

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 11.07
合理价格区间(元): 13-15

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

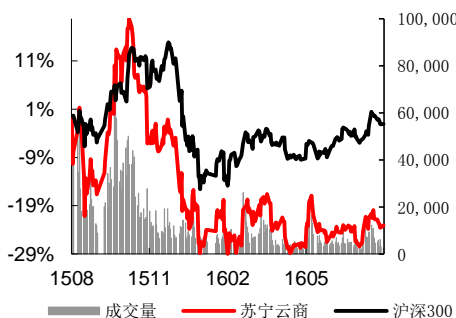
张坚 021-28972091
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《苏宁云商(002024):业绩短期难改观,战略执行效果有待显现》2014.03
- 2《苏宁云商(002024):Q4单季仍亏损,长期看好公司互联网零售转型战略》2014.02
- 3《苏宁云商(002024):Q3业绩低于预期,期待公司战略执行效果》2013.10

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

线上业务高速增长, 物流金融协同发展

苏宁云商(002024)

苏宁云商披露 2016 年中报

公司 2016 年上半年实现营业收入 687.15 亿元, 同比上升 9.01%; 归属于上市公司股东的净利润-1.21 亿元, 同比下降 134.79%; 扣非后归属净利润-6.90 亿元, 同比上升 7.85%; 基本每股收益-0.02 元, 同比下降 140.00%。公司业绩符合预期。

线上销售带动收入增长, 费用控制效果显现

报告期内公司充分发挥 O2O 模式优势, 线上线下联动发展。报告期内公司零售业务实现收入 678.01 亿元, 同比上升 8.79%, 线上平台实体商品交易总规模为 327.57 亿元, 同比增长 80.31%, 其中自营商品销售收入 256.31 亿元。分品类来看, 通讯、小家电、数码及 IT、空调器营业收入同比增加 30.17%、8.79%、27.14%、9.50%; 而冰洗与影音营业收入同比减少 5.75%、16.15%。其他产品包括开放平台佣金收入以及广告收入、苏宁金融服务业务相关收入、苏宁物流社会化收入以及商业物业销售收入增长迅猛, 同比上升 56.36%。报告期内公司严格控制费用, 期间费用率为 15.57%, 同比下降 1.04 个百分点, 主要由于人员和广告促销费用的控制。

零售、物流、金融三大业务共同发展

报告期内公司互联网零售发展策略进一步明确, 即围绕零售、物流、金融三大业务综合发展。零售业务方面, 线上端平台交易量增速迅猛 (GMV+80.31%), 线下端公司持续对门店进行拓展与互联网化升级改造, 新开云店 22 家、常规店 29 家、红孩子店 8 家, 改造云店 17 家, 同时加快三四级市场拓展, 抢占农村市场。物流方面, 公司致力于构建最低成本的物流枢纽, 截止报告期末拥有仓储面积 478 万平方米, 报告期内实现社会化物流收入同比增长 153.98%。金融业务方面, 今年 4 月公司对旗下第三方支付、供应链金融、理财等金融业务进行整合并搭建了苏宁金服平台, 金融综合服务能力进一步提升, 报告期内公司金融业务总体交易规模同比增长 130%。

市值存在严重低估, 维持“增持”评级

进入 2016 年, 公司在加快与阿里生态协同的同时, 积极通过门店调整等手段增强“造血”能力, 二季度营运减亏迹象已出现, 年内形成持续减亏乃至迎来扭亏拐点趋势的确定性在加大。目前股价已经超跌, 公司市值较账面净资产溢价 400 亿左右, 而苏宁易购 2016 年 GMV 预计可达 900 亿+约 400 万方自有物业增值+金融板块等合计估值应远高于 400 亿。维持“增持”评级, 继续建议投资者加仓持有。

风险提示: 行业竞争加剧; 线上业务发展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	9,310
流通 A 股(百万)	5,018
52 周内股价区间(元)	10.25-17.30
总市值(百万)	103,062
总资产(百万)	91,778
每股净资产(元)	3.22

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	135,548	153,978	171,252	186,449
+/-%	24.44	13.60	11.22	8.87
净利润(百万)	872.50	150.23	414.35	1,435
+/-%	0.64	(82.78)	175.81	246.32
EPS(元)	0.12	0.02	0.04	0.15
PE	118.12	686.03	248.73	71.82

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	56,752	79,169	81,858	85,005
现金	27,116	30,000	30,000	30,000
应收账款	705.62	816.17	891.42	976.45
其他应收账款	2,405	3,020	3,368	3,666
预付账款	6,707	7,907	8,770	9,513
存货	14,005	18,267	19,394	21,341
其他流动资产	5,815	19,159	19,434	19,507
非流动资产	31,324	61,580	68,397	69,802
长期投资	219.80	817.77	706.63	662.54
固定投资	13,254	27,803	35,999	39,885
无形资产	7,144	6,844	6,544	6,244
其他非流动资产	10,707	26,116	25,147	23,010
资产总计	88,076	140,749	150,254	154,806
流动负债	45,735	59,937	68,777	71,907
短期借款	3,226	12,959	18,820	18,330
应付账款	9,059	10,543	10,232	11,099
其他流动负债	33,450	36,435	39,725	42,478
非流动负债	10,416	20,106	20,472	20,828
长期借款	357.92	10,358	10,658	10,958
其他非流动负债	10,058	9,748	9,815	9,871
负债合计	56,151	80,044	89,249	92,735
少数股东权益	1,443	1,423	1,368	1,179
股本	7,383	9,310	9,310	9,310
资本公积	5,238	32,396	32,396	32,396
留存公积	17,772	17,569	17,924	19,177
归属母公司股	30,483	59,282	59,637	60,892
负债和股东权益	88,076	140,749	150,254	154,806

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,733	1,368	4,727	6,410
净利润	757.73	130.43	359.78	1,246
折旧摊销	2,575	2,773	3,655	4,232
财务费用	104.28	(146.95)	779.04	1,003
投资损失	(1,655)	(823.09)	(958.16)	(1,029)
营运资金变动	1,447	(409.32)	740.56	927.43
其他经营现金	(1,495)	(156.10)	150.88	30.89
投资活动现金	(286.19)	(47,049)	(10,046)	(5,030)
资本支出	6,437	20,000	10,000	5,000
长期投资	(60.77)	12,475	(63.48)	(20.22)
其他投资现金	6,090	(14,574)	(109.71)	(49.75)
筹资活动现金	2,896	48,565	5,319	(1,380)
短期借款	1,389	9,734	5,861	(490.36)
长期借款	(556.30)	10,000	300.00	300.00
普通股增加	0.00	1,927	0.00	0.00
资本公积增加	558.17	27,158	0.00	0.00
其他筹资现金	1,505	(253.62)	(842.05)	(1,190)
现金净增加额	4,521	2,884	0.00	0.00

利润表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	135,548	153,978	171,252	186,449
营业成本	115,981	131,785	146,166	158,556
营业税金及附加	585.80	665.45	740.10	805.78
营业费用	16,645	18,348	19,757	21,051
管理费用	4,291	4,619	4,966	5,221
财务费用	104.28	(146.95)	779.04	1,003
资产减值损失	198.09	194.02	192.20	193.79
公允价值变动收益	(6.92)	7.26	(0.23)	1.15
投资净收益	1,655	823.09	958.16	1,029
营业利润	(610.02)	(656.58)	(390.12)	648.69
营业外收入	1,665	1,000	1,000	1,000
营业外支出	166.25	190.09	187.23	184.69
利润总额	888.96	153.33	422.65	1,464
所得税	131.23	22.90	62.87	218.06
净利润	757.73	130.43	359.78	1,246
少数股东损益	(114.77)	(19.80)	(54.57)	(189.02)
归属母公司净利润	872.50	150.23	414.35	1,435
EBITDA	2,069	1,970	4,044	5,883
EPS(元)	0.12	0.02	0.04	0.15

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	24.44	13.60	11.22	8.87
营业利润	58.19	(7.63)	40.58	266.28
归属母公司净利润	0.64	(82.78)	175.81	246.32
获利能力				
毛利率(%)	14.44	14.41	14.65	14.96
净利率(%)	0.64	0.10	0.24	0.77
ROE(%)	2.86	0.25	0.69	2.36
ROIC(%)	(3.47)	(2.23)	0.90	3.79
偿债能力				
资产负债率(%)	63.75	56.87	59.40	59.90
净负债比率(%)	6.64	29.31	33.19	31.74
流动比率	1.24	1.32	1.19	1.18
速动比率	0.93	1.01	0.90	0.88
营运能力				
总资产周转率	1.59	1.35	1.18	1.22
应收账款周转率	200.03	185.27	184.24	183.10
应付账款周转率	13.27	13.45	14.07	14.87
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.02	0.04	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.15	0.51	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.27	6.37	6.41	6.54
估值比率				
PE	118.12	686.03	248.73	71.82
PB	3.38	1.74	1.73	1.69
EV_EBITDA	40.61	42.66	20.78	14.28

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com