将从弯道走向直道，未来 2-3 年，苏宁将进一步打造互联网零售生态圈，线上线下估值重构将打开苏宁市值上涨的空间。

有别于市场上推荐苏宁的主流逻辑，我们将从苏宁“互联网零售基因”；打造互联网零售生态圈所需的资源禀赋；新商业形态下线上线下估值重构等三个角度对苏宁做出最全面的分析。

苏宁触网已久“互联网零售基因”已植根于企业文化当中

1，苏宁始终保持对行业发展趋势最敏锐的嗅觉：

依据我们对苏宁的调研，自 1999 年始，苏宁即对电子商务进行了较为深入的研究，管理层曾先后对 8848、新浪网等网站进行了拜访。

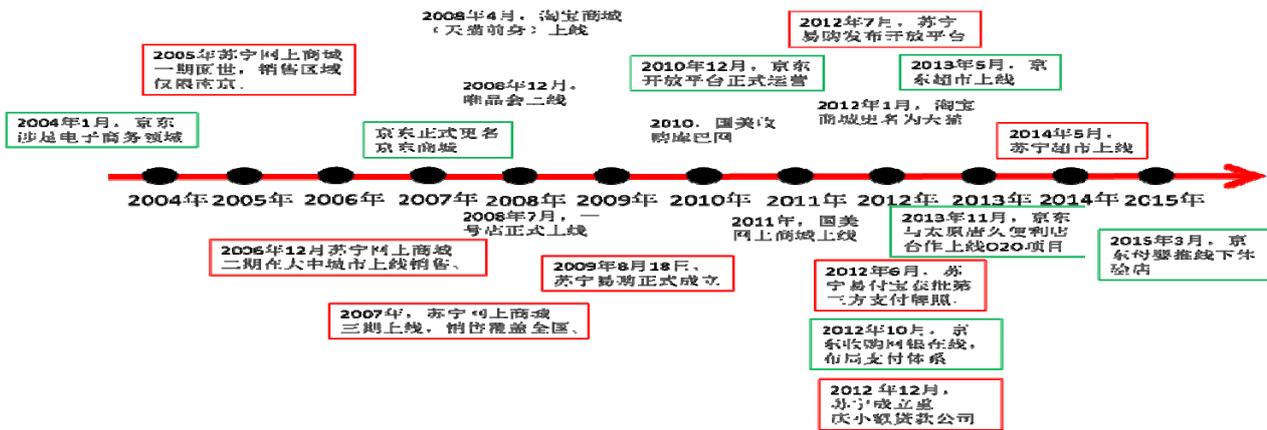
2000 年至 2004 年期间，苏宁管理层考虑到我国消费者线上消费习惯尚未普及，电子商务的商业模式尚未形成，物流、支付等基础设施尚未成熟，对该领域仍持观望态度。

2004-2006 年，淘宝在中国市场战胜 Ebay，电子商务呈现出爆发式增长，对行业发展趋势始终保持敏锐嗅觉的苏宁开始组建 B2C 部门，推出苏宁网上商城，进入电子商务领域。

2，与竞争对手同时起步，传统电商领域的探索与积淀并未落后

2009 年 8 月苏宁网上商城全面升级，正式更名为“苏宁易购”。同时段成立的电商网站还包括一号店、唯品会、天猫等，苏宁在传统电商领域的探索与积淀并未落后于竞争对手，对零售的理解甚至领先大部分竞争对手，作为全球第一家践行互联网零售的企业，互联网零售的基因很早即根植于苏宁的企业文化当中。

图表 3: 重点电商公司发展历程



来源：公司官网 齐鲁证券研究所

3, 引领行业发展趋势，首提并实践的互联网零售模式已成为零售业发展的必然趋势

随着电商消费人群的收入水平逐步提升、消费者更加关注品质、品牌。同时，电商政策立法加快推进，商务部严厉打击“假货”，拥有正品保障的 B2C 模式逐渐成为主流。

图表 4: 电商立法打击网络销售假货

日期	事件
2015/4/10	国务院印发《2015 年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点》，表示将深化源头治理，强化重点网站在线监测。
2015/3/ 1	《商品流通法》(征求意见稿)明确规定：交易场所内“禁止经营者自行或通过他人虚构信用评价”。

来源：国务院、商务部、齐鲁证券研究所

从线下来看，随着零售业先进技术的普及应用，门店作为互联网零售的重要入口，其引流价值与体验价值日益凸显，线上各大电商巨头纷纷布局线下，线上线下融合一体化。

图表 5: 增强现实技术



来源：互联网 齐鲁证券研究所

图表 6: 店内数字标牌



来源：互联网 齐鲁证券研究所

图表 7: 室内定位导航


来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 移动支付


来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 阿里、京东、苏宁纷纷布局 O2O

	内生发展	战略合作方面	投资布局方面
阿里	——	与杭州市下城区政府达成战略合作, 计划将武林商圈内的商户与阿里巴巴的电子商务平台结合。	2014 年 3 月投资银泰业, 布局零售 O2O
京	2015 年 3 月, 京东母婴推出首家实体店	京东与唐久便利店、万家便利店战略合作, 布局零售 O2O	投资到家美食汇, 布局餐饮 O2O
1 号店	——	与山西美特好合作, 布局零售 O2O	——
苏宁	苏宁线下精选超市、红孩子母婴实体店	与南京新百合作推行零售 O2O	——

来源: 公司官网 公司公告 互联网 齐鲁证券研究所

同时, 我国线下零售的业态则从最初的百货业态转向专业连锁业态, 并已经向互联网零售业态演化, 各大线下零售巨头纷纷开拓线上。

图表 10: 线下零售商进军线上

上市公司	自建/合作方	上线时间	事项
步步高	自建	2013/12/26 步步高商城上线	主要目标为：整合多渠道资源 例如手机 APP、PC、微购物商城和线下现有渠道，打通线上线下营销推广；最终实现商超品类、百货品类、生活服务的双线零售。
天虹商场	腾讯微生活	2013 年 9 月 13 日	联手腾讯微生活打造了天虹应用平台，此平台通过腾讯微生活，将商场商品、优惠和服务信息上传，让顾客通过订阅获取个性化资讯；同时，实现会员系统的无缝对接，让会员无需持会员卡即可享受会员优惠，并获取积分和消费信息；通过智能客服，实现与顾客一对一的互动、活动预约报名等功能。
王府井	自设 APP	2013 年 9 月 25 日	移动终端 APP 正式上线，首批上的门店是王府井百货大楼和双安商场，APP 包括逛逛、导航、吃喝、玩乐、今日限时优惠、会员、泊车等 7 大板块。
友阿股份	腾讯·大湘网	一期在 2013 年 12 月 19 日	依托腾讯微信平台 and 会员入口，建设“友阿微购”微信公众平台。该平台建设内容包括：微信网上支付、地面场景支付、网上商品购买、会员服务、品牌推荐、以及幸运降临等。
中央商场	腾讯微生活	2013 年 10 月 16 日	联手腾讯微生活打造了云中央应用平台，此平台通过腾讯微生活，将商品、优惠和服务信息上传，让顾客通过订阅获取个性化资讯同时，实现会员系统的无缝对接，让会员无需持会员卡即可享受会员优惠，并获取积分和消费信息；通过智能客服，实现与顾客一对一的互动、活动预约报名等功能。
红旗连锁	腾讯大成网	2013 年 11 月 30 日	将公司资讯、商品、优惠和服务信息上传，让顾客通过订阅获取个性化资讯；同时，实现会员系统的无缝对接，让会员无需持会员卡即可享受会员权益，并获取积分和消费信息；基于 LBS（位置服务）的门店查询系统，消费者可实现查找周边最近 10 家门店的详细信息，包括一键拨号和导航功能等；通过智能客服，实现与顾客一对一的互动、活动预约报名等功能。
银泰商业	天猫	2013/10/17-11/10	银泰商业集团线下 35 个实体店将加入天猫双十一购物狂欢节，消费者可在银泰扫码预购天猫银泰店商品，在十几个主要门店设置天猫银泰店商品专区，用于线下体验线上购物，扫码加入天猫购物车，双十一零点起可在天猫完成交易。银泰向天猫赠送一万张“银泰吃货券”，做天猫双十一活动的秒杀奖品，去银泰指定门店消费。升级后的网店商品约 2 万款，6 万 sku，300 多个品牌。
银座股份	山东省商业集团（大股东）		银座云生活拟在商业集团旗下易通支付平台的基础上（商业集团旗下已拥有山东省“预付卡发行与受理”和全国“互联网支付”、“银行卡收单”支付业务牌照），整合商业集团旗下零售、家居、酒店旅游等内部业务，并吸引其他社会商品和服务资源作为商户进驻，建设网上网下相结合（即 O2O）的电子商务综合交易平台。

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

苏宁基于对零售行业发展趋势的理解，2011 年率先提出“科技转型，智慧苏宁”的战略，引领零售行业的发展趋势，作为全球第一家践行互联网零售的企业，互联网零售的基因已根植于苏宁的企业文化当中。

互联网零售方兴未艾，苏宁具备胜出最佳资源禀赋

互联网零售的本质为互联网工具与零售核心要素结合，通过先进的技术，整合供应链各个环节，实现资金流、信息流、物流、人流的融合统一，实现供应链各个环节参与者的共赢。互联网零售的竞争是一场无终点的马拉松，其核心竞争要素主要包括：人才、组织、产品、价格、服务。我们认为苏宁具备实践互联网零售的最佳资源禀赋。

1、苏宁拥有丰富的线下资源，在行业发展趋势中已经实现“卡位”

1990年，苏宁从线下门店起家，目前已经发展成为中国最大的商业企业，全球拥有1600多家门店，门店面积高达667万平方米，积累了丰富的线下运营经验，目前苏宁在一级市场成功卡位，逐步加快二级市场、三级市场布局，农村市场则通过易购服务站实现全面布局。

截止2014年年底，苏宁在一级市场拥有门店数量496家，其中，大部分门店均位于各大城市的核心商圈。

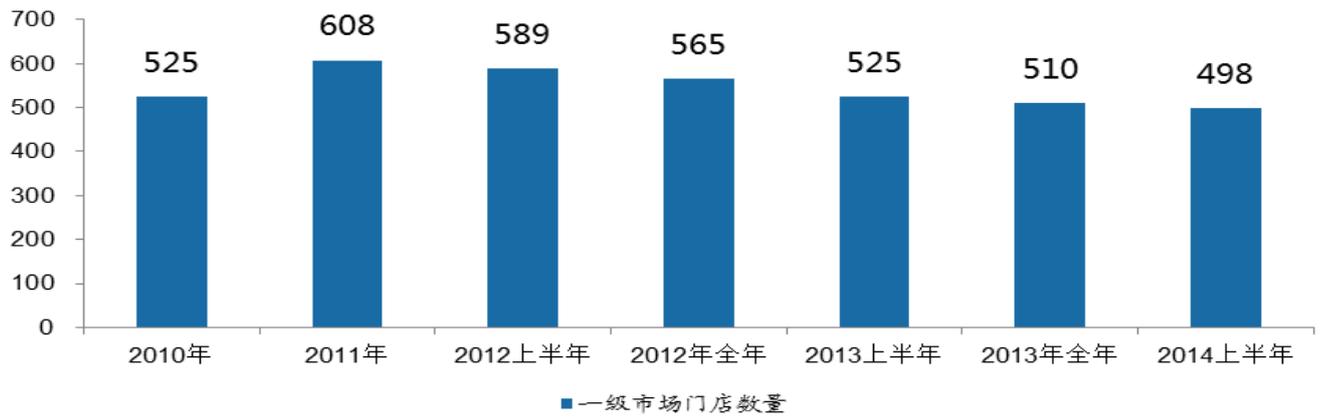
根据门店互联网化改造计划，苏宁将逐步调整一级市场开店计划，关闭低效率门店，率先实现优质区位门店，尤其是北、上、广、深等一线城市的门店互联网化，我们认为，一级市场移动互联网渗透率高，在O2O融合的大背景下，苏宁门店入口地位凸显，场景价值、体验价值、仓储价值重构苏宁线下门店的估值。

图表 11：苏宁云商泛渠道的互联网营销产品



来源：公司公告 齐鲁证券研究所

图表 12: 苏宁云商一级市场门店数量



来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

图表 13: 上海苏宁门店的分布



来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

图表 14: 北京苏宁门店的分布



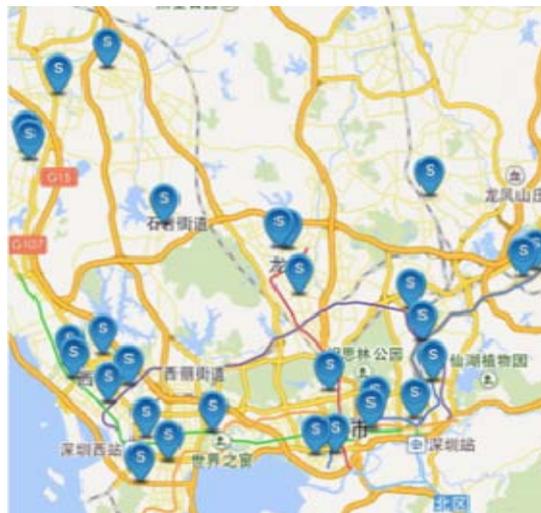
来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

图表 15: 广州苏宁门店的分布



来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

图表 16: 深圳苏宁门店的分布



来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

在二级市场，三级市场，苏宁加快连锁店开发建设节奏，进一步纵深网络布局。我们认为，二级市场、三级市场门店是苏宁目前最主要的“现金奶牛”之一，随着线上线下融合逐步向二级市场、三级市场加快渗透，苏宁运用一级市场互联网门店实践经验，快速复制于二、三级市场门店，有望加速完成整体门店的互联网化，进一步提升苏宁线下门店的价值。

图表 17: 苏宁云商二三级市场门店分布

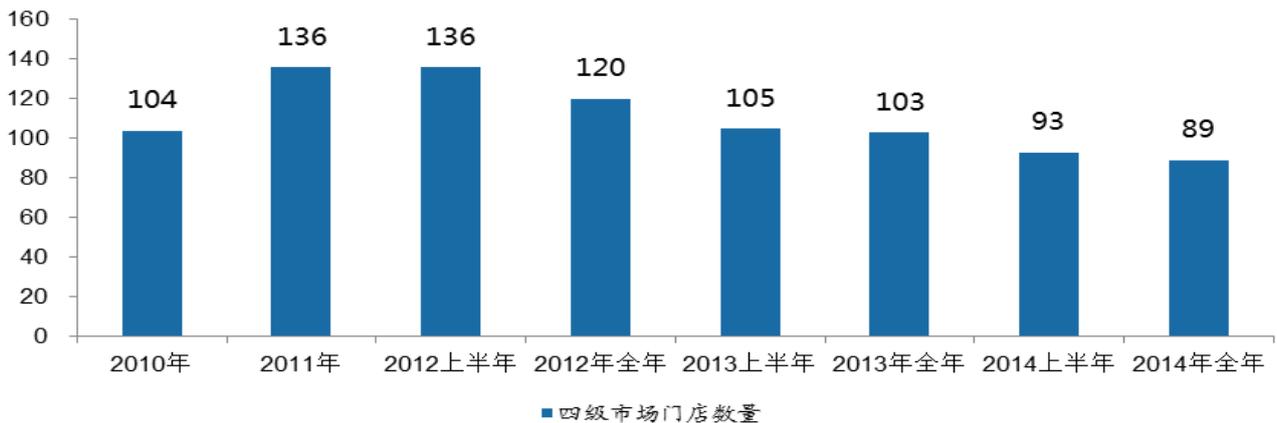

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

在四级市场，苏宁调整开店策略，传统连锁店将逐步由易购服务站取代，易购服务站定位为苏宁产品和特色服务输入农村市场的据点，同时也作为农村特色产品通过苏宁易购平台推向全球的入口，苏宁易购服务站对于苏宁的意义主要包括品牌、购物、金融、物流售后、便民、招商等。

图表 18: 苏宁易购服务站

品牌	购物	金融	物流售后	便民	招商
苏宁品牌推广，将品牌价值传递给客户	将海量、低价商品提供给客户选择消费	易付宝支付及零钱宝理财产品服务	提供苏宁商品的送货、安装及维修	为客户提供各种免费服务及代购业务	将特色产品引入开放平台进行销售

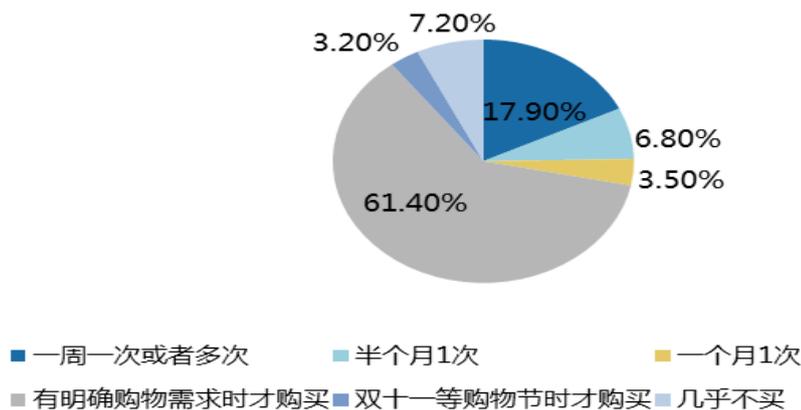
来源：公司官网 齐鲁证券研究所

图表 19: 苏宁云商四级市场门店数量


来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

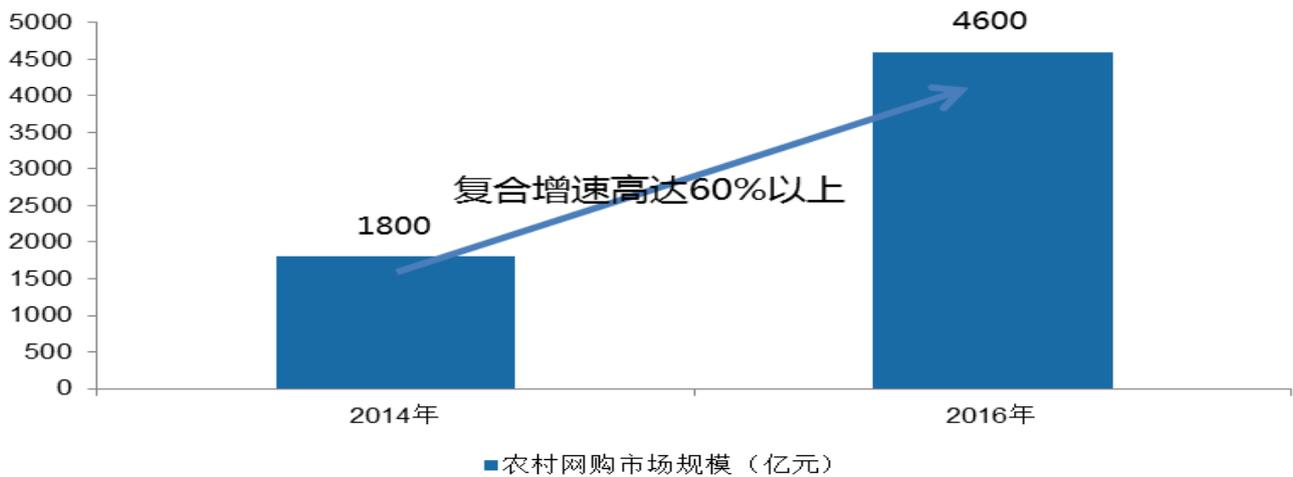
农村电商领域, 国家政策大力支持, 2015年, 商务部提出支持电子商务企业、供销社、邮政以及大型龙头流通企业建设改造农村电子商务配送及综合服务网络等任务; 根据国家财政部和商务部文件《关于开展电子商务进农村综合示范的通知》, 2015年在江苏、安徽、河南等重点八省开展电子商务示范县项目, 助推全国农村电子商务建设, 并给予合作电商资金支持。

在电商购物需求方面, 目前农村用户的电商服务需求已经基本形成, 约半数用户会在一周内多次访问电商网站; 约三成用户每月至少会网购一次; 超六成用户会在有明确购物需求时选择网购。

图表 20: 农村用户电商购物频率调查
农村用户电商购物频率调查


来源: 企鹅智酷 齐鲁证券研究所

根据阿里研究院的预测, 2014年农村网购市场总量达到1800亿元, 2016年有望突破4600亿元, 复合增速高达60%以上。

图表 21: 农村电商市场空间


来源: 阿里研究院 齐鲁证券研究所

在农村电商巨大吸引力的背景下, 电商巨头纷纷布局:

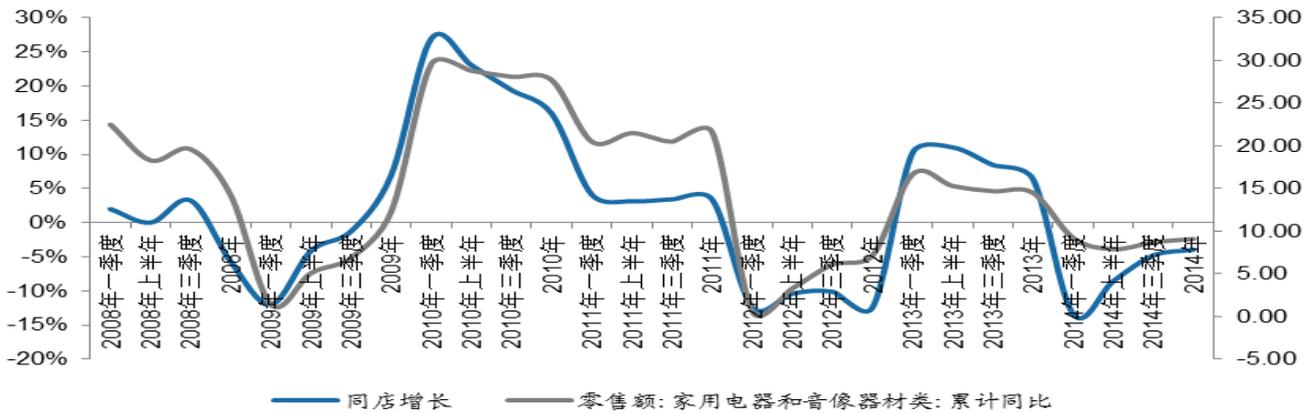
- 2014年9月份阿里启动“千县万村计划”, 计划在三至五年内投资100亿元, 建立1000个县级运营中心和10万个村级服务站;
- 京东帮服务店自去年11月首家门店开业至2015年4月, 100天内落地400家, 服务范围辐射超过10万个行政村;
- 苏宁易购服务站目前落地约100家, 2015年, 苏宁计划开1500家苏宁易购服务站, 未来五年计划建立10000家,

我们认为, 农村互联网零售尚处于起步阶段, 将是未来各大电商的重点争夺对象, 目前, 各大电商在农村市场均处于布局阶段, 苏宁拥有天然的“线下基因”, 在线下执行力以及运营能力均优于竞争对手, 苏宁易购服务站将在农村电商市场中取得一席之地。

2, 线下经营将企稳回升, 门店改造有助于减小线下业绩周期性波动。

从线下运营实际业绩来看, 公司同店增速(累计同比)呈周期性变化, 与家用电器及音响器材零售额(累计同比)具有较强的相关性, 我们预计在2014年线下经营基数较低背景下, 公司同店增速调整将告一段落, 2015年同店增长将企稳回升, 线下经营业绩将逐步向好。

图表 22: 苏宁云商同店增长以及家用电器和音响器材类累计同比的相关性



来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

2014 年, 苏宁新开红孩子母婴店 8 家, 苏宁超市 4 家, 且未来计划在苏宁 1600 多家门店中, 逐步增加苏宁超市、母婴等品类, 布局家居建材、汽车等体验类业态, 我们认为, 随着苏宁线下门店经营业态“去电器化”, 线下业绩的周期性波动有望缓解, 线上线下融合一体化经营, 线下业绩企稳回升是大概率事件。

图表 23: 苏宁线下门店逐步增加超市



来源: 公司网站 实地调研 齐鲁证券研究所

图表 24: 苏宁家居建材等体验业态

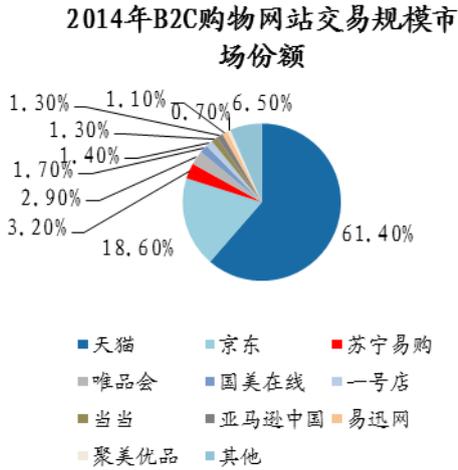


来源: 互联网 齐鲁证券研究所

3, 线上规模行业前三, 经营已由弯道转向直道

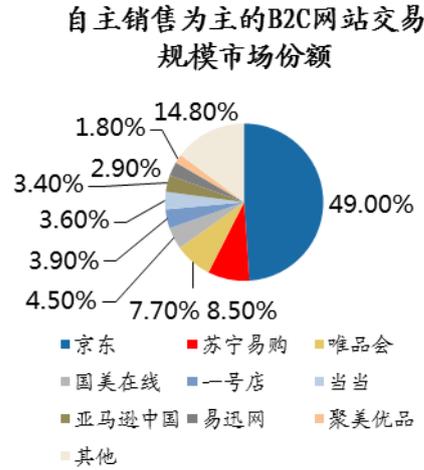
2009 年至今, 苏宁易购运行了接近 6 年, 在线上运营采购方面积累了丰富的经验。目前交易规模在 B2C 购物网站中排名行业第三, 自营类 B2C 网站交易规模中排名第二, 品牌知名度高。

图表 25: 2014 年 B2C 购物网站交易规模市场份额



来源: 艾瑞咨询 齐鲁证券研究所

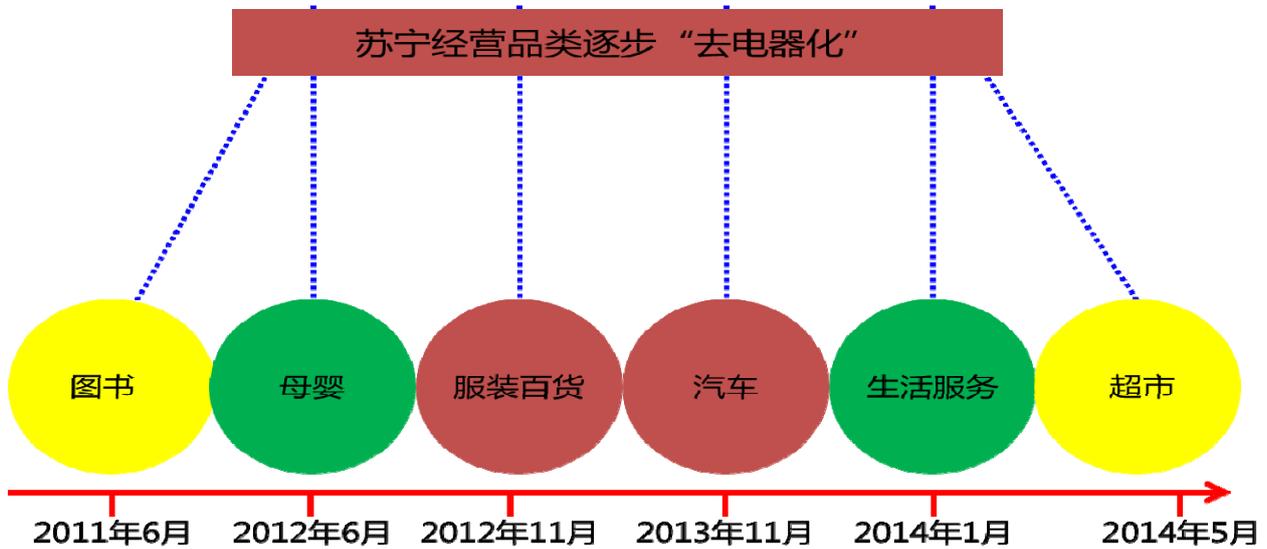
图表 26: 自营类 B2C 网站交易规模市场份额



来源: 艾瑞咨询 齐鲁证券研究所

品类拓展方面, 苏宁目前已经成功切入超市、母婴、百货、汽车等品类, 成功布局生活服务类电商, 网站流量快速增长, 截止 2014 年年底, 苏宁 SKU 达到 790 万, 且品质较高; 根据我们的草根调研, 2014 年 5 月苏宁超市上线以来, 苏宁易购的整体流量、重复购买率均得到较大幅度提升。

图表 27: 苏宁经营品类逐步“去电器化”



来源: 公司官网 齐鲁证券研究所

在线上引流渠道方面, 苏宁在门店端、PC 端、移动端、电视端均已成功布局。2013 年收购 PPTV, 布局互联网视频类应用, 陆续推出 PPbox、智能家居等产品, 抢占家庭互联网入口。在 PC 端、移动端, 苏宁通过收购好耶技术公司, 通过广告智能投放系统, 广告引流效果将稳步提升。

目前, 苏宁易购在苏宁集团的战略地位至关重要, 集团给予较多资源倾斜, 2014 年下半年以来, 苏宁易购的用户体验快速提升, 互联网营销手段不断创新, 例如: 苏宁超市闪击沃尔玛、影视节目中植入性广告等。在经历 2014

年年初的物流切换事件之后，2014年下半年，苏宁易购重返快速增长轨道。

图表 28: 苏宁易购植入性广告



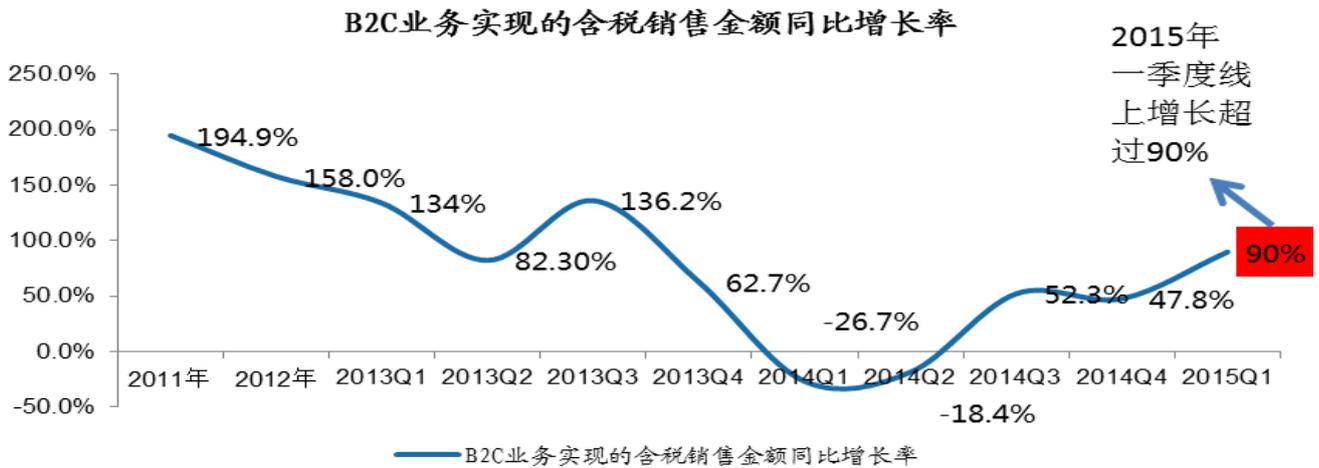
来源: 互联网 齐鲁证券研究所

图表 29: 苏宁超市推广



来源: 互联网 齐鲁证券研究所

图表 30: 苏宁 B2C 业务实现的含税销售金额同比增长率



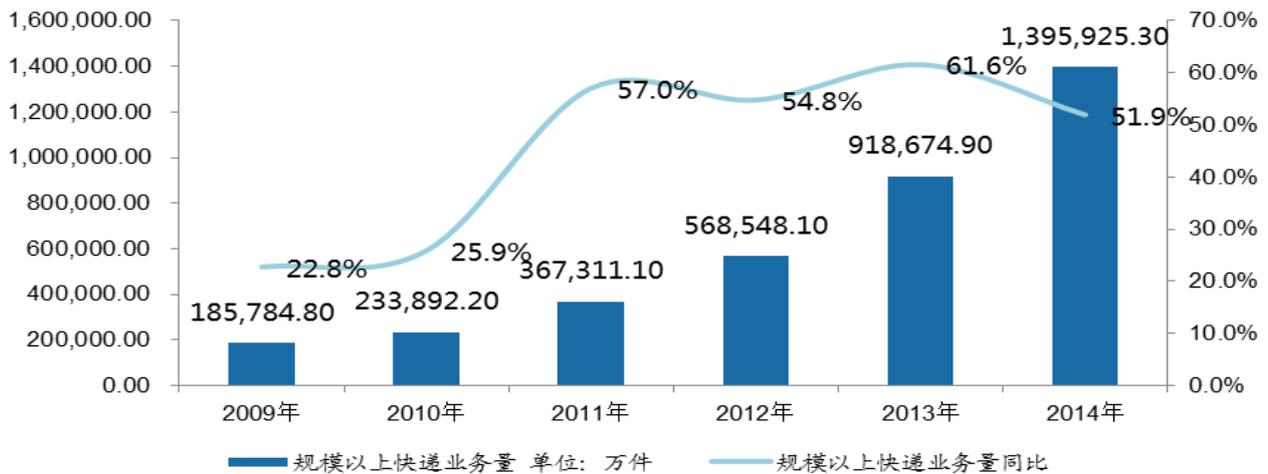
来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

我们认为，在线上线下融合的大背景之下，苏宁线上品牌影响力大，经历了三年多的探索，苏宁线上线下的融合模式已经基本成熟，短期温和亏损可以接受，未来三至五年，苏宁线上线下协同发展将引导苏宁业绩重上一个新的台阶。

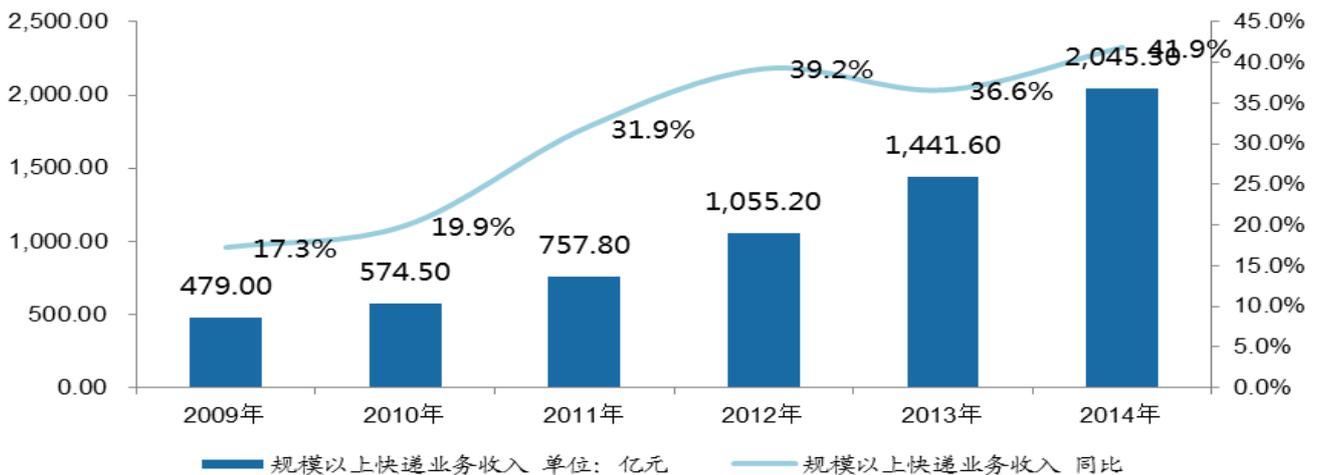
4、物流资源丰富，苏宁弯道超车“大利器”

A 物流行业景气度高

网络购物快速发展，快递业蓬勃发展。2014年规模以上快递业务量相比于2009年增长了超过6倍，规模以上快递业务收入则增长了5倍多，我们预计未来3-5年，网络购物规模仍将有望维持25%以上的复合增速，快递业务量及快递业务收入仍将保持较高的增速。

图表 31: 规模以上快递业务量及其同比增速


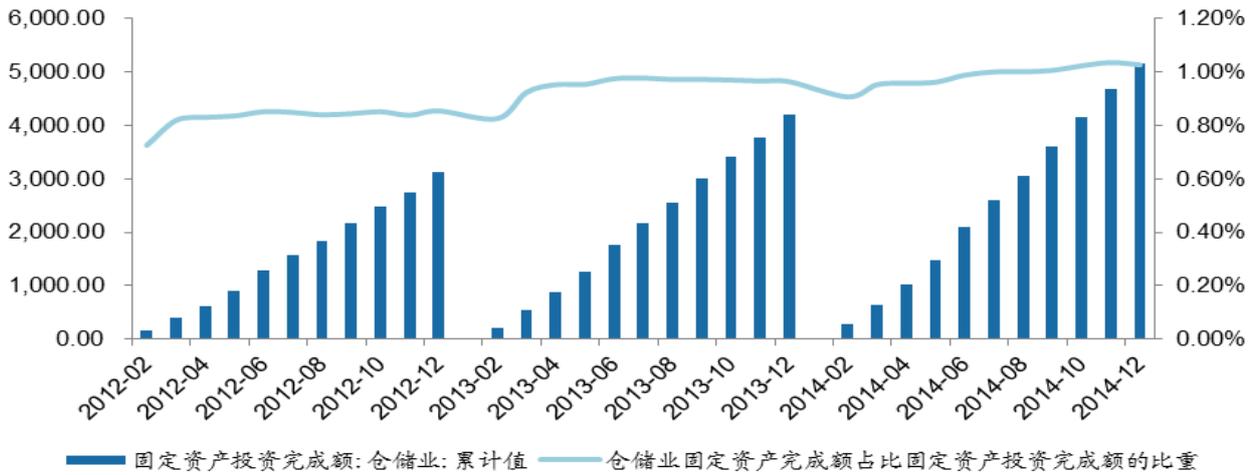
来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

图表 32: 规模以上快递业务收入及其同比增速


来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

在仓储物流的供给端, 物流仓储业投资完成额逐步提升, 物流仓储业投资额占固定资产投资总额比重增加, 2012年2月, 仓储业固定资产完成额占固定资产投资完成额的比重为 0.73%, 2014年12月, 该比重提升至 1.03%, 增幅高达 41.5%。

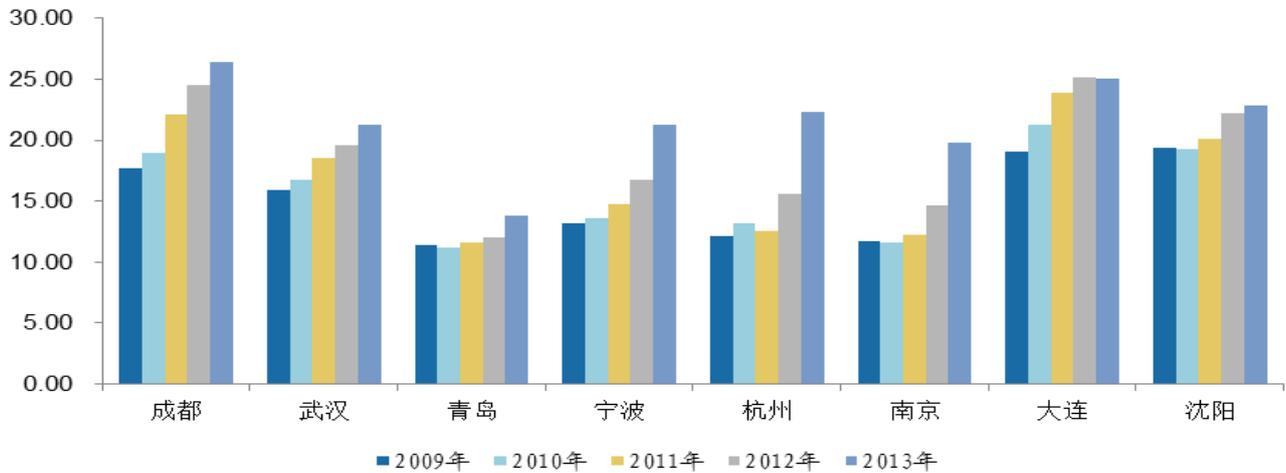
图表 33: 仓储业固定资产投资完成额及其占比



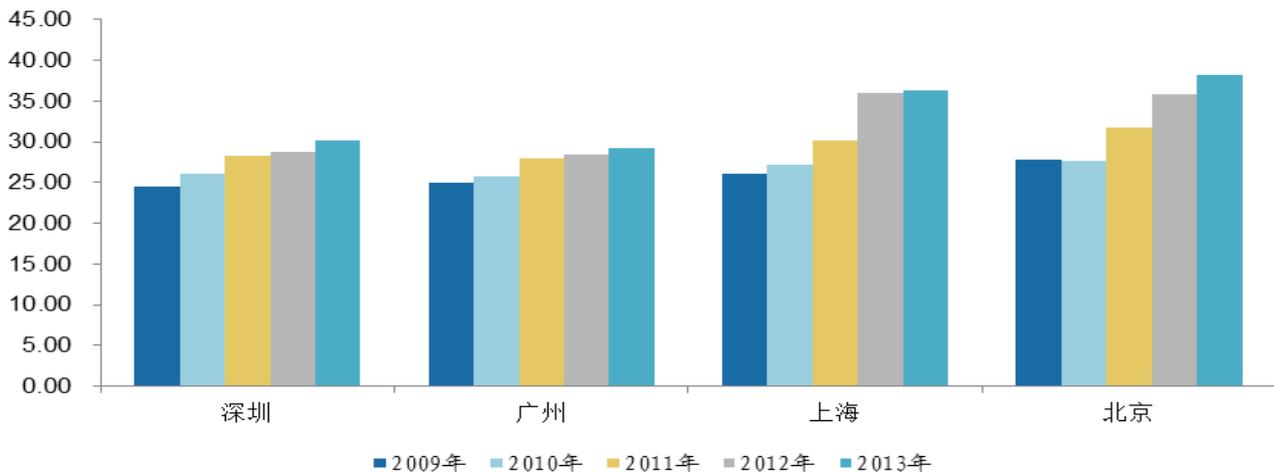
来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

供应增加, 但各个重要城市物流仓储土地仍供不应求, 物流仓储租金逐步上升, 以上海地区为例, 2008 年至 2013 年, 上海地区物流仓储租金上涨了 40%。我们预计网络零售渗透率进一步提升, 物流仓储租金仍将进一步上升。

图表 34: 部分重点城市物流仓储租金 (单位: 元/每平方米/月)



来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

图表 35: 北上广深等一线城市物流仓储租金 (单位: 元/每平方米/月)


来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

B 苏宁物流资源丰富

在物流行业高景气度的背景下, 苏宁相比于竞争对手, 在资源储备方面大幅领先。苏宁物流仓储及相关配套总面积达到了 403 万平方米, 拥有接近 200 万平方米的物流土地储备, 资源储备居于全行业第一, 遥遥领先于竞争对手, 预计到 2016-2017 年, 苏宁有望形成 12 个采购枢纽、12 个小件自动化拣选中心、60 个大型物流基地和 5000 个城市配送点组成的“物流云”体系, 拥有 500 万平方米自有仓储面积。

图表 36: 各重点公司的物流状况

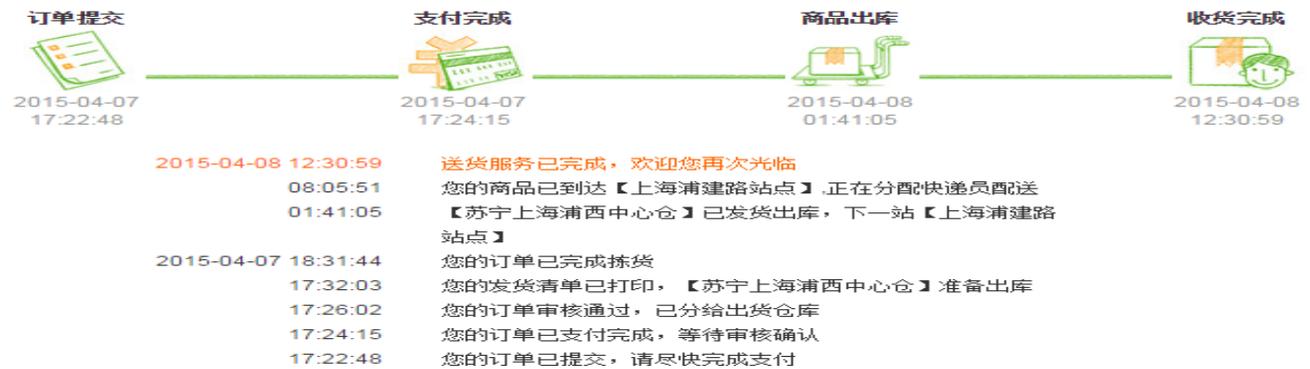
	全国级枢纽仓储物流中心	区域枢纽仓储物流中心	城市级中转仓数量	配送点数量	现有仓储面积 (万平方米)
苏宁	8	57	352	1696 门店+1777 个快递网点	自有 403 (储备土地 200)
京东	7	7	123	3,210 个配送站和自提点	超过 230
国美	—	49	200 多个	800 多个销售网点	70
日日顺	14	93		7600 多家县级专卖店, 约 26000 个乡镇专卖店, 19 万个村级联络站。在全国 2800 多个县建立了物流配送站和 17000 多家服务商网点。	200 以上

来源: 公司公告 公司官网 齐鲁证券研究所

2014 年年初, 苏宁物流成功完成系统切换, 苏宁物流体验已经有了明显的提升, 送货时间大幅缩短, 门店端自提免运费模式均逐步成熟。

图表 37: 上海地区 2013 年 12 月 1 日下单, 12 月 3 日完成收货


来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

图表 38: 2015.4.8 下午购买商品配送目的地上海, 4 月 10 日完成收货。


来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

图表 39: 门店自提免运费。

配送

顾客自提 (免运费)

* 自提点: 请选择

自提点地址:

* 收货人:

* 手机:

电话:

请选择

门店自提点:

- 上海江川路店
- 上海七莘路店
- 上海纪翟路店
- 上海虹梅南路店
- 上海七宝店
- 上海东川路店
- 上海吴泾店
- 上海虹莘路店
- 上海浦江镇店
- 上海银都路店
- 上海颀戴路店
- 上海闵行第一店

来源: 苏宁易购 齐鲁证券研究所

2014 年, 苏宁成立物流子公司, 未来的爆发潜力在 2014 年已经凸显, 苏宁向供应商及第三方提供的物流增值服务收入和信息技术服务收入为 7913 万, 同比增长 175.2%, 毛利率高达 89%。

2015 年, 苏宁物流集团正式成立, 成为集团层面重要战略业务单元, 人、财、物、事独立运作, 在物流行业较高景气度发展的背景下, 随着侯恩龙的上任, 我们预计苏宁物流将逐步盘活存量资产, 将迎来爆发性增长。

5、金融业务布局初步完成，未来有望与苏宁生态圈深度融合

苏宁互联网金融业务布局已经完成，未来 3-5 年有望与苏宁互联网零售生态圈发生“核反应”。

2013 年年初，苏宁成立金融事业部；

2014 年，苏宁金融以独立子公司运营；

2015 年年初，苏宁金融集团正式成立，成为集团层面的战略业务单元。

经过两年的多的发展，苏宁金融已经形成了较为完整的互联网金融业务布局：

第三方支付（易付宝）、消费金融（苏宁消费金融公司）、供应链金融（苏宁保理、苏宁小额贷款）、互联网理财（零钱宝、票据理财）、保险代理（苏宁保险）、P2P、众筹（苏宁众筹）等。

2015 年的《政府工作报告》明确提出，“推动具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构，成熟一家，批准一家，不设限额”。在政策支持下，苏宁民营银行有望加速推进。

图表 40：苏宁金融业务布局

业务	牌照	开展情况	产品
第三方支付	✓	2012 年 6 月，苏宁易付宝获批，截止 2014 年年底，易付宝接入快捷支付银行 71 家，注册用户数达到 8420 万	易付宝
消费金融	✓	2014 年 12 月苏宁消费金融有限公司获批	零钱贷、任性付
供应链金融	✓	2012 年 12 月，苏宁小额贷款公司成立，截止目前，累计放贷 100 多亿	信贷、保理业务
互联网理财	✓	2013 年 10 月，苏宁基金销售牌照获批。2014 年零钱宝 150 亿元，票据理财 4 亿元	零钱宝、票据理财
P2P	无需	正在筹建	——
众筹	无需	2015 年 4 月推出	浩泽净水器等
保险代理	✓	2014 年 2 月，苏宁保险代理牌照获批，目前，保费规模约 5000 万。	苏宁保险
苏宁银行	✓	正在筹建当中，有望加快落地。	——

来源：公司公告 公司官网 齐鲁证券研究所

与竞争对手阿里、京东的业务布局相比，苏宁金融业务紧随竞争对手，在互联网理财、保险业务方面，苏宁布局的时间领先于京东。

图表 41: 苏宁及主要竞争对手互联网金融领域内布局

支付业务	2011年5月, 阿里支付宝获央行第三方支付牌照;	2012年6月, 苏宁易付宝获央行第三方支付牌照;	2012年10月, 京东收购网银在线;
消费金融	2014年2月, 京东推出“京东白条”;	2014年12月, 阿里推出“花呗”;	2015年1月, 苏宁推出“零钱贷”;
供应链金融	2010年, 阿里小贷成立;	2012年11月, 京东推出“网商贷”“京小贷”等;	2012年12月, 苏宁小额贷款公司成立;
互联网理财	2012年5月获得基金支付牌照, 2013年6月, 余额宝正式上线	2013年10月, 苏宁基金销售牌照获批。推出“零钱宝”、“理财票据”等产品	2014年3月, 京东推出“京东小金库”
保险业务	2013年9月, 阿里联合腾讯、平安成立众安保险。	2014年2月, 苏宁保险代理牌照获批	2015年1月, 京东推出“意外险”、“健康险”、“旅行险”
银行	2014年10月, 阿里设立浙江网商银行	2015年, 随着政策的支持, 苏宁银行有望加速落地	不符合民营银行申办规则

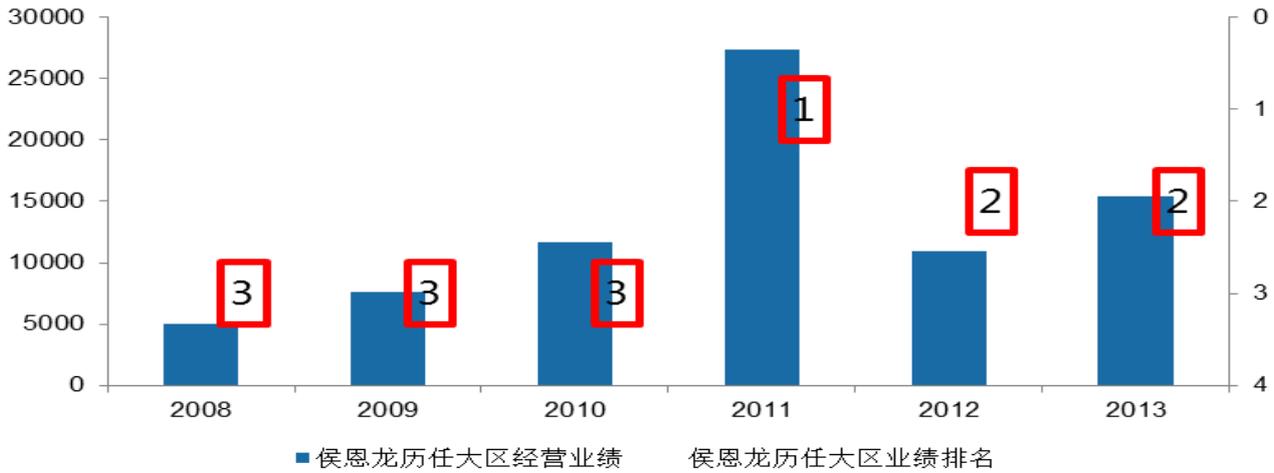
来源: 公司官网 齐鲁证券研究所

我们认为, 互联网金融方兴未艾, 苏宁生态圈中拥有 11000 多家平台商户, 1.67 亿会员 (年度活跃用户 2700 万), 全渠道交易额达到千亿级别, 苏宁金融将充分利用自身零售领域的优势, 成长为互联网金融领域内的重要一极。

7, 人才汇聚、机制创新, 激发苏宁互联网零售新能量:

2015 年开局, 苏宁组织架构调整, 对标国际公司, 侯恩龙任职 COO, 全面负责苏宁易购、苏宁物流各项工作。

侯恩龙 2003 年开始在重庆大区任职, 自 2007 年 12 月苏宁出资组建重庆渝宁苏宁电器有限公司, 2008 年至 2011 年期间, 重庆大区迅速崛起, 经营业绩仅次于区域位置优越的北京大区 and 上海大区。2011 年 6 月, 侯恩龙正式上任苏宁北京大区总经理, 经营业绩十分突出, 并与主要竞争对手短兵相接, 具备丰富的一线作战经验。

图表 42: 侯恩龙历任大区经营业绩及排名


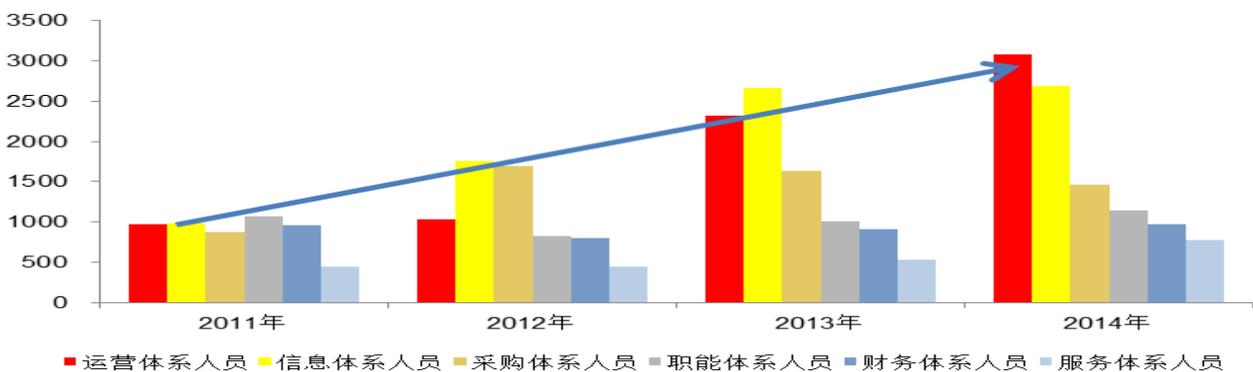
来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

2014 年年初, 侯恩龙正式接手苏宁物流工作, 苏宁物流的用户体验显著提升。2013 年 12 月, 用户在上海购买苏宁易购自营商品到收货约耗时 2-3 天, 目前, 苏宁物流上海地区基本上可以达到当日达或者次日达。

同时, 根据我们的草根调研, 苏宁百货事业部、苏宁金融、苏宁超市等多个部门均有重量级人才加盟, 我们预计侯恩龙的上任以及新人的加盟将给苏宁注入强劲发展动力。

推动人才创新方面, 2014 年 9 月, 苏宁创立 3000 万互联网创新基金和人才发展基金; 在员工激励方面, 苏宁推出员工持股计划, 新一轮的股权激励正在酝酿之中。

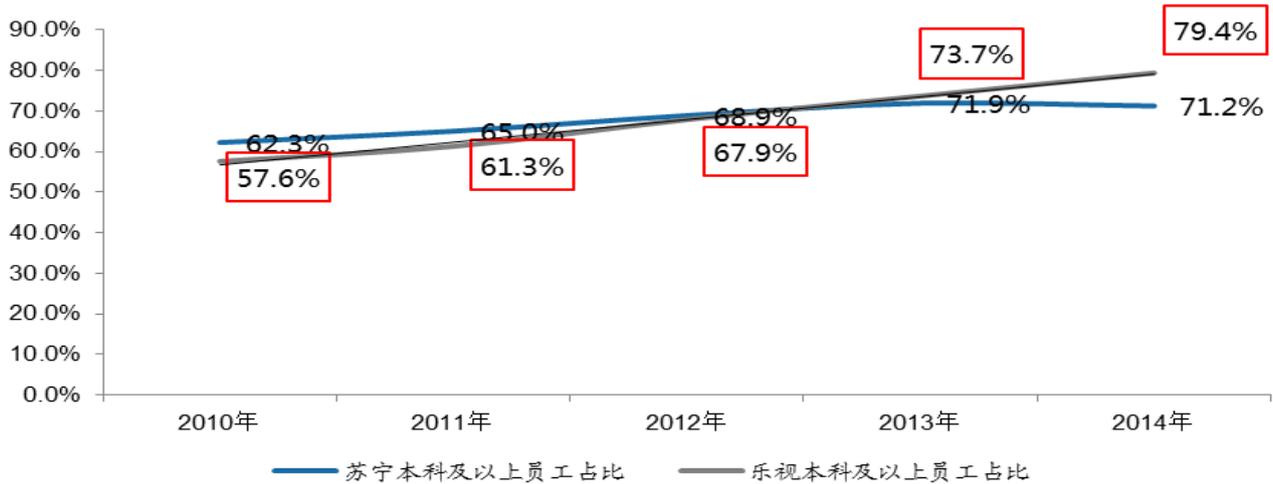
自 2011 年苏宁转型互联网零售以来, 人才结构不断优化, 运营人才与研发人才快速增长, 其中, 苏宁研发人员约为 3000 多人, 与竞争对手京东的研发人员数量¹接近。

图表 43: 苏宁人员体系构成


¹京东招股书披露, 截止 2014 年 2 月 28 日, 京东员工总数为 42339, 其中, 研发人员数量为 2856; 京东 2014 年年报披露, 截止 2014 年 12 月 31 日, 京东员工总数为 68109, 我们预计京东研发人员的区间为 4000 多人。

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

人才结构方面：苏宁的人才学历结构已全面对标互联网公司，2014年，苏宁总部本科及以上学历的人才占比达到71%，与乐视网接近。在员工待遇方面，苏宁总部员工的薪酬体系也全面对标业内公司，根据猎聘网的数据显示，苏宁金融社招员工的薪酬待遇与京东基本保持一致。

图表 44：苏宁及乐视网员工学历结构对比


来源：公司公告 齐鲁证券研究所

图表 45：苏宁金融与京东金融招聘对比

	工作地点	产品经理	高级软件开发工程师-Java	Java架构师
京东金融	北京	10-15万	20-40万	40-60万 (高级架构师)
苏宁金融	南京	10-20万	10-25万	20-40万 (架构师)

来源：猎聘网 齐鲁证券研究所

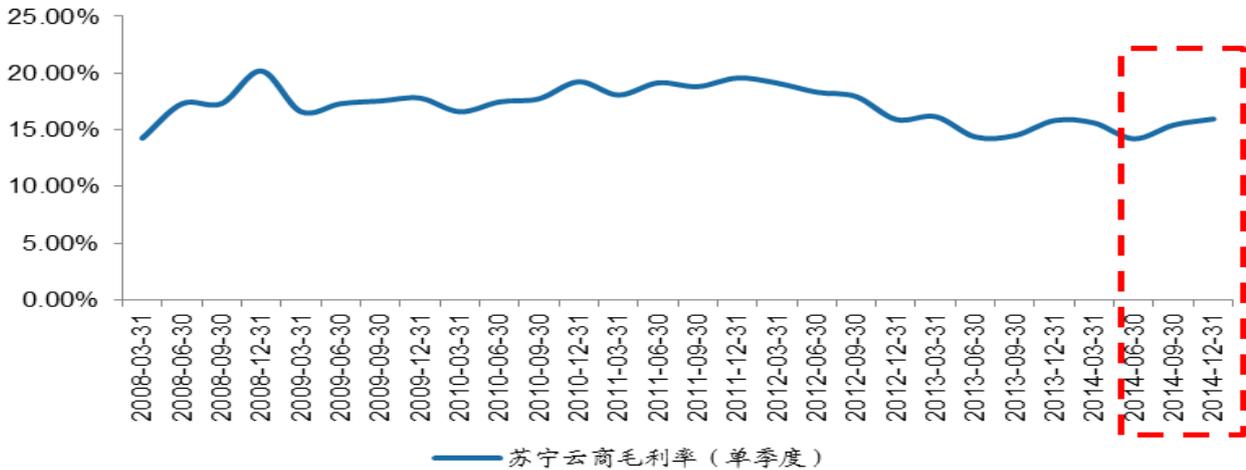
从组织结构来看：在集团总部，苏宁云商的运营部门与商品部门融合，加强跨部门合作。在大区层面，推进以门店为中心的“兴趣点”建设，线上线下利益一体化；在集团层面，苏宁成立金融集团、物流集团，打造以互联网零售为核心的苏宁生态圈。

四、盈利能力好转，REITS 为转型提供充足弹药

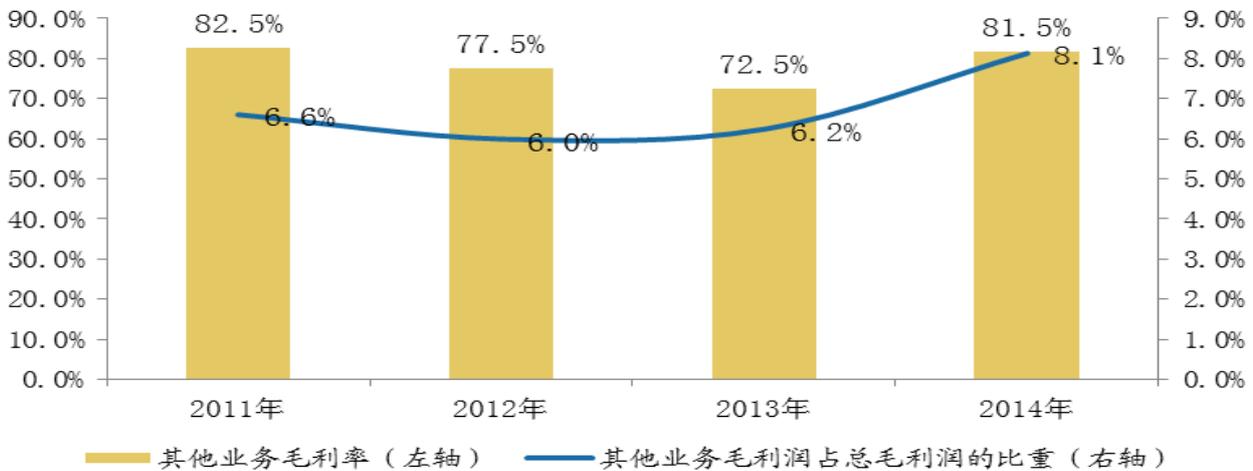
1、盈利能力逐步好转

2014年2季度，公司单季度毛利率达到历史最低点，2014年3季度、

2014年4季度苏宁云商毛利率触底反弹,我们预计随着公司互联网零售生态圈逐步完善,第三方平台交易额将快速增长,公司其他业务收入贡献毛利润占总体毛利润的比例提升,整体毛利率在2014年下半年逐步好转。

图表 46: 苏宁云商毛利率


来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

图表 47: 其他业务毛利率及占总毛利润的比重


来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

图表 48: 苏宁云商单季度营业利润



来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

REITS 为集团转型提供充足弹药

2014 年下半年, 苏宁进行门店资产证券化项目, 第一期门店资产化评估价值为 43.42 亿元, 我们估算后续门店资产证券化价值空间为 32.72 亿元-45.41 亿元, 物流资产证券化的价值在 120.9 亿元-201.5 亿元之间, REITS 计划有助于苏宁盘活资产, 为转型提供充足的弹药。

图表 49: 苏宁自有资产证券化的价值

自有物业-门店	
门店数量	47
门店面积 (万平)	42.30
评估单价假设 (万元/平)	1.8-2.1
自有门店价值 (亿元)	76.14-88.83
第一批门店资产证券化价值 (亿元)	43.42
剩余门店价值 (亿元)	32.72-45.41
自有物业-物流资产	
物流资产面积 (万平方米)	403
评估单价假设 (万元/平)	0.3-0.5
物流资产价值 (亿元)	120.9-201.5
自有物业-储备物流土地	
储备物流资产价值 (亿元)	60 亿元左右

来源: 国家统计局 公司公告 齐鲁证券研究所

图表 50: 苏宁未来五年资本开支的预测

单位: 万元	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
在建工程 (连锁店+自建店+物流基地)	250,000	230,000	180,000	160,000	140,000
IT 支出	60,000	60,000	80,000	80,000	100,000
土地使用权	50,000	50,000	30,000	20,000	20,000
合计	360,000	340,000	290,000	260,000	260,000

来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

推进以互联网零售为核心的外延式并购, 实现跨越式发展。

纵观苏宁并购史, 2010 之前, 苏宁云商的收购业务主要围绕集团主业电器零售展开, 2009 年 6 月、2009 年 12 月, 苏宁分别收购日本乐购仕以及香港镭射电器公司, 拓展电器连锁的经营区域。

自 2011 年苏宁集团确立互联网零售转型以来, 已经陆续收购红孩子, PPTV, 满足网, 好耶广告技术公司, 从品类、流量、技术等层面完成苏宁互联网零售生态圈初步布局。

图表 51: 苏宁云商收购历程



来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

目前, 苏宁与收购标的在用户、流量、数据方面已实现整合, 各类业务均走入正向发展轨道。

苏宁投资集团已于 2015 年年初成立, 在实体零售行业景气度偏低的大环境之下, 线下实体触网已是大势所趋, 苏宁作为实体零售转型互联网零售的先行者, 有望通过“产业投资+互联网零售模式复制”的思路对传统零售

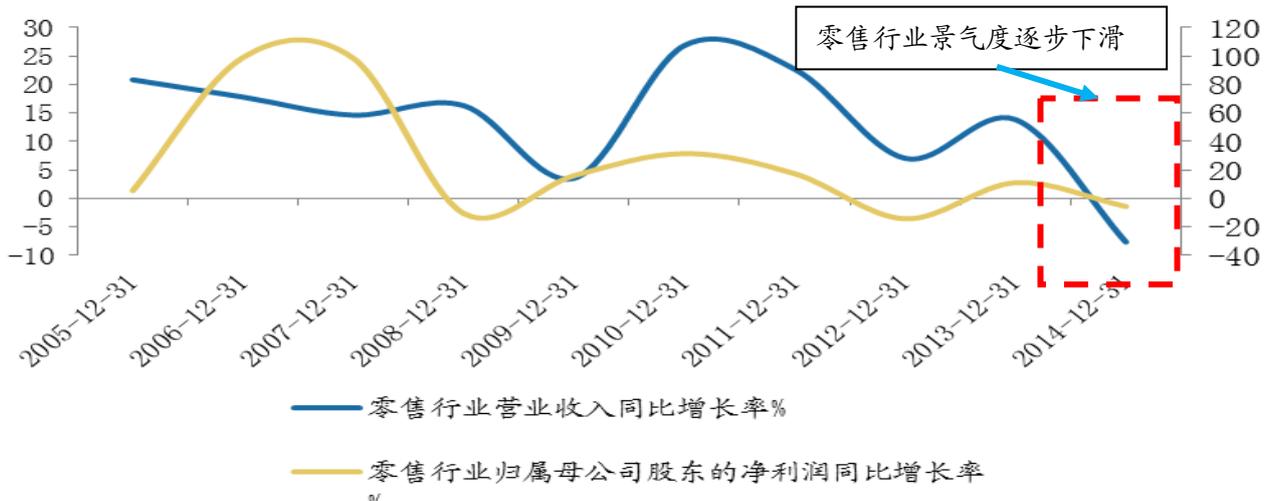
产业进行整合，实现跨越式发展。

图表 52: 社会消费品零售总额 (当月同比)



来源: 国家统计局 齐鲁证券研究所

图表 53: 申万零售行业营收增速以及归属于母公司股东净利润同比增速



来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

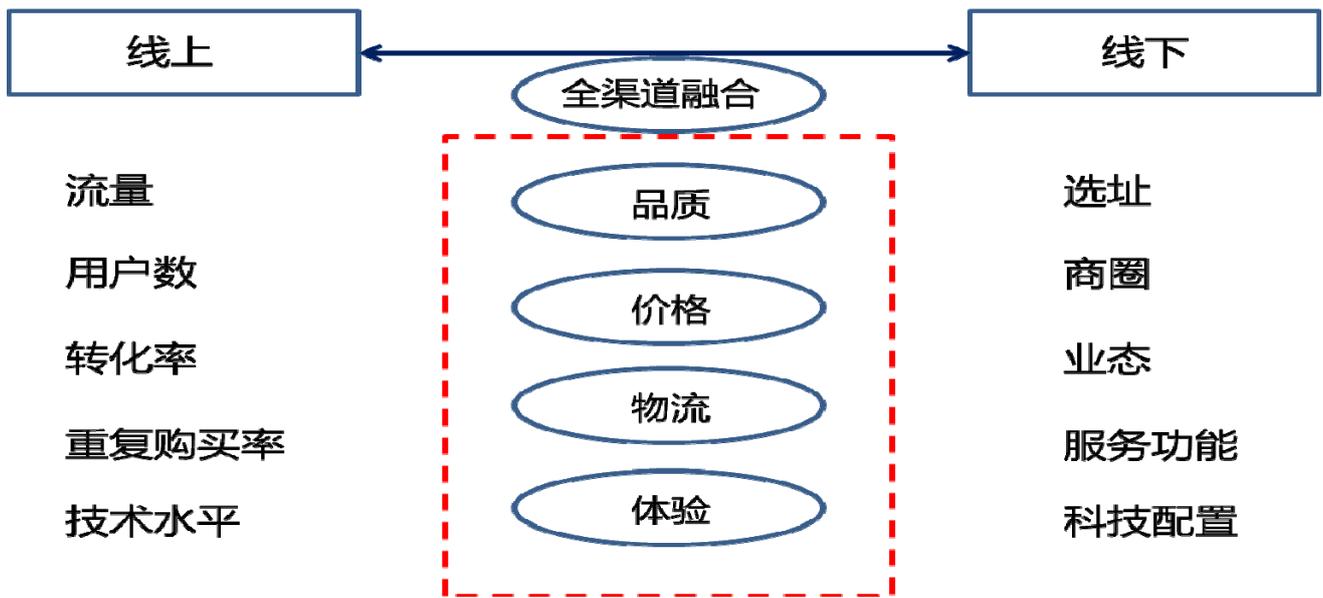
苏宁老树发新芽，线上线下估值重构

传统零售向互联网零售转型，线上线下价值重构

对于传统零售公司而言，线下门店主要以物业价值进行估值，但对于拥有线上线下全渠道资源的互联网零售公司而言，线下价值的涵义更为广泛，不仅包括商品销售价值，还包括场景体验价值、仓储价值等。

有别于市场对于全渠道零售公司线上线下分别估值的模式，我们认为在互联网零售发展趋势下，线上线下的估值一体化，不可分裂。

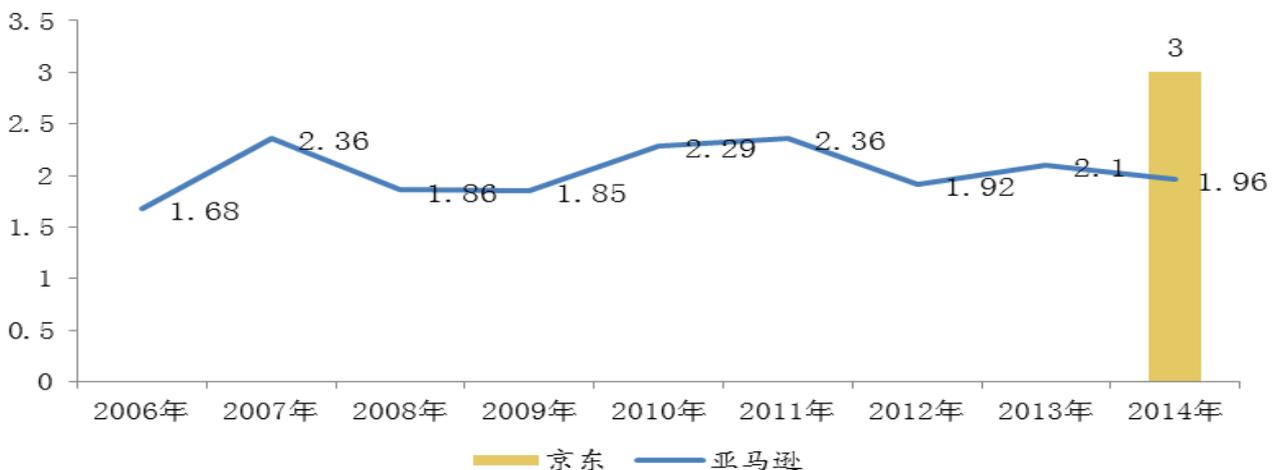
图表 54: 互联网零售行业估值分析要素



来源: 齐鲁证券研究所

线上部分估值: 2006 年-2014 年, 可比公司亚马逊平均市销率在 1.68-2.36 区间内, 京东 2014 年平均市销率为 3, 考虑到 2014 年下半年, 苏宁线上收入恢复增长, 2015 年全年, 我们预计苏宁易购交易额实现 40%+ 的增长是大概率事件, 且苏宁门店端、PC 端、移动端、电视端基本打通, 流量入口多元化, 人才储备、物流体验、售后服务方面均相比于 2013 年、2014 年上半年有了质的飞跃, 苏宁的转型已经由弯道走向直道, 我们给予 2015 年线上收入 (预计 317 亿元) 2.3XPS (互联网零售模式打通线上线下, 给予一定线上部分 PS 估值), 对应市值 682 亿元。

图表 55: 亚马逊、京东年平均 PS (TTM) 估值



来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

线下部分估值: 互联网零售发展趋势下, 苏宁在线下门店端率先卡位, 2015 年, 苏宁计划开 50 家云店, 在门店互联网化的背景下, 苏宁云店作为

苏宁云商旗下堪比腾讯微信以及百度搜索的产品，拥有体验价值、场景价值、仓储配送价值等，传统的线下估值体系已经不适应苏宁现有的产品体系，市场需要对苏宁云商的线下估值进行重新认识，参照百思买、国美电器的年平均 PS (TTM) 估值 (过去三年约为 0.3XPS)，我们给予 2015 年线下收入 (预计 863 亿元) 0.6XPS (苏宁线下相比百思买、国美电器 100% 的估值溢价)，对应市值为 518 亿元。

图表 56: 百思买、国美电器年平均 PS (TTM) 估值



来源：公司公告 齐鲁证券研究所

线上+线下一体化估值：考虑到苏宁作为产业内率先推行互联网零售模式的公司，在行业发展趋势中积累了丰富的运营实践经验，物流、金融方面均已全面布局，我们给予苏宁“线上+线下+金融+物流”生态圈一定的估值溢价，市值 1320 亿元，对应股价为 17.8 元。给予“买入”评级。

七、风险及不确定性

- 1, 线上业务发展低于预期。
- 2, “零售云”、“物流云”等关键系统上线低于预期: “物流云”、“零售云”作为苏宁互联网零售生态圈的重要基础设施，上线较晚将影响苏宁运营效率以及增值服务收入。
- 3, 门店互联网化，短期内影响公司线下的经营业绩。

损益表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	9,835,716	10,529,223	10,892,530	11,975,046	12,961,404	15,152,885
增长率	4.76%	7.1%	3.5%	9.9%	8.2%	16.9%
营业成本	-8,088,465	-8,927,906	-9,228,457	-10,046,583	-10,860,559	-12,693,636
%销售收入	82.2%	84.8%	84.7%	83.9%	83.8%	83.8%
毛利	1,747,252	1,601,317	1,664,072	1,928,464	2,100,845	2,459,249
%销售收入	17.8%	15.2%	15.3%	16.1%	16.2%	16.2%
营业税金及附加	-31,308	-32,994	-35,716	-39,518	-42,773	-50,005
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-1,181,094	-1,273,971	-1,410,503	-1,556,756	-1,620,175	-1,818,346
%销售收入	12.0%	12.1%	12.9%	13.0%	12.5%	12.0%
管理费用	-235,011	-280,567	-335,657	-368,831	-399,211	-466,709
%销售收入	2.4%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	299,839	13,785	-117,803	-36,641	38,685	124,189
%销售收入	3.0%	0.1%	-1.1%	-0.3%	0.3%	0.8%
财务费用	18,608	14,909	-6,677	0	0	0
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-17,955	-21,994	-17,496	0	0	0
公允价值变动收益	-383	8,299	-933	0	0	0
投资收益	1,251	3,392	-2,985	-1,000	1,000	1,000
%税前利润	0.4%	23.5%	—	—	2.4%	0.8%
营业利润	301,360	18,390	-145,893	-37,641	39,685	125,189
营业利润率	3.1%	0.2%	-1.3%	-0.3%	0.3%	0.8%
营业外收支	22,800	-3,952	243,155	200,000	2,000	2,000
税前利润	324,160	14,439	97,261	162,359	41,685	127,189
利润率	3.3%	0.1%	0.9%	1.4%	0.3%	0.8%
所得税	-73,614	-4,008	-14,858	-25,977	-6,670	-20,350
所得税率	22.7%	27.8%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	250,546	10,430	82,404	136,381	35,016	106,839
少数股东损益	-17,066	-26,747	-4,288	0	0	0
归属于母公司的净利润	267,612	37,177	86,691	136,381	35,016	106,839
净利率	2.7%	0.4%	0.8%	1.1%	0.3%	0.7%

现金流量表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	250,546	10,430	82,404	136,381	35,016	106,839
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	159,745	183,600	190,075	137,256	151,415	165,615
非经营收益	-25,340	-24,381	-280,649	-199,000	-3,000	-3,000
营运资金变动	144,992	54,199	-129,971	275,881	180,875	440,559
经营活动现金净流	529,944	223,848	-138,142	350,518	364,306	710,014
资本开支	585,574	472,298	-16,737	44,445	239,756	219,881
投资	-29,323	-539,032	-256,744	0	0	0
其他	1,251	6,487	39,303	-1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-613,646	-1,004,843	-200,705	-45,445	-238,756	-218,881
股权募资	474,810	3,206	1,159	0	0	0
债权募资	458,681	349,492	114,209	-197,373	0	0
其他	-120,333	-84,266	-58,573	0	-36,915	0
筹资活动现金净流	813,158	268,432	56,795	-197,373	-36,915	0
现金净流量	729,456	-512,563	-282,052	107,701	88,634	491,133

资产负债表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,006,737	2,480,628	2,227,447	2,335,147	2,423,782	2,914,914
应收账款	169,922	173,137	244,945	183,783	209,194	248,110
存货	1,722,248	1,825,836	1,603,852	1,789,117	1,874,562	2,156,179
其他流动资产	443,806	951,617	988,498	1,031,841	1,069,594	1,144,584
流动资产	5,342,713	5,431,218	5,064,741	5,339,889	5,577,132	6,463,788
%总资产	70.1%	65.4%	61.6%	62.1%	62.5%	65.5%
长期投资	234,518	385,459	441,320	441,320	441,320	441,320
固定资产	1,106,513	1,469,999	1,540,107	1,634,223	1,699,863	1,738,439
%总资产	14.5%	17.7%	18.7%	19.0%	19.0%	17.6%
无形资产	710,648	830,385	877,840	890,913	915,615	933,304
非流动资产	2,273,437	2,873,147	3,154,632	3,261,821	3,352,162	3,408,427
%总资产	29.9%	34.6%	38.4%	37.9%	37.5%	34.5%
资产总计	7,616,150	8,304,366	8,219,373	8,601,709	8,929,293	9,872,215
短期借款	179,736	116,416	205,372	21,719	21,719	21,719
应付款项	3,857,675	4,120,620	3,776,330	4,219,228	4,538,394	5,348,559
其他流动负债	87,115	185,374	229,990	253,615	227,017	252,935
流动负债	4,124,526	4,422,410	4,211,691	4,494,562	4,787,130	5,623,213
长期贷款	0	59,384	91,421	91,421	91,421	91,421
其他长期负债	580,471	954,054	962,580	962,580	962,580	962,580
负债	4,704,997	5,435,848	5,265,693	5,548,563	5,841,131	6,677,214
普通股股东权益	2,845,913	2,848,817	2,934,888	3,034,354	3,069,370	3,176,209
少数股东权益	65,241	33,365	25,495	25,495	25,495	25,495
负债股东权益合计	7,616,150	8,318,030	8,226,075	8,608,412	8,935,995	9,878,917

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.362	0.050	0.117	0.185	0.047	0.145
每股净资产(元)	3.855	3.859	3.975	4.110	4.157	4.302
每股经营现金净流(元)	0.718	0.303	-0.187	0.475	0.493	0.962
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.40%	1.30%	2.95%	4.49%	1.14%	3.36%
总资产收益率	3.51%	0.45%	1.05%	1.58%	0.39%	1.08%
投入资本收益率	74.16%	1.39%	-8.79%	-3.26%	3.65%	20.61%
增长率						
营业总收入增长率	4.76%	7.05%	3.45%	9.94%	8.24%	16.91%
EBIT增长率	-49.68%	-95.40%	-95.59%	68.90%	205.58%	221.02%
净利润增长率	-44.49%	-86.11%	133.19%	57.32%	-74.33%	205.12%
总资产增长率	27.39%	9.22%	-1.11%	4.65%	3.81%	10.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.8	3.4	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	69.2	72.5	67.8	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	42.8	42.9	37.5	35.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	29.6	33.5	38.4	38.0	36.6	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.77%	-62.02%	-46.79%	-55.24%	-57.48%	-70.90%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-0.9	-17.6	—	—	—
资产负债率	61.78%	65.35%	64.01%	64.46%	65.37%	67.59%

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308