

2015年05月29日

苏宁云商 (002024.SZ)

金融生态圈添新丁，战略转型好戏连台

■苏宁消费金融公司5月29日隆重开业。公司公告收到《中国银监会江苏监管局关于苏宁消费金融有限公司开业的批复》。批准“苏宁消费金融有限公司”于2015年5月29日在南京开业。消费金融公司将借助苏宁云商强大的数据库资源、线上平台经验以及丰富的门店优势为消费者提供多元消费金融服务。

■股东强大提供支撑，产品丰富赢得美誉，未来发展不可限量。苏宁消费金融公司是由全国首家大型零售商主要发起且由民营资本控股的消费金融公司，同时是电子商务领域第一家拥有金融牌照的消费金融公司。我们看好消费金融公司发展前景，原因有二：其一，强大股东背景为消费金融公司后续发展提供可靠支撑。其二，业务多元、产品丰富提供便捷服务。苏宁消费金融经营范围包括个人消费贷款、境内同业拆借、代理销售与消费贷款相关的各类金融产品等服务。“苏宁+服务”产品层出不穷，O2O布局正在加速完善，我们坚定看好公司转型的速度与品质。

■“O2O+金融+物流”互联网零售雏形渐行渐近。“O2O+金融+物流”互联网零售雏形渐行渐近。第一，门店升级云店，整合多业态积极开展O2O。作为公司O2O战略核心和新的引流端口，“云店”经营业态新颖，业务功能丰富，公司计划开业50家店（首两家店首日客流2.1万人次，总销售3200万，计划今年开业50家），重塑门店消费场景实现升级；此外，今年计划重点发展1500家易购服务站深入农村市场，以O2O模式低成本实现渠道全面下沉。第二，发力金融服务，积极贡献业绩增量。苏宁在金融业务方面计划更好实现C2B产品定制，为供应链上商户及消费者提供包括理财、贷款、保险等在内的金融服务，预期今年金融业务贡献利润数亿元。第三，做好物流建设，提升配送率、凸显用户体验。苏宁物流经过20年的超前资金、技术投入，现已形成全国性仓储配送网络，次日达覆盖区域达90%，15Q1，投诉率为行业最低，用户体验成效凸显。公司未来有望打造基于物流、数据、金融的产品服务，为消费者打造极致体验。

■维持盈利预测，维持买入-A评级。公司基本面持续改善，未来叠加苏宁互联、互联网金融等新业务贡献业绩增量，市值成长将进入直道加速期。我们预计15-17年EPS为0.13元、0.16元、0.20元，对应PE为147倍、120倍、96倍。维持买入-A评级。

■风险提示：转型进展不达预期。

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)	382.6	159.4	147.2	119.6	95.7
市净率(倍)	5.0	4.8	4.5	4.3	4.1
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%	0.3%	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

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

22.96元

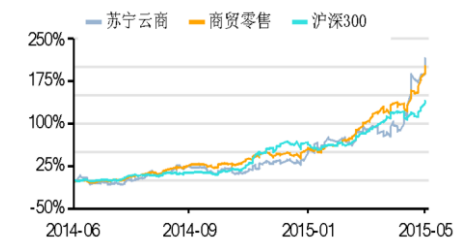
股价(2015-05-28)

19.13元

交易数据

总市值(百万元)	141,237.62
流通市值(百万元)	94,515.86
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	6.40/21.91元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	46.01	28.48	54.42
绝对收益	47.95	63.78	177.25

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

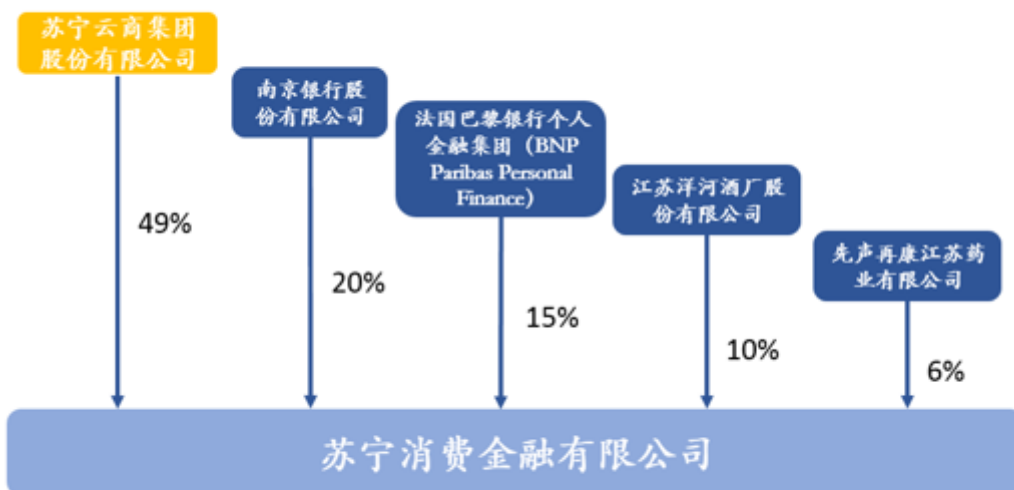
相关报告

线上业务快速增长，O2O战略持续推进，金融布局逐步深入	2015-04-30
苏宁众筹正式上线，O2O转型进入加速期	2015-04-24
季度环比改善，静候2015年资产价值重估	2015-04-02

苏宁消费金融公司 5 月 29 日隆重开业。公司公告收到《中国银监会江苏监管局关于苏宁消费金融有限公司开业的批复》。批准”苏宁消费金融有限公司“于 2015 年 5 月 29 日在南京开业。消费金融公司将借助苏宁云商强大的数据库资源、线上平台经验以及丰富的门店优势为消费者提供多元消费金融服务。

股东强大提供支撑，产品丰富赢得美誉，未来发展不可限量。苏宁消费金融公司是由全国首家大型零售商主要发起且由民营资本控股的消费金融公司，同时是电子商务领域第一家拥有金融牌照的消费金融公司，注册资本 3 亿元人民币，由苏宁云商（49%）与南京银行（20%）、巴黎银行个人金融集团（15%）、洋河股份（10%）和先声再康药业（6%）共同出资组建。我们看好消费金融公司发展前景，原因有二：其一，强大股东背景为消费金融公司后续发展提供可靠支撑。控股股东苏宁云商是全国民营企业 500 强中排名第一的大型连锁零售商和国内第三大电商平台，会员数超过 1.67 亿，有天然的消费金融应用场景与客户群；南京银行是全国首批城商行，法国巴黎银行个人金融集团拥有六十多年消费金融业务历史，两家专业金融机构经验丰富；江苏洋河酒厂股份有限公司是老牌白酒企业，先声再康江苏药业有限公司在江苏省内率先获得互联网药品交易服务资格证书，二者均为国内知名企业。股东拥有的资源、专业优势将为消费金融公司的后续发展提供强有力的支撑。其二，业务多元、产品丰富提供便捷服务。苏宁消费金融经营范围包括个人消费贷款、境内同业拆借、代理销售与消费贷款相关的各类金融产品等服务。开业后即将推出的个人信用消费产品“任性付”将消费金融与全品类零售流程直接对接，是以“互联网+”方式催化传统消费信贷产品的首次尝试。“任性付”将用户在互联网上各类行为数据，第三方数据加以整合、验证、分析，快速、分层地给予一定期限内用于先购物后还款的授信额度，具有灵活、高效、期限长等特点。公司将服务视作唯一的产品，赢得消费者认同是苏宁追求的终极目标。近期，超级智能 APP 推出、首两家云店开业且预计 6 月将推出苏宁云店 2.0、‘数据云’服务也即将上线，由此可见“苏宁+服务”产品层出不穷，O2O 布局正在加速完善，我们坚定看好公司转型的速度与品质。

图 1：苏宁消费金融股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心。

图 2: 经营业务一览



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

“O2O+金融+物流”互联网零售雏形渐行渐近。第一，门店升级云店，整合多业态积极开展 O2O。作为公司 O2O 战略核心和新的引流端口，“云店”经营业态新颖，业务功能丰富，公司计划开业 50 家店（首两家店首日客流 2.1 万人次，总销售 3200 万，计划今年开业 50 家），重塑门店消费场景实现升级；此外，今年计划重点发展 1500 家易购服务站深入农村市场，以 O2O 模式低成本实现渠道全面下沉。第二，发力金融服务，积极贡献业绩增量。苏宁在金融业务方面计划更好实现 C2B 产品定制，为供应链上商户及消费者提供包括理财、贷款、保险等在内的金融服务，预期今年金融业务贡献利润数亿元。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。12 月底公司将推出零钱贷。5 月 29 日消费金融公司如期开业印证了公司金融业务正在有序开展。此外，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，结合现有产品的其他优势，切入校园市场。预期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。第三，做好物流建设，提升配送率、凸显用户体验。苏宁物流经过 20 年的超前资金、技术投入，现已形成全国性仓储配送网络，次日达覆盖区域达 90%，15Q1，投诉率为行业最低，用户体验成效凸显。公司未来有望打造基于物流、数据、金融的产品服务，为消费者打造极致体验。

维持盈利预测，维持买入-A 评级。公司基本面持续改善，门店调整优化有效推进，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，消费金融公司开业，互联网金融更进一步。未来叠加苏宁互联、互联网金融等新业务贡献业绩增量，市值成长将进入直道加速期。我们预计 15-17 年 EPS 为 0.13 元、0.16 元、0.20 元，对应 PE 为 147 倍、120 倍、96 倍。维持买入-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月29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)	-	0.05	-	-	-
少数股东权益	333.6	254.9	65.9	-73.1	-272.1	分红比率	0.0%	42.6%	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%	0.3%	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		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	104.3	824.0	965.6	1,207.0	1,477.5	EPS(元)	0.05	0.12	0.13	0.16	0.20
加:折旧和摊销	1,616.1	1,725.8	1,228.0	1,309.8	1,473.5	BVPS(元)	3.84	3.97	4.29	4.46	4.67
资产减值准备	219.9	175.0	-	-	-	PE(X)	382.6	159.4	147.2	119.6	95.7
公允价值变动损失	-83.0	9.3	26.0	35.0	48.0	PB(X)	5.0	4.8	4.5	4.3	4.1
财务费用	201.9	188.9	70.0	72.0	82.0	P/FCF	-79.7	-956.5	25.2	28.1	35.4
投资损失	-33.9	29.8	-21.0	-21.0	-21.0	P/S	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	-267.5	-42.9	-189.0	-139.0	-199.0	EV/EBITDA	39.9	-296.5	-2,083.4	307.5	99.2
营运资金的变动	1,014.0	-2,949.2	11,042.1	-2,691.0	6,557.3	CAGR(%)	117.2%	15.8%	-32.3%	117.2%	15.8%
经营活动产生现金流量	2,238.5	-1,381.4	13,121.7	-227.2	9,418.3	PEG	3.3	10.1	-4.6	1.0	6.1
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	ROIC/WACC	0.8	-3.0	-1.8	32.0	-3.8
融资活动产生现金流量	2,874.2	628.5	-2,666.1	6,554.5	-3,073.4	REP	9.2	-1.8	154.1	1.5	8.5

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

刘章明声明, 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

