

苏宁云商 (002024. SZ)

携优势资产对接阿里，边际改善确定性强

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**17.47—17.47**
 联系人 分析师
 彭毅 胡彦超
 互联网零售团队 S0740512070001
 021-20315010 021-20315176
 pengyi@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2016年06月05日

基本状况

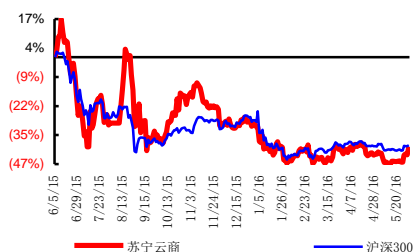
总股本(百万股)	9,310
流通股本(百万股)	5,018
市价(元)	11.75
市值(百万元)	109,393
流通市值(百万元)	58,959

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	108,925	135,547	162,762	196,131	234,893
营业收入增速	3.45%	24.44%	20.08%	20.50%	19.76%
净利润增长率	133.19	0.64%	-96.42%	818.99	80.50%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.12	0.00	0.03	0.06
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)	76.65	113.81	3,437.8	374.09	207.25
PEG	0.58	176.54	—	0.46	2.57
每股净资产(元)	3.98	4.38	3.41	3.44	3.50
每股现金流量	-0.19	0.23	0.44	0.63	0.89
净资产收益率	2.95%	2.70%	0.10%	0.90%	1.59%
市净率	2.26	3.07	3.38	3.35	3.30
总股本(百万股)	7,383.0	7,383.0	9,309.8	9,309.8	9,309.8

备注：市场预测取 聚源一致预

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 近期苏宁云商股价上涨，机构投资者特别关注，中泰互联网零售特通过此文给各位投资者阐述苏宁云商的投资价值：

目前，市场对于苏宁云商投资价值的分歧点在于：市值太大，弹性小。

我们的观点是：在当前市场环境下，市值大非核心矛盾，资金寻求的是业绩确定性，部分业绩较为确定的消费股盘子也很大，但是今年涨幅惊人（典型的如：贵州茅台），苏宁云商的业绩在经历了前几年的低谷，携优势重资产对接阿里之后，业绩边际改善是#确定性的#，另外，很多消费股公司的涨幅很高了，苏宁的股价趴在底部。

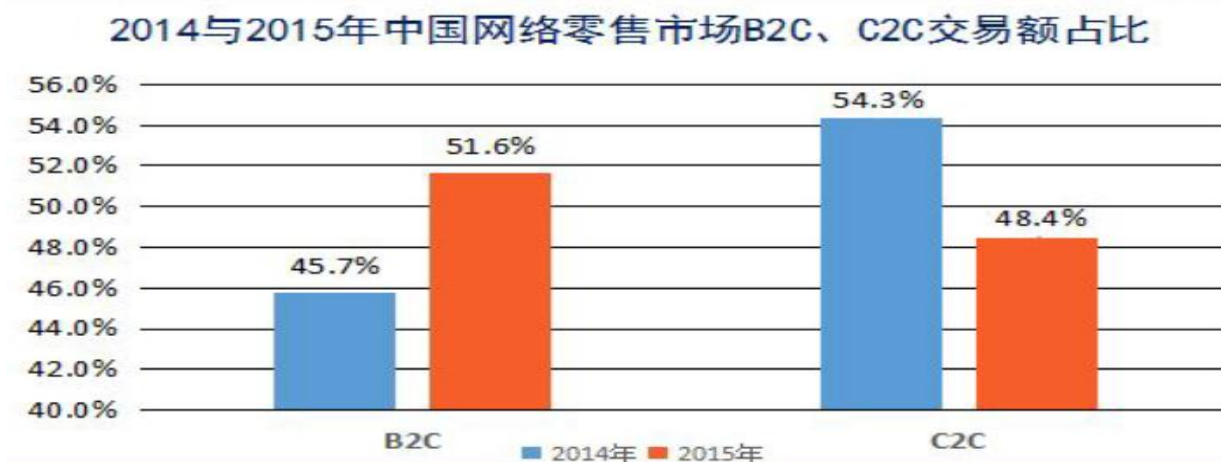
跟踪我们观点的投资者基本上都知道，从5月19日起，我们几乎是每天都会在客户群中让大家买苏宁云商，喊的极其坚定，熟悉我们推票风格的领导都懂的，卖方分析师有演员和医生两种，我们偏属于后者，所以我们践行的推票风格就是少而精，一般1-2只。其实，之所以让我们如此坚定推荐苏宁云商的原因非常明了：阿里大笔资金入股苏宁云商之后，互联网电商的战斗才刚刚开始，而这场战争的初期，从我们的研究跟踪情况来看，苏宁云商的基本面边际改善确在发生，我们基于对产业、公司、股价三个层面的理解认为，边际改善初期且股价趴在底部，往往是投资回报最肥美阶段的开始，上一周苏宁云商股价的表现初步验证了我们的判断。

为什么，我们会说互联网电商平台之间的战斗才刚刚开始呢？

首次，明确一个定义，我们讲的战斗刚刚开始，指的是阿里系电商与腾讯系电商的战斗；

其次，从 2015 年数据来看，网络零售市场出现“拐点”，B2C 份额首次超过 C2C 份额，假冒伪劣、售后服务差等 C2C 市场弊端不能够满足用户对品质日趋增高的要求，电商已经回归零售本质：产品、价格、服务；阿里和腾讯都是轻资产平台，缺乏对产品、物流、服务、供应链的把控能力，干不了这些脏活、苦活、累活，所以最佳的方式就是找一个盟友。平台之间形成了两个格局：“阿苏”、“腾京”。

图表 1 2014 与 2015 年中国网络零售市场 B2C、C2C 交易额占比



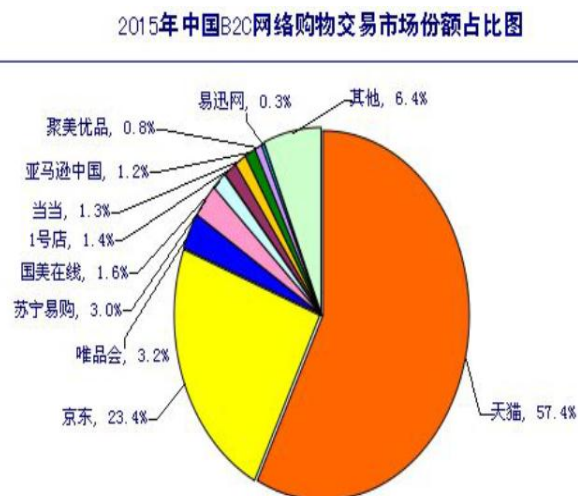
来源：中国电子商务研究中心 中泰证券研究所

其次，从市场份额来看，电商企业的市场份额变化并不明显，天猫仍居首位，得益于京东电商业新品类拓展、开放平台业务放量及良好购物体验，其份额进一步增长，且从 2015 年京东财报公布的数据来看，京东 GMV 中家电 3C 类与综合百货类对半开，尤其综合百货类增长迅速，已经对阿里电商帝国形成了实质性威胁。

图表 2: 2014 年中国 B2C 网络购物交易市场份额占比图



图表 3: 2015 年中国 B2C 网络购物交易市场份额占比图

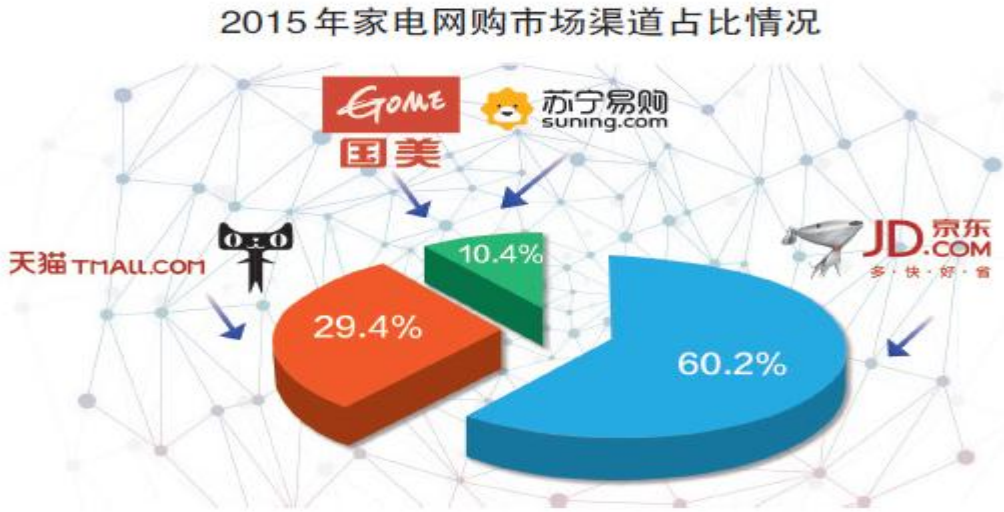


来源：中国电子商务研究中心 中泰证券研究所

来源：中国电子商务研究中心 中泰证券研究所

另外，从家电网购渠道占比来看，京东已经遥遥领先，阿里需要找一个实力极强的盟友，以遏制京东在家电 3C 类目的发展，苏宁是不二人选，阿里与苏宁（线上线下）结合之后，与京东势均力敌，双方的战斗将主要围绕这个品类展开，在阿苏联盟之后，阿里的技术、流量对接苏宁云商供应链、物流、售后能力，这场刚刚开始的战斗，苏宁云商仍有希望。

图表 4 2015 年家电网购市场渠道占比情况

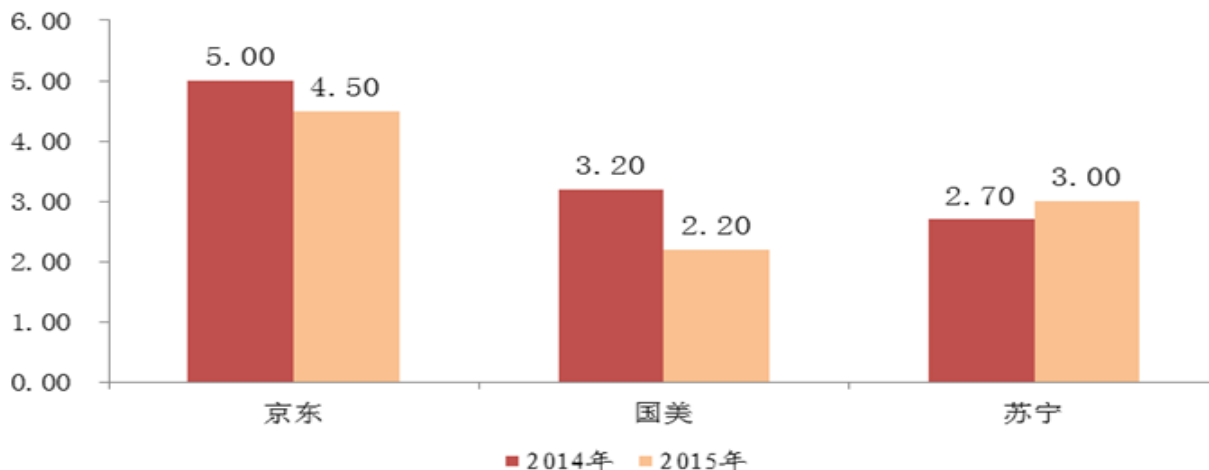


来源：2015年中国家电网购分析报告 中泰证券研究所

同时，苏宁云商之前持续亏损很重要的原因是资产的利用效率低下，这些资产主要包括线下门店资产、物流资产，得益于苏宁云商较早的布局，其资产属性非常的优越，阿苏对接之后，苏宁云商的优质资产盘活了，整体的利用效率提升，整个苏宁体系内的交易额跑起来了，线下、物流、金融共同发力，这些对于公司业绩边际改善起到了非常重要的贡献。

图表 5 京东、国美、苏宁物流资源利用效率比较

物流资源效率：京东>国美>苏宁
 京东、国美、苏宁未来均将物流从成本中心转向利润中心；
 物流资源利用效率，苏宁在提升约11.1%，京东与国美均下滑。



来源：公司公告 中泰证券研究所

还有，不谋全局者，不足谋一域，看得长远一点，3-5年、甚至10年之后，互联网电商最终的产业格局是什么样的？苏宁云商会是一家什么样的公司？

显然，互联网电商将是线上线下大融合的，网络零售市场交易规模将从2015年的3.8万亿元增长10万亿，甚至更多，B2C成为主流，行业的集中度会进一步上升，强者恒强；

在互联网电商这么大的市场空间内，阿苏对接之后，苏宁云商资产利用效率提升，现金流充裕，按照占市场份额的5%测算，那也是4000亿的规模（假设B2C占网络零售市场交易规模80%），加上线下，其体系内跑的流水会更多。

苏宁云商会是一家什么样的公司？本质上是一家零售公司，商品、供应链、服务、物流、金融全方位协同的公司。

最后，从估值的角度来看，具备安全边际：随着阿里投入的资金到位，固定资产证券化推动资产重估，公司现金储备有望达到800多亿元（现有资本+阿里投入资金+商业、物流资产证券化），为公司后续业务的开展提供强劲动力，阿里入股价，第二批员工持股价均在15.17元，且公司业绩的边际改善正在发生，向下空间小，向上空间大，我们认为仍然值得买入。

附：公司的安全边际可以从以下三个方面判断：

第一方面 净资本300亿左右+阿里系资本283亿+物流、商业资产证券化300亿+金融、物流引入战投100亿=1000亿左右；

第二方面是 张老板自己在11元左右买了30亿苏宁云商；

第三方面 是阿里和员工的第二批入股价15.17元；

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:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。