

苏宁云商 (002024) \ 商业贸易

苏宁云商多方入手力保定增

投资要点：苏宁云商多方入手力保定增

➤ 苏宁出售资产改善财报

苏宁云商发布2015年业绩预告修正公告称,公司在2015年10月31日曾发布年度业绩预告称2015年归属上市公司股东的净利润为亏损2亿-3亿元,但当时业绩预计并未考虑公司出售PPTV的68.08%股权后给业绩带来的影响。考虑出售PPTV后获得的25.87亿等值美金影响,预计公司2015年将实现盈利8.4亿-9.4亿元。

➤ 苏宁借定增获批大力推进线上线下零售业务融合发展

苏宁云商发布公告称,中国证监会发审委对公司非公开发行股票的申请进行了审核,根据会议审核结果,公司本次非公开发行股票申请获得通过。

➤ 以阿里的用户流量优势与各地巨头的线下门店优势相结合来应付中国消费市场增速的日趋放缓是大势所趋。

➤ 苏宁第二大股东苏宁电器集团以大额增持彰显信心以力保定增。

➤ 风险提示

因市价显著低于增发价,存在增发失败风险

投资建议:	观望
上次建议:	观望
当前价格:	10.6元
目标价格:	13元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	7,383/7,383
流通A股市值 (百万元)	5
每股净资产 (元)	3.97
资产负债率 (%)	64.06
一年内最高/最低 (元)	23.54/9.34

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 051085613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建 联系人
 电话: 051085613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

1、《苏宁云商 (002024) \ 专业连锁行业》

财务数据和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	105,292.23	108,925.30	127,224.75	145,036.21	165,341.28
增长率 (%)	7.05%	3.45%	16.80%	14.00%	14.00%
EBITDA (百万元)	1,214.79	2,374.99	2,854.31	-941.32	-1,217.97
净利润 (百万元)	371.77	866.92	876.21	346.36	850.25
增长率 (%)	-86.11%	133.19%	1.07%	-60.47%	145.48%
EPS (元/股)	0.05	0.12	0.12	0.05	0.12
市盈率 (P/E)	210.51	90.27	89.32	225.95	92.04
市净率 (P/B)	2.76	2.67	2.63	2.61	2.57
EV/EBITDA	70.14	35.86	29.65	-89.75	-69.05

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

苏宁云商为改善财报业绩出售pptv.....	3
苏宁云商巨额融资引入阿里的计划获批，可资大力推进O2O.....	3
以阿里的用户流量优势与各地巨头的线下门店优势相结合来应付中国消费市场增速的日趋放缓是大势所趋。.....	5
苏宁第二大股东苏宁电器集团以大额增持彰显信心以力保定增。.....	6

苏宁是一家线下体量庞大，并积极进军互联网的零售龙头企业。线下苏宁经过 25 年的发展有超过 1600 家门店，数千个售后服务网点以及下沉到四五线城市的服务站，还有布局全国的物流体系；线上苏宁从 2009 年上线网购平台“苏宁易购”，开启互联网转型之路，现已成为仅次于淘宝、京东的国内第三大综合性电商平台。

苏宁云商为改善财报业绩出售 pptv

➤ 出售 PPTV 可减少长期财务亏损并带来一次性利润 13.51 亿元

公司公告称在《三季度报告》中原预计亏损 20000 万元至 30000 万元，由于该业绩预计并未考虑公司出售 PPTV68.08%股权这一交易完成的影响。经修正后，公司预计 2015 年归属于上市公司股东的净利润为 84000 万元-94000 万元，比上年同期变动-3.10%-8.43%。

2015 年 12 月，公司下属境外子公司 Great Universe Limited 将其持有的 PPTV 公司 68.08%的股权全部转让于苏宁文化投资管理有限公司的境外子公司，并收到全部转让价款人民币 258799.31 万元等值美金，该交易已实施完成。本次交易完成后，PPTV 将不再作为公司合并报表范围内的子公司，对公司财务状况产生影响。由于 PPTV 处于长期亏损状态，2015 年上半年该业务报表亏损就高达 3.9 亿元，此次脱离并表后，公司财报将在长期内大为改善。

PPTV 的版权采购、电视及手机的新品推广、运营投入等愈来愈大，而收入短期并不显著，未来在线视频、家庭互联网、PP 云业务和 PP 体育的业务发展方向都需要持续的巨额投入，苏宁云商作为一家需要财报业绩的上市公司做其大股东并不合适，因此，这次一次性出售脱离并表对上市公司是卸下负担，也便于苏宁云商进一步的资本运作。

苏宁云商巨额融资引入阿里的计划获批，可资大力推进 O2O

➤ 公司非公开发行股票申请获得中国证监会发审委通过。

自去年 8 月中旬互联网零售大会上宣布阿里巴巴以约 283 亿元人民币战略投资苏宁成为第二大股东以来，苏宁宣布将以 140 亿元人民币认购不超过 2780 万股的阿里新发行股份，万达与苏宁云商的深入合作也持续推进。这一中国商业零售领域跨时代的合作将中国商业推向了新的高度，未来天猫商家与苏宁易购互相入驻，然后通过苏宁落地万达百货，三方打通会员、供应链、大数据、交互引流、物流、支付，为中国及全球消费者提供更加完善商业服务。如今，随着证监会审核通过，这一长期远景正逐步实现。

➤ 苏宁云商与阿里互相参股后阿里成为公司第二大股东有利提升双方合作水准。苏宁本次非公开发行股票数量不超过 19.27 亿股，阿里认购其中 18.61 亿股，安信-苏宁 2 号(第二期员工持股计划)则以 10 亿元认购 6566 万股。发行价格为 15.23 元/股，较公司 2016 年 1 月 27 日盘中最低价 10.12 元溢价 50%，以此计算阿里和安信-苏宁 2 号分别将动用资金 283.43 亿元、10 亿元，并立即体现为百亿级的账面亏损。其中用于物流平台建设、苏宁易购云店发展、互联网金融、IT、偿还银行贷款、

补充流动资金这六大类项目，拟投入募集资金分别为 87.33 亿、100.62 亿、33.5 亿、16.98 亿、25 亿、30 亿元。阿里将持有增发完成后苏宁云商 19.99% 的股份。苏宁云商将以不超过 140 亿元人民币的价格，认购阿里巴巴增发的普通股股份，认购数量不超过 2780 万股。历史上很少有公司互相参股能达到双方此次的规模，尤其在目前股市暴跌连连、参与增发几乎立刻巨亏的背景下，这一方案的继续推进就更让市场认识到双方合作的力度之大，因此我们认为阿里的巨资入股意味着双方利益的深度捆绑，意味着双方业务合作力度的大幅提升。

➤ 苏宁云商重点投向云店：公司计划新开 331 家云店，投入募集资金 50 亿元；改造 202 家门店，投入募集资金 12.14 亿元；购置 25 家门店，投入募集资金 30 亿元；另外投入 8.48 亿元用于云店品牌的推广。公司目前共有 1650 家门店（含常规门店、红孩子店、乐购仕店等），公司此次募集资金计划新开 331 家，扩张率达到 20%。但这次新开的云店较以往的旗舰店、门店、乡村点等具体有何差异、能否达到经营目标，目前还有待观察。毕竟最近几年公司一直在进行云店建设推广，但同期公司利润却持续从 2011 年 48.2 亿、2012 年 26.8 亿元，到 2013 年下降到 3.72 亿元；2014 年 8.67 亿元。更何况最近 2 年的所谓盈利还是出售资产带来的非经常性损益。所以，苏宁这数百家云店如何运作、有无新的合作模式将是下一步能否正常盈利的重点。

➤ 苏宁与阿里可能的合作模式：苏宁可以在天猫上开设苏宁易购天猫旗舰店，同时使用天猫的物流体系；而相应的苏宁要为天猫商户提供售后服务，线下所有门店向淘宝商户全面开放对消费者的物流服务、售后服务和支付结算服务，提升用户体验；同时协助阿里巴巴集团开展用户的线下营销活动和客户关系维护工作。这既能使苏宁门店获得它最缺乏的客户引流，也能使淘宝获得广泛的商品体验点及售后服务网络。由于苏宁的优势在家电领域，所以我们推测双方将主要在家电领域有实际的大规模合作。

➤ 商业零售线上与线下的互相融合才能给客户最完美的消费体验：在腾讯入股京东商城、阿里入股银泰商城、京东入股永辉超市之后，阿里与苏宁也走向结盟，其实是商业零售领域 O2O 模式的大规模实践。在互联网电商发展到较大规模，消费者享受了低价方便的好处后，更要求享受体验与更完善的售后服务，因此互联网电商需要门店作为落地体验与售后中心作为补充与配合，线下门店的价值将重新得到重视。京东 43 亿入股永辉超市及苏宁云商联手阿里都是对门店价值的重新认可，双方都能在合作中得到新的商业利益：互联网商得到门店补充，门店得到客户引流。这是完美的消费体验与商业合作。最近召开的“数据中国与互联网发展高峰论坛”上，公司就以其对 O2O 模式的深耕入选“2015 年度‘互联网+’优秀案例”。

➤ 苏宁云商以“一体、两翼、三云 四端”建设“线上线下融合的 O2O 模式”：所谓“一体”，就是要坚守零售本质。不管零售业态怎么变、渠道怎么变，苏宁始终坚守顾客服务、商品经营的零售本质；“两翼”，就是打造线上线下两大开放平台。线上是苏宁云平台，线下苏宁云店，围绕本地生活全面开放，集展示、体验、服务、引流、销售于一体，营造城市生活的空间、顾客服务的场景。“三云”就是围绕零售本质，把零售企业的“商品、信息和资金”这三大核心资源社会化、市场化，建立面向供应商和消费者以及社会合作伙伴开放的物流云、数据云和金融云。“四端”就是围绕线上线下

两翼平台，因时因地因人，融合布局 POS 端、PC 端、移动端、电视端。

➤ O2O 模式打破了渠道的天花板，实现了线上线下经营的互联网化。借助于互联网的技术，零售商可以建立覆盖用户全渠道的消费场景。互联网带来了线下业态的进一步分化、细化、优化，线下能力成为未来 O2O 发展的核心竞争力。苏宁为此推出云店，为消费者提供全方位的生活场景，使得顾客服务、用户体验在 O2O 运用中更加深化。不断优化和提升顾客的消费体验成为零售商赢得消费者的关键。

➤ 苏宁易购独创性的推出了“10·17 扶贫购物节”以创建自己的农村电商特色。公司发起多个农副产品众筹、一元秒杀、8.9 元起售等活动，线上中华特色馆相继入驻，2015 年底，苏宁线上已有 132 家来自全国各地的中华特色馆。苏宁的农村电商模式，旨在打造一村一款特色产品，一县一个优势产业，立足当地，建立特色化、精准化、社会化、产业化的农村电商模式，多产业协同带动当地发展，多渠道配合解决销售难关。2016 年，苏宁将计划在三四级市场再布局 1500 家直营店，覆盖全国 1/4 乡镇，同时，线上特色馆也将再开百余家，彻底打通最后一公里，抢占农村电商最后一百米。这些举措有力的形成了苏宁在众多电商中的独特定位，帮助其与京东、淘宝错位竞争。

以阿里的用户流量优势与各地巨头的线下门店优势相结合来应付中国消费市场增速的日趋放缓是大势所趋。

➤ 2015 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 141577 亿元，同比增长 10.4%。而其中网上零售额 16459 亿元，同比增长 39.1%，其中实物商品网上零售额 13759 亿元，增长 38.6%，占社会消费品零售总额的比重为 9.7%；非实物商品网上零售额 2700 亿元，增长 41.9%。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 45.9%、30.1%和 41.8%。与此同时，传统零售显著趋缓。实体店成了‘试衣间’。中国百货商业协会数据显示，2014 年 101 家会员企业的主营业务利润、利润总额降幅均逾 15%，年末资产总额、经营面积、从业人员等指标也在下滑，经营面积同比减少 6.6%。2014 年，全国主要零售企业(包括百货、超市)共计关闭 201 家门店，比上年增长 474.29%，创历年之最。其中百货类、超市类门店各关 23 家和 178 家。另据联商网发布的《2015 年上半年主要零售企业关店统计》，上半年主要零售企业(含百货、超市)在国内共计关闭 121 家。零售企业有必要与拥有客户引流优势的互联网电商结合才能度过难关。

➤ 传统零售业实体店的价值不可替代。实体店销售额目前占全国零售总额的 90%，从业者占第三产业就业人口的约 1/5，无论是促消费还是稳就业，实体店仍难以替代。除此之外，电商在一定程度上只是满足了廉价、方便的需求，但消费者对于商品的体验感、售后服务甚至环境满足的心理需求都还有赖于实体门店来提供。并且，网络安全、卖家信誉、实物与网页宣传的差异，以及售后服务等也使得不少消费者在购买价值较高的产品时往往更倾向于实体店。故百货店完全可以通过互联网利用 O2O 实现优势互补，加强线上线下的联动，利用 O2O 使线上线下达到优势互补的效果，不仅可以部分化解电商带来的冲击，还可以利用 O2O 引流客户资源并锁定忠实消费客户群。对此，国外零售业已有成功借鉴，如美国零售电商 10 强中，有 8

家是介入 O2O 的传统企业。

苏宁第二大股东苏宁电器集团以大额增持彰显信心以力保定增。

➤ 集团计划自 2016 年 1 月 6 日起未来三个月内，通过深交所系统竞价方式择机增持公司股票，增持总金额不低于 10 亿元。2016 年 1 月 6 日至 1 月 12 日，集团已经通过深交所二级市场增持公司 2931.54 万股，增持金额 3.48 亿元。在整体市场暴跌、苏宁股价也大幅跌破增发价的不利氛围下，集团的增持可以彰显信心，力保增发顺利完成。

投资建议： 鉴于当前股价显著低于定增价，且定增规模巨大，有关各方将力保定增成功；及公司转型电商态势积极，尤其农村电商模式较有特色。故建议可积极关注其定增进程和农村电商业务突破。

图表：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	25,458.1	20,954.	30,337.	30,941.	38,823.8	营业收入	105,292.	108,925.	127,224.	145,036.	165,341.
应收账款+票据	1,893.60	2,449.4	2,788.3	2,646.8	3,013.38	营业成本	89,279.0	92,284.5	108,344.	124,731.	142,193.
预付账款	4,121.16	3,851.8	5,508.6	5,267.5	7,017.34	营业税金及附	329.94	357.16	417.16	475.57	542.14
存货	18,258.3	16,038.	24,226.	22,128.	30,716.7	营业费用	12,739.7	14,105.0	15,715.1	17,915.2	20,423.4
其他	1,494.28	3,313.2	3,313.2	3,313.2	3,313.27	管理费用	2,805.67	3,356.57	3,450.14	3,933.16	4,483.80
流动资产合计	54,087.5	49,252.	68,819.	66,942.	85,529.1	财务费用	-149.09	66.77	622.58	-2,395.2	-3,009.7
长期股权投资	2,107.35	1,346.8	1,346.8	1,346.8	1,346.85	资产减值损失	219.94	174.96	191.48	191.48	191.48
固定资产	10,749.6	12,155.	14,003.	12,605.	11,208.2	公允价值变动	82.99	-9.33	0.00	0.00	0.00
在建工程	3,950.39	3,245.6	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-5.88	-235.23	33.00	38.00	44.00
无形资产	6,723.29	7,015.4	6,882.3	6,713.2	6,544.16	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4,087.64	6,118.6	5,840.4	5,598.3	5,356.28	营业利润	144.11	-1,664.3	-1,483.3	222.84	560.67
非流动资产合计	27,618.2	29,881.	28,073.	26,264.	24,455.5	营业外净收益	0.28	2,636.93	2,484.00	0.00	0.00
资产总计	81,705.8	79,134.	96,892.	93,206.	109,984.	利润总额	144.39	972.61	1,000.62	222.84	560.67
短期借款	1,109.89	1,836.5	1,848.5	1,866.5	1,887.53	所得税	40.08	148.58	538.20	40.05	111.94
应付账款+票据	35,767.3	30,869.	47,363.	42,701.	59,973.1	净利润	104.30	824.04	462.42	182.79	448.72
其他	6,176.86	7,932.6	7,180.5	8,115.8	7,545.79	少数股东损益	-267.47	-42.88	-413.79	-163.57	-401.53
流动负债合计	43,054.1	40,638.	56,393.	52,684.	69,406.5	归属于母公司	371.77	866.92	876.21	346.36	850.25
长期带息负债	8,539.76	8,875.3	8,875.3	8,875.3	8,875.39						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	1,409.09	66.12	66.12	66.12	66.12						
非流动负债合计	9,948.85	8,941.5	8,941.5	8,941.5	8,941.51						
负债合计	53,002.9	49,580.	65,334.	61,625.	78,348.0						
少数股东权益	333.65	254.95	-158.84	-322.41	-723.94						
股本	7,383.04	7,383.0	7,383.0	7,383.0	7,383.04						
资本公积	4,680.92	4,679.5	4,679.5	4,679.5	4,679.57						
留存收益	16,305.3	17,219.	17,690.	17,877.	18,335.0						
股东权益合计	28,702.9	29,536.	29,594.	29,617.	29,673.7						
负债和股东权益	81,705.8	79,117.	94,929.	91,243.	108,021.						

现金流量表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	104.30	824.04	462.42	182.79	448.72
折旧摊销	1,616.06	1,725.7	1,617.3	1,617.3	1,617.31
财务费用	201.91	188.86	236.37	-2,781.4	-3,395.9
存货减少	-1,101.9	1,753.9	-8,188.4	2,098.4	-8,588.2
营运资金变动	1,643.89	-3,053.6	13,883.	-3,344.1	14,584.8
其它	-225.78	-2,820.4	191.48	191.48	191.48
经营活动现金流	2,238.48	-1,381.4	8,202.9	-2,035.5	4,858.20
资本支出	4,761.48	3,854.4	0.00	0.00	0.00
长期投资	23,626.2	50,294.	0.00	0.00	0.00
其他	18,339.3	52,141.	1,808.6	0.00	0.00
投资活动现金流	-10,048.	-2,007.0	1,808.6	0.00	0.00
债权融资	3,494.92	1,142.0	12.00	18.00	21.00
股权融资	32.06	11.59	0.00	0.00	0.00
其他	-652.81	-525.13	-640.92	2,621.5	3,003.39
筹资活动现金流	2,874.17	628.54	-628.92	2,639.5	3,024.39
现金净增加额	-5,125.6	-2,820.5	9,382.6	604.05	7,882.59

主要财务比					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	7.05%	3.45%	16.80%	14.00%	14.00%
EBIT	-114.95%	261.79%	90.54%	-306.84	-10.81%
EBITDA	-70.38%	95.51%	20.18%	-132.98	-29.39%
归属于母公司	-86.11%	133.19%	1.07%	-60.47%	145.48%
获利能力					
毛利率	15.21%	15.28%	14.84%	14.00%	14.00%
净利率	0.10%	0.76%	0.36%	0.13%	0.27%
ROE	1.31%	2.96%	2.94%	1.16%	2.80%
ROIC	-1.01%	-4.27%	-3.59%	-5.53%	-6.11%
偿债能力					
资产负债率	64.87%	62.65%	67.43%	66.12%	71.24%
流动比率	1.26	1.21	1.22	1.27	1.23
速动比率	0.80	0.74	0.73	0.79	0.74
营运能力					
应收账款周转	156.77	203.38	145.49	197.87	150.38
存货周转率	4.89	5.75	4.47	5.64	4.63
总资产周转率	1.29	1.38	1.31	1.56	1.50
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.12	0.12	0.05	0.12
每股经营现金	0.30	-0.19	1.11	-0.28	0.66
每股净资产	3.84	3.97	4.03	4.06	4.12
估值比率					
市盈率	210.51	90.27	89.32	225.95	92.04
市净率	2.76	2.67	2.63	2.61	2.57
EV/EBITDA	70.14	35.86	29.65	-89.75	-69.05
EV/EBIT	-212.34	131.19	68.42	-33.02	-29.66

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层
电话：010-68790997
传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室
电话：0755-82556064
传真：0755-82556064