

苏宁云商 (002024.SZ)

REITS 二期助力公司互联网转型

 评级: **买入** 前次: 买入

目标价(元): -

齐鲁互联网零售团队 分析师

彭毅 胡彦超

pengyi@r.qlzq.com.cn S0740512070001

冯晨阳 021-20315176

fengcy@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn

2015年5月18日 分析师

基本状况

总股本(百万股)	7383.04
流通股本(百万股)	6970.05
市价(元)	19.02
市值(百万元)	140425.48
流通市值(百万元)	132570.33

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	105,29	108,92	120,44	129,61	151,52
营业收入增速	7.05%	3.45%	10.58%	7.61%	16.91%
净利润增长率	-86.11	133.19	13.98%	-77.79	386.72
摊薄每股收益(元)	0.05	0.12	0.13	0.03	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	96.16	432.88	88.94
PEG	—	0.58	6.88	—	0.23
每股净资产(元)	3.86	3.98	4.06	4.09	4.23
每股现金流量	0.30	-0.19	0.44	0.46	0.96
净资产收益率	1.30%	2.95%	3.30%	0.73%	3.42%
市净率	2.34	2.26	3.17	3.15	3.04
总股本(百万股)	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.0

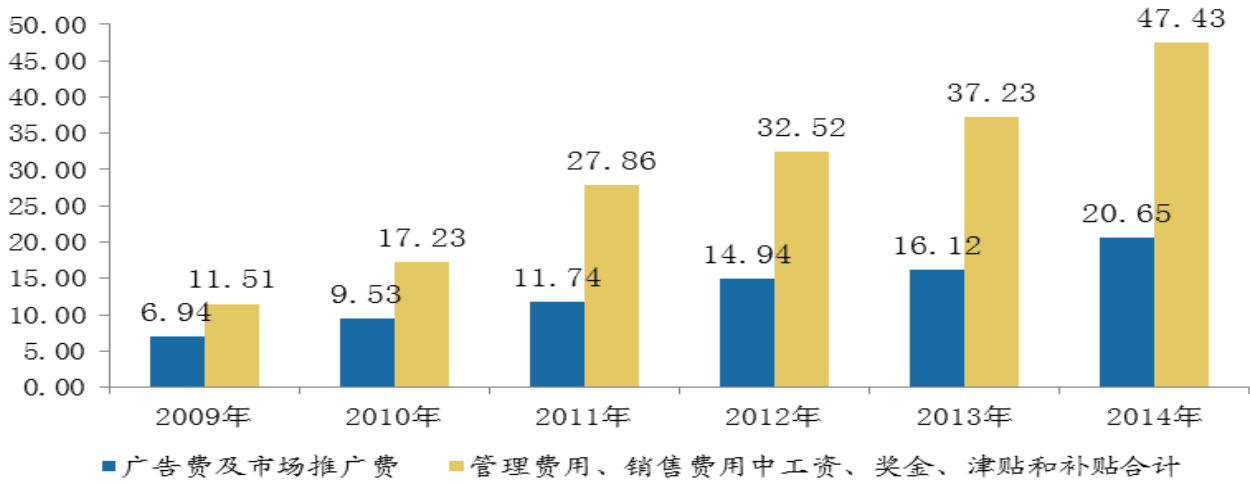
股价与行业-市场走势对比



投资要点

2015年5月18日,苏宁云商发布以部分门店物业为标的资产开展创新型资产运作模式的公告,预计本次交易完成后,公司将收到的交易对价不低于人民币**30.03**亿元,预计本次交易将实现超过人民币**8**亿元的税后净收益。我们的点评如下:

- **苏宁云商以部分门店物业为标的资产开展 REITS 符合我们之前的预期:**苏宁云商转型互联网,在引进人才方面不遗余力,人员待遇/激励机制全面对标互联网公司,2014年人员工资、奖金、津贴和补贴方面的支出相比于2013年增加了约10亿元;电商行业竞争激烈,公司流量主要依靠外部导流,2014年苏宁云商广告费用相比于2013年增加了约4.5亿元,这两项费用的增加是公司2014年亏损的主要原因(2014年苏宁云商营业利润亏损为14.6亿元)。2015年,公司在人才费用/广告费用方面的支出仍将维持高位,高毛利业务(物流/金融/开放平台)仍在培育阶段,我们预计今年苏宁云商经营性亏损是大概率事件。推进以门店物业为标的资产开展创新型资产运作有助于公司盘活资产回笼资金投入公司互联网零售转型升级相关的渠道建设、品类丰富拓展等业务中,有效夯实公司市场竞争力。
- **互联网零售模式的先行者,探索过程中战略性温和亏损可以接受。**传统零售企业转型互联网零售无成功的模式可参照,探索期所付出的代价不可避免。苏宁作为行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,且苏宁的物流、金融方面均已经全面布局。2015年,公司管理层调整,组织架构及企业文化重塑,运营机制、管理效率有望好转,新组织、新思路将为公司带来新气象。我们预计苏宁云商2015/2016/2017年EPS分别为-0.09(考虑门店资产证券化则2015年EPS为0.13)/0.03/0.14,苏宁生态圈“线上+线下+物流+金融”有望超大家预期,牛市行情下,苏宁作为国内A股电商稀缺标的,市值仍有进一步上升的空间,重申“买入”评级。

图表 1: 苏宁云商广告费及市场推广费、薪酬支出合计


来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

图表 2: 苏宁云商二期门店资产证券化概况

门店物业名称 (单位: 万元)	资产原值	累积折旧	资产净值	物业评估值	增值率
大连胜利广场店	21,976.75	3,286.44	18,690.31	24,868.64	33.06%
北京青塔西路店	4,155.11	386.14	3,768.97	7,782.73	106.49%
天津海光寺店	28,106.75	9,148.80	18,957.95	31,728.48	67.36%
济南泉城路二店	18,360.47	3,759.82	14,600.65	30,818.13	111.07%
郑州棉纺路店	4,204.36	722.19	3,482.17	9,230.32	165.07%
上海浦东第一店	55,687.86	9,903.16	45,784.70	83,148.93	81.61%
嘉兴江南摩尔店	9,465.93	803.42	8,662.51	9,720.25	12.21%
泰州西坝口二店	7,810.85	1,578.44	6,232.41	8,631.81	38.50%
马鞍山解放路店	3,255.00	578.85	2,676.15	7,291.42	172.46%
武汉中南店	21,878.29	3,934.90	17,943.39	37,937.32	111.43%
郴州国庆北路店	1,714.35	630.52	1,083.83	6,972.38	543.31%
大同苏宁电器广场店	18,743.84	2,392.31	16,351.53	18,961.76	15.96%
内江百货大楼店	8,240.20	932.52	7,307.68	8,667.88	18.61%
厦门财富港湾购置店	13,914.69	1,662.42	12,252.27	14,566.59	18.89%
合计	217,514.45	39,719.93	177,794.52	300,326.64	68.92%

来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

风险提示

- 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	12,044,746	12,961,404	15,152,885
增长率	4.76%	7.1%	3.5%	10.6%	7.6%	16.9%
营业成本	-8,088,465	-8,927,906	-9,228,457	-10,108,616	-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	1,936,131	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	-39,748	-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	-1,568,226	-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	-409,521	-414,765	-466,709
%销售收入	2.4%	2.7%	3.1%	3.4%	3.2%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	299,839	13,785	-117,803	-81,364	23,132	124,189
%销售收入	3.0%	0.1%	-1.1%	-0.7%	0.2%	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%	—	—	3.8%	0.8%
营业利润	301,360	18,390	-145,893	-82,364	24,132	125,189
营业利润率	3.1%	0.2%	-1.3%	-0.7%	0.2%	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	117,636	26,132	127,189
利润率	3.3%	0.1%	0.9%	1.0%	0.2%	0.8%
所得税	-73,614	-4,008	-14,858	-18,822	-4,181	-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	98,814	21,951	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	98,814	21,951	106,839
净利率	2.7%	0.4%	0.8%	0.8%	0.2%	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	98,814	21,951	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	289,848	167,647	439,820
经营活动现金净流	529,944	223,848	-138,142	326,918	338,013	709,274
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	84,101	62,341	490,393

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	2,311,547	2,373,889	2,864,282
应收账款	169,922	173,137	244,945	184,852	209,194	248,110
存货	1,722,248	1,825,836	1,603,852	1,800,164	1,874,562	2,156,179
其他流动资产	443,806	951,617	988,498	1,034,487	1,069,594	1,144,584
流动资产	5,342,713	5,431,218	5,064,741	5,331,051	5,527,239	6,413,155
%总资产	70.1%	65.4%	61.6%	62.0%	62.2%	65.3%
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%	19.1%	17.7%
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%	38.0%	37.8%	34.7%
资产总计	7,616,150	8,304,366	8,219,373	8,592,872	8,879,400	9,821,583
短期借款	179,736	116,416	205,372	21,719	21,719	21,719
应付账款	3,857,675	4,120,620	3,776,330	4,247,101	4,539,134	5,348,559
其他流动负债	87,115	185,374	229,990	254,471	227,017	252,935
流动负债	4,124,526	4,422,410	4,211,691	4,523,291	4,787,869	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	5,577,293	5,841,871	6,677,214
普通股股东权益	2,845,913	2,848,817	2,934,888	2,996,787	3,018,737	3,125,576
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	8,599,574	8,886,103	9,828,285

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	0.134	0.030	0.145
每股净资产(元)	3.855	3.859	3.975	4.059	4.089	4.233
每股经营现金净流(元)	0.718	0.303	-0.187	0.443	0.458	0.961
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%	3.30%	0.73%	3.42%
总资产收益率	3.51%	0.45%	1.05%	1.15%	0.25%	1.09%
投入资本收益率	74.16%	1.39%	-8.79%	-7.35%	2.18%	20.61%
增长率						
营业总收入增长率	4.76%	7.05%	3.45%	10.58%	7.61%	16.91%
EBIT增长率	-49.68%	-95.40%	-95.59%	30.93%	128.43%	436.88%
净利润增长率	-44.49%	-86.11%	133.19%	13.98%	-77.79%	386.72%
总资产增长率	27.39%	9.22%	-1.11%	4.54%	3.33%	10.61%
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	37.8	36.6	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.77%	-62.02%	-46.79%	-55.15%	-56.80%	-70.44%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-0.9	-17.6	—	—	—
资产负债率	61.78%	65.35%	64.01%	64.86%	65.74%	67.94%

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。