



买入

23% ↑

目标价格:人民币 20.00

原目标价格:人民币 17.00

002024.CH

价格:人民币 16.26

目标价格基础:分部估值法

板块评级:中立

苏宁云商

业绩基本符合预期, 出售PPTV将大幅增厚利润

公司发布公告: 1) 发布三季报: 2015年1-3季度公司实现营业收入935.70亿元, 同比增长17.44%; 归属母公司净利润5,304万元, 折合每股收益0.01元, 而去年同期为亏损10.41亿元。公司业绩基本符合我们预期, 公司扣非后净利润为亏损10.80亿元。2) 公司拟以25.88亿元出售PPTV股权。我们将目标价格上调至20.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **三季度易购收入规模环比继续改善:** 前三季度公司线上平台实体商品交易总规模为313.40亿元(含税), 同比大幅增长80.63%。其中公司线上业务实现自营商品销售收入245.74亿元(含税), 同比大幅增长57.54%; 开放平台实现商品交易规模为67.66亿元(含税)。从单季度来看, 3季度公司线上平台交易总规模为131.73亿元(含税), 高于2季度的110.93亿元; 其中自营商品收入99.69亿元(含税), 同比增长36.24%, 环比看也好于2季度的87.08亿元。
- **门店结构持续优化, 但三季度可比门店数弱于上半年:** 报告期内公司新讲地级市7个, 新开各类店面120家。此外, 持续优化店面布局, 关闭调整各类店面145家。截至报告期末, 公司在大陆市场新讲地级以上城市296个, 拥有连锁店面1,625家。前三季度, 公司可比店面同比增长3.63%。而2015年上半年公司可比门店收入同比增长8.92%, 公司3季度单季度可比门店数弱于上半年。
- **三季度收入增速放缓, 利润与去年基本持平:** 从单季度拆分看, 2015年3季度公司营业收入305.32亿元, 同比增长7.05%, 增速低于2季度的18.76%; 归属于母公司的净利润-29,526万元, 与去年基本持平。扣非后净利润-33,139万元, 与去年基本持平。毛利率方面, 2015年1-3季度公司综合毛利率为15.80%, 较去年同期同比增长0.76个百分点。期间费用率方面, 2015年1-3季度公司期间费用率同比增加0.95个百分点至16.82%。其中销售、管理、财务费用率同比分别增加0.40、0.36、0.19个百分点至13.39%、3.37%、0.05%。
- **出售PPTV股权至关联公司, 预计增加公司净利润10.4亿元:** 为避免外商投资产业政策对PPTV后续业务发展可能造成的影响和限制, 公司拟将持有的PPTV 68.08%的股权转让给苏宁文化或其指定的子公司(实际控制人张近东控制的企业), 转让价款为25.88亿元。公司预计该交易将增加公司净利润约10.4亿元。公司预计2015年度全年净利润将为8.4亿元至9.4亿元, 折合每股收益约0.11元至0.13元。此外, 报告期内PPTV整体实现利润亏损7.05亿元, 对公司归属于母公司股东的净利润影响-4.8亿元。公司出售PPTV后对未来上市公司层面的净利润有减亏作用。

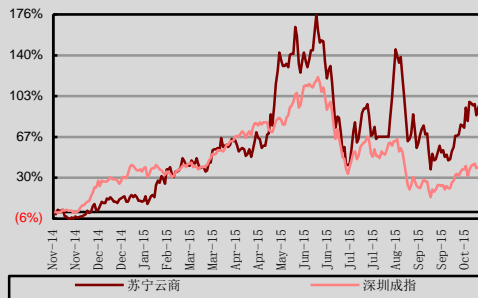
评级面临的主要风险

- 网购增速低于预期, 行业整体复苏受宏观经济影响低于预期。

估值

- 我们上调公司2014-16年每股收益预测分别为0.12、0.01、0.02元, 公司目前大力发展苏宁易购, 以互联网零售为主体, 与阿里巴巴战略合作, 强强联合打造O2O的全渠道经营, 线下渠道体系和大流量的线上平台合二为一, 有机会实现零售业线上线下大融合, 维持买入评级, 目标价由17.00元上调至20.00元。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	73.7	34.2	19.4	102.5
相对深证成指	73.5	18.6	26.2	59.8

发行股数(百万)	7,383
流通股(%)	68
流通股市值(人民币百万)	81,590
3个月日均交易额(人民币百万)	4,995
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
张近东	26

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2015年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易: 专业零售

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	105,292	108,925	114,549	121,538	130,133
变动(%)	7	3	5	6	7
净利润(人民币百万)	372	867	914	100	175
全面摊薄每股收益(人民币)	0.050	0.117	0.124	0.014	0.024
变动(%)	(86.1)	133.2	5.5	(89.1)	75.3
市场预期每股收益(人民币)			0.155	0.138	0.260
原先预测摊薄每股收益(人民币)			(0.156)	(0.100)	0.005
调整幅度(%)			(179.5)	(114.0)	380.0
全面摊薄市盈率(倍)	322.9	138.5	131.3	1,200.7	684.9
价格/每股现金流量(倍)	53.6	(86.9)	71.3	98.2	54.8
每股现金流量(人民币)	0.30	(0.19)	0.23	0.17	0.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.7	287.1	81.7	232.1	95.0
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年前三季度	2015 年前三季度	同比变化(%)
营业收入	79,674.55	93,569.52	17.44
-营业税及附加	269.02	363.08	34.97
净营业收入	79,405.53	93,206.44	17.38
营业成本	67,685.57	78,780.89	16.39
销售费用	10,355.87	12,532.67	21.02
管理费用	2,402.95	3,157.61	31.41
营业利润	(1,396.78)	(1,287.86)	(7.80)
非经常性项目	91.99	1,133.46	1,132.10
经常性投资收益	(150.57)	(12.16)	(91.92)
净财务费用	115.82	45.79	(60.47)
利润总额	(1,412.04)	123.98	(108.78)
所得税	(332.41)	104.89	(131.55)
少数股东损益	(38.39)	(33.95)	(11.56)
归属母公司股东净利润	(1,041.25)	53.04	(105.09)
扣除非经常性损益的净利润	(1,133.25)	(1,080.42)	(4.66)
每股收益(元)	(0.14)	0.01	(105.09)
扣非后每股收益(元)	(0.15)	(0.15)	(4.66)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	15.05	15.80	
经营利润率	(1.75)	(1.38)	
净利润率	(1.31)	0.06	
扣非后净利率	(1.42)	(1.15)	

资料来源: 公司数据, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	105,292	108,925	114,549	121,538	130,133
销售成本	(89,279)	(92,285)	(96,940)	(102,711)	(109,73)
经营费用	(14,361)	(16,291)	(16,353)	(18,365)	(19,223)
息税折旧前利润	1,652	350	1,255	462	1,172
折旧及摊销	(1,616)	(1,726)	(335)	(649)	(965)
经营利润(息税前利润)	36	(1,376)	921	(187)	207
净利息收入/(费用)	579	517	(201)	(148)	(439)
其他收益/(损失)	(2,053)	299	(15)	50	(166)
税前利润	144	973	979	(135)	(33)
所得税	(40)	(149)	(264)	35	8
少数股东权益	267	43	200	200	200
净利润	372	867	914	100	175
核心净利润	411	(1,565)	714	(100)	(25)
每股收益(人民币)	0.050	0.117	0.124	0.014	0.024
核心每股收益(人民币)	0.056	(0.212)	0.097	(0.014)	(0.003)
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	7	3	5	6	7
息税前利润增长(%)	(99)	(3,941)	(167)	(120)	(210)
息税折旧前利润增长(%)	(61)	(79)	259	(63)	154
每股收益增长(%)	(86)	133	5	(89)	75
核心每股收益增长(%)	(83)	(480)	(146)	(114)	(75)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	24,806	22,274	27,492	29,169	31,232
应收帐款	671	536	2,291	2,431	2,603
库存	18,258	16,039	19,308	20,462	21,868
其他流动资产	6,905	9,154	8,228	9,098	9,527
流动资产总计	53,502	50,647	57,318	61,240	65,389
固定资产	10,750	12,155	17,908	23,361	28,510
无形资产	7,143	7,477	7,309	7,137	6,971
其他长期资产	10,111	10,741	6,716	9,565	9,792
长期资产总计	29,135	32,038	32,633	40,763	45,973
总资产	82,638	82,685	89,952	102,003	111,362
应付帐款	10,531	8,427	10,663	11,298	12,071
短期债务	1,110	1,837	1,051	7,487	13,598
其他流动负债	31,683	31,716	35,939	38,243	40,570
流动负债总计	43,324	41,980	47,653	57,028	66,239
长期借款	594	914	8,914	8,914	8,914
其他长期负债	9,897	10,265	3,513	6,289	6,461
股本	7,383	7,383	7,383	7,383	7,383
储备	21,106	21,966	22,511	22,611	22,786
股东权益	28,490	29,349	29,894	29,994	30,169
少数股东权益	334	178	(22)	(222)	(422)
总负债及权益	82,638	82,685	89,952	102,003	111,362
每股帐面价值(人民币)	3.86	3.98	4.05	4.06	4.09
每股有形资产(人民币)	2.89	2.96	3.06	3.10	3.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.13)	(2.64)	(2.37)	(1.73)	(1.18)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	144	973	979	(135)	(33)
折旧与摊销	1,616	1,726	335	649	965
净利息费用	202	189	142	148	439
运营资本变动	(10,088)	(8,531)	(9,666)	(4,212)	850
税金	40	149	264	(35)	(8)
其他经营现金流	10,324	4,113	9,630	4,808	(22)
经营活动产生的现金流	2,238	(1,381)	1,683	1,222	2,191
购买固定资产净值	0	0	(6,000)	(6,000)	(6,000)
投资减少/增加	2,172	1,740	(267)	(3)	(3)
其他投资现金流	(12,221)	(3,747)	7,054	30	30
投资活动产生的现金流	(10,048)	(2,007)	787	(5,973)	(5,973)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	594	320	8,000	0	0
支付股息	(369)	0	(369)	0	0
其他融资现金流	2,649	308	(4,884)	6,428	5,844
融资活动产生的现金流	2,874	629	2,747	6,428	5,844
现金变动	(4,936)	(2,760)	5,217	1,677	2,063
期初现金	30,067	24,806	22,274	27,492	29,169
公司自由现金流	(7,030)	(2,683)	2,411	(4,751)	(3,782)
权益自由现金流	(6,670)	(2,745)	10,209	(5,398)	(4,821)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.6	0.3	1.1	0.4	0.9
息税前利润率(%)	0.0	(1.3)	0.8	(0.2)	0.2
税前利润率(%)	0.1	0.9	0.9	(0.1)	(0.0)
净利率(%)	0.4	0.8	0.8	0.1	0.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
利息覆盖率(倍)	0.2	(3.6)	4.5	(0.3)	0.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	322.9	138.5	131.3	1,200.7	684.9
核心业务市盈率(倍)	291.9	(76.7)	168.0	(1,200.3)	(4,854.0)
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	359.0	(94.4)	206.7	(1,476.3)	(5,970.5)
市净率(倍)	4.2	4.1	4.0	4.0	4.0
价格/现金流(倍)	53.6	(86.9)	71.3	98.2	54.8
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	58.7	287.1	81.7	232.1	95.0
周转率					
存货周转天数	74.6	67.8	66.5	70.7	70.4
应收帐款周转天数	2.3	1.8	4.5	7.1	7.1
应付帐款周转天数	36.5	28.2	30.4	33.0	32.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	42.6	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.3	3.0	3.1	0.3	0.6
资产收益率(%)	0.0	(1.4)	0.8	(0.2)	0.2
已运用资本收益率(%)	2.7	(2.1)	2.4	(0.4)	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371