

牵手万达积极拥抱线下,互联网零售更进一步

■苏宁、万达紧密合作,线下体验更加丰富。9月6日苏宁与万达在北京召开新闻发布会宣布战略合作。苏宁易购、苏宁云店等品牌将进入已开业或即将开业的万达广场经营,双方确定首批合作项目为40个。并且自16年开始,将根据万达广场开业情况每年确定成批合作项目,同时万达商业将根据苏宁需求定制规划设计。与万达签署紧密协议,是苏宁继线上对接阿里之后在线下方面的一次重量级合作。万达地产资源优势与苏宁零售运营能力全面融合,将创造出全新合作模式,给双方带来多元价值,为消费者带来更加丰富的体验。

■万达商业是全球商业地产龙头,持有物业面积规模全球第二。①万达商业拥有丰富的物业体量,布局范围广泛。在国内总建筑面积约为8470万平米:万达广场7025万平米,占比83%;万达城1264万平米,占比15%;其他物业占比2%。②万达广场为核心产品,体验式服务符合当下消费需求。③营收增速趋稳、规模过亿,联手苏宁打通线上渠道,进一步提升经营效率。

■牵手万达强强联合、优势互补带来线上、线下极致消费体验。第一,万达巨大客户群、稳定的客流量将进一步丰富苏宁业态布局。第二,万达线下体验式消费模式促进苏宁挖掘客户消费需求,进一步完善转型模式。第三,线上、线下相互导流,苏宁、阿里、万达三方合作共同推进O2O。迈入全开放时代的苏宁将开放更多接口,为上、下游合作伙伴打造一条互联网零售高速公路,为消费者打造线上、线下融合的极致体验。

■线上阿里、线下万达,借力合作方优势同时不断完善自我,互联网零售转型更进一步。第一,与阿里合作,线上、线下优势互补,协同效应O2O战略转型升级。第二,与万达合作,完善线下体验,继续推进O2O战略。第三,物流持续完善,金融产品陆续推出。①不断完善物流网络布局,发挥O2O融合优势。②金融方面创新产品持续推出。与行业龙头合作、充分利用大平台资源优势,宣告苏宁商业模式迈入O2O新纪元,同时不断完善自身在物流、金融方面的建设,按部就班,稳步推进,打造更加强大的苏宁,坚定看好公司未来发展潜力。

■维持盈利预测,维持买入-A评级。不考虑定增,预计15-17年EPS分别为0.13元,0.16元,0.20元,当前股价对应PE分别为103倍,83倍,67倍;定增后对应摊薄EPS分别为0.07元,0.09元,0.19元,当前股价对应PE分别为190倍,148倍,70倍。维持买入-A评级。

■风险提示:零售终端消费低迷,合作进展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	105,292.2	108,925.3	139,517.6	183,736.7	241,025.4
净利润	371.8	866.9	512.1	862.7	1,762.0
每股收益(元)	0.05	0.12	0.07	0.09	0.19
每股净资产(元)	3.84	3.97	4.23	6.60	6.79

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	266.6	111.1	190.4	148.1	70.2
市净率(倍)	3.5	3.4	3.2	2.0	2.0
净利润率	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
净资产收益率	0.4%	2.8%	1.0%	1.2%	2.5%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.2%	-19.6%	-17.8%	28.7%	1.8%

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

22.21元

股价(2015-09-02)

13.33元

交易数据

总市值(百万元)	98,415.97
流通市值(百万元)	66,887.47
总股本(百万股)	7,383.04
流通股本(百万股)	5,017.81
12个月价格区间	7.68/22.80元

股价表现



资料来源:Wind资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.47	1.37	32.53
绝对收益	-3.34	-33.42	73.57

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

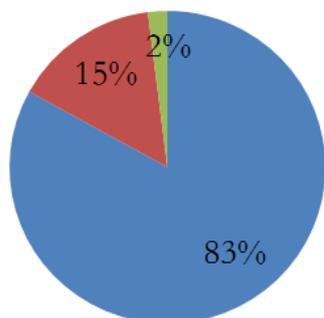
营收增长、利润亏损收窄,	2015-08-31
联姻阿里创共赢	
金麟岂是池中物,携手阿里	2015-08-11
共化龙。O2O 战风云起,多	
点合作创未来!	
股权激励再起航,利益绑定	2015-07-10
共谋转型	

苏宁、万达紧密合作，线下体验更加丰富。9月6日苏宁与万达在北京召开新闻发布会宣布战略合作。苏宁易购、苏宁云店等品牌将进入已开业或即将开业的万达广场经营，双方确定首批合作项目为40个。并且自16年开始，将根据万达广场开业情况每年确定成批合作项目，同时万达商业将根据苏宁需求定制规划设计。与万达签署紧密协议，是苏宁继线上对接阿里之后在线下方面的一次重量级合作。万达地产资源优势与苏宁零售运营能力全面融合，将创造出全新合作模式，给双方带来多元价值，为消费者带来更加丰富的体验。

万达商业是全球商业地产龙头，持有物业面积规模全球第二。万达集团是中国领先的商业地产开发商、业主及运营商，并为世界第二大商业地产业主及运营商。万达商业为集团旗下唯一商业地产开发平台，主营业务包括：以大型购物中心为主体的商业中心投资与运营；五星及超五星级酒店的开发与运营；商业运营及物业管理；写字楼、公寓和住宅的开发销售。①万达商业拥有丰富的物业体量，布局范围广泛。在国内总建筑面积约为8470万平米：万达广场7025万平米，占比83%；万达城1264万平米，占比15%；其他物业占比2%。在国内29省、111个城市拥有175个物业项目。其中包括：110个城市159座万达广场；6个城市的6座开发中的万达城等。②万达广场为核心产品，体验式服务符合当下消费需求。万达从2000年尝试第一代万达广场，2004年推出第三代万达广场，一般包括万达自运营的购物中心，以及写字楼、住宅楼、豪华酒店等。购物中心的主要租户通常包括百货商场、超市、电子产品商店、电影院、卡拉OK、连锁餐厅及游乐场，同时也有品类丰富的小型店铺。一站式+体验式+全龄层场景消费理念得到认可，客流将持续提升。万达广场提供了从工作到生活的一切元素，服务设施面面俱到；同时在业态上精心布局，购物之余可以享受更多娱乐设施；此外，万达广场包容各年龄段消费者，既是孩子们的乐园，也是年轻人浪漫约会地，还是中年人和老年人放松、享受之所，各年龄人群都可在这里得到满足。都市全新生活理念主导的商业模式无疑将带动客流量不断提升。③营收增速趋稳、规模过亿，联手苏宁打通线上渠道，进一步提升经营效率。收入规模来看，14年达到1082亿但增速有所下滑，未来通过苏宁打通线上完善O2O布局，提升经营效率。

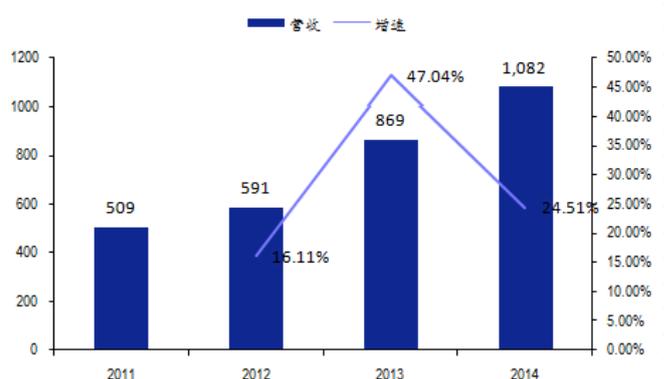
图1：万达广场建筑面积7025万平米，稀罕比83%

■ 万达广场 (7025) ■ 万达城 (1264) ■ 其他 (181)



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图2：营收规模过亿，增速趋于稳定



数据来源：Wind 安信证券研究中心

牵手万达强强联合、优势互补带来线上、线下极致消费体验。第一，万达巨大客户群、稳定的客流量将进一步丰富苏宁业态布局。万达广场一般位于城市中心，其稳定的经营和日益增长的客流（2015年预计年客流量达到20亿人次；2020年超过100亿人次）为苏宁的快速发展提供保障。苏宁现有门店1600多家，如果未来苏宁门店进驻到所有万达广场，门店数量大增，由此带来的增量客流在提升苏宁市场份额的同时将丰富门店业态。后续苏宁云店等一系列商业形态将入驻万达广场，在巩固一二级市场零售经营优势的同时，加速三四级市场的线下开发建设速度。第二，万达线下体验式消费模式促进苏宁挖

掘客户消费需求，进一步完善转型模式。万达广场集购物、餐饮、娱乐、休闲、社交等复合功能为一体的商业模式，已经逐渐演变成一种都市生活方式，人们对于体验式消费的需求得到最大化满足。苏宁进驻万达将更好地发现消费者需求，同时有更多网点覆盖客户的物流、维修等体验式需求。苏宁六年时间构建的商品供应链、物流配送、售后服务等核心能力，向万达开放接口之后将打造线上、线下融合的消费体验。**第三，线上、线下相互导流，苏宁、阿里、万达三方合作共同推进 O2O。**苏宁先后与阿里、万达达成战略合作意向，一方是电商龙头线上资源丰富，一方是商业地产巨霸线下客流巨大，三方结合核心在于流量共享，通过各自平台实现互利共赢，打造消费 O2O 新模式。**迈入全开放时代的苏宁将开放更多接口，为上、下游合作伙伴打造一条互联网零售高速公路，为消费者打造线上、线下融合的极致体验。**

线上阿里、线下万达，借力合作方优势同时不断完善自我，互联网零售转型更进一步。
第一，与阿里合作，线上、线下优势互补，协同效应 O2O 战略转型升级。苏宁与阿里联姻是迄今为止零售行业内最大规模资本联合，也是目前电商行业内老大与老三的联盟。双方中一方是中国最大电商平台，一方是在线下广布门店转型互联网化大型零售商，通过彼此在线上、线下方面的资源互补，打破场景限制，升级 O2O 战略。**第二，与万达合作，完善线下体验，继续推进 O2O 战略。**苏宁与万达合作是中国最大商业零售与商业地产之间的强强联合，将实现互利共赢。苏宁线下实体门店 1600 多家，线上苏宁易购位居国内电商平台前三，依托线上、线下融合的供应链优势，已经形成全渠道、全品类布局，零售品类涵盖家电、3C、母婴、百货、超市、服装等，与万达合作将借助对方城市中心的位置优势、稳定的经营与丰厚的客流量抓住更多消费者，展示全新互联网零售运营模式，为用户带来线上、线下融合的购物体验。**第三，物流持续完善，金融产品陆续推出。**
①不断完善物流网络布局，发挥 O2O 融合优势。15 年苏宁物流公司升级为苏宁物流集团，对物流管理体系进行了调整、优化，逐步完成由企业物流向物流企业、由成本中心向利润中心转型。截止 15 年 6 月末，公司拥有物流仓储及相关配套总面积达到 452 万平方米。**②金融方面创新产品持续推出。**公司成立独立的苏宁金融子集团，完善优化组织团队，致力于新产品的开发和创新创业态模式的搭建。**在支付上，**苏宁金融加速“易付宝+本地生活”模式的推广，实现用户支付全场景覆盖；**在理财业务上，**通过设计多样化的理财产品，满足不同用户的投资需求；**在供应链金融上，**以苏宁生态链为基础，逐层拓展外部客户，推出小微企业贷款产品；**在众筹业务上，**完成回报型、公益型、收益型众筹布局；**在消费信贷上，**苏宁消费金融公司 5 月底开业运营，推出个人信用消费产品“任性付”，有效拉动消费提高用户粘性。**与行业龙头合作、充分利用大平台资源优势，宣告苏宁商业模式迈入 O2O 新纪元，同时不断完善自身在物流、金融方面的建设，按部就班，稳步推进，打造更加强大的苏宁，坚定看好公司未来发展潜力。**

维持盈利预测，维持买入-A 评级。继联姻阿里之后，苏宁再次重磅牵手万达，分别在线上、线下与电商龙头、商业地产巨霸合作，开启 O2O 新纪元，引领中国零售变革提效。作为 A 股零售龙头，苏宁将通过零售+，加各种外部资源，透过渠道与服务拓展用户，增强粘性，丰富品牌内涵。不考虑定增，我们预计 15-17 年 EPS 分别为 0.13 元，0.16 元，0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 103 倍，83 倍，67 倍；定增后对应摊薄 EPS 分别为 0.07 元，0.09 元，0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 190 倍，148 倍，70 倍。维持买入-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年09月07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	139,517.6	183,736.7	241,025.4	成长性					
减:营业成本	89,279.1	92,284.6	118,171.4	155,257.5	203,184.4	营业收入增长率	7.1%	3.5%	28.1%	31.7%	31.2%
营业税费	329.9	357.2	432.5	588.0	771.3	营业利润增长率	-93.9%	-893.3%	-25.6%	25.5%	128.8%
销售费用	12,739.7	14,105.0	18,276.8	23,885.8	30,369.2	净利润增长率	-86.1%	133.2%	-40.9%	68.5%	104.2%
管理费用	2,805.7	3,356.6	4,255.3	5,420.2	6,387.2	EBITDA 增长率	-69.2%	-113.8%	249.2%	-102.5%	14,251.9
财务费用	-149.1	66.8	70.0	70.0	70.0	EBIT 增长率	-98.8%	-4,100.6	26.6%	-26.5%	-135.8%
资产减值损失	219.9	175.0	191.5	195.5	187.3	NOPLAT 增长率	-98.9%	-4,799.2	24.4%	-21.5%	-114.7%
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%	-148.5%	-334.4%	-151.8%
投资和汇兑收益	33.9	-29.8	21.0	279.0	290.0	净资产增长率	-1.4%	2.9%	6.0%	96.1%	2.6%
营业利润	183.9	-1,458.9	-1,832.9	-1,366.3	394.0	利润率					
加:营业外净收支	-39.5	2,431.6	2,410.0	2,521.0	1,892.0	毛利率	15.2%	15.3%	15.3%	15.5%	15.7%
利润总额	144.4	972.6	577.1	1,154.7	2,286.0	营业利润率	0.2%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	0.2%
减:所得税	40.1	148.6	254.0	431.0	723.0	净利率	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
净利润	371.8	866.9	512.1	862.7	1,762.0	EBITDA/营业收入	1.1%	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.8%
						EBIT/营业收入	0.0%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	0.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	33	38	31	23	18
						流动营业资本周转天数	-56	-51	-53	-54	-53
						流动资产周转天数	183	172	164	170	172
						应收账款周转天数	6	7	7	7	7
						存货周转天数	61	57	58	58	58
						总资产周转天数	271	273	243	245	242
						投资资本周转天数	11	24	5	5	3
						投资回报率					
						ROE	0.4%	2.8%	1.0%	1.2%	2.5%
						ROA	0.1%	1.0%	0.3%	0.5%	0.9%
						ROIC	5.2%	-19.6%	-17.8%	28.7%	1.8%
						费用率					
						销售费用率	12.1%	12.9%	13.1%	13.0%	12.6%
						管理费用率	2.7%	3.1%	3.1%	2.9%	2.7%
						财务费用率	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	14.6%	16.1%	16.2%	16.0%	15.3%
						偿债能力					
						资产负债率	65.1%	64.1%	70.7%	57.3%	65.1%
						负债权益比	186.6%	178.3%	241.3%	134.0%	186.2%
						流动比率	1.23	1.20	1.13	1.35	1.23
						速动比率	0.81	0.82	0.70	0.93	0.80
						利息保障倍数	-0.23	-20.84	-25.18	-18.52	6.63
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.05	-	-	-
						分红比率	0.0%	42.6%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

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	512.1	862.7	1,762.0	EPS(元)	0.05	0.12	0.07	0.09	0.19
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	4.23	6.60	6.79
资产减值准备	219.9	175.0	-	-	-	PE(X)	266.6	111.1	190.4	148.1	70.2
公允价值变动损失	-83.0	9.3	26.0	35.0	48.0	PB(X)	3.5	3.4	3.2	2.0	2.0
财务费用	201.9	188.9	70.0	70.0	70.0	P/FCF	-55.5	-666.5	11.3	-11.7	8.4
投资损失	-33.9	29.8	-21.0	-279.0	-290.0	P/S	0.9	0.9	0.7	0.7	0.5
少数股东损益	-267.5	-42.9	-189.0	-139.0	-199.0	EV/EBITDA	39.9	-296.5	-118.1	5,337.9	28.9
营运资金的变动	1,014.0	-2,949.2	14,664.4	633.1	15,287.6	CAGR(%)	90.7%	23.8%	-49.5%	90.7%	23.8%
经营活动产生现金流量	2,238.5	-1,381.4	16,290.5	2,492.6	18,152.1	PEG	2.9	4.7	-3.9	1.6	3.0
投资活动产生现金流量	-10,048.4	-2,007.0	-2,847.2	-15,791.9	-2,332.9	ROIC/WACC	0.5	-1.8	-1.6	2.6	0.2
融资活动产生现金流量	2,874.2	628.5	-2,666.1	31,193.5	-1,238.8	REP	15.6	-3.1	9.9	3.0	-71.8

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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

