

苏宁云商 (002024. SZ)

并购天天快递，完善新零售物流生态体系，

“1+1 大于 2” 效果凸显

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价 (元)：**19.61—19.61**

分析师

彭毅

S0740515100001

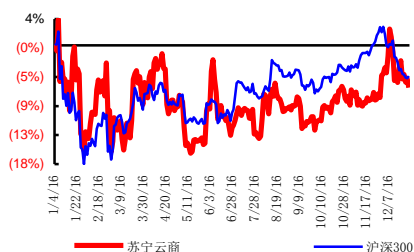
pengyi@r.qlzq.com.cn

2017 年 01 月 03 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)	11.45
市值(百万元)	106,600
流通市值(百万元)	57,454

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2016E	2018E
营业收入 (百万元)	108,925	135,547	159,900	197,237	237,982
营业收入增速	3.45%	24.44%	17.97%	23.35%	20.66%
归属于母公司的净利润	133.19	0.64%	-123.49	368.47	229.30
净利润增长率	0.12	0.12	-0.02	0.06	0.19
摊薄每股收益 (元)					
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	76.65	113.81	—	193.71	58.83
PEG	0.58	176.54	—	0.53	0.26
每股净资产 (元)	3.98	4.38	3.39	3.45	3.64
每股现金流量	-0.19	0.23	0.36	0.71	1.04
净资产收益率	2.95%	2.70%	-0.65%	1.71%	5.34%
市净率	2.26	3.07	3.38	3.32	3.14
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 聚源一致预期

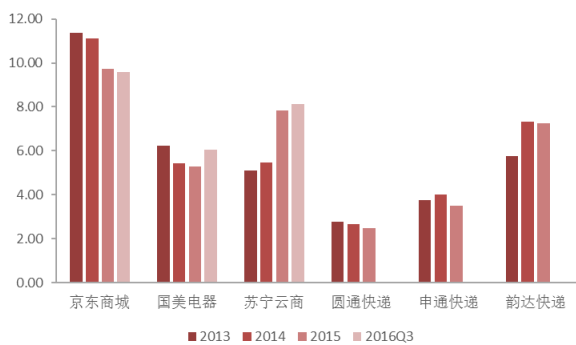
投资要点

- **事件:**2017 年 1 月 2 日,苏宁云商发布公告:全资子公司苏宁物流拟以现金+股权方式收购天天快递 100% 股权,合计对价达 42.5 亿元,具体交易方案为:现金 29.75 亿元收购天天快递 70% 的股权,70% 股权交割完成 12 个月内以股权方式收购剩余的 30% 股权。苏宁云商收购天天快递,我们点评如下:
- **核心观点:**并购天天快递,完善新零售物流生态体系,“1+1 大于 2” 效果凸显。从市盈率以及订单估值角度,本次收购天天快递整体估值较为合理,与“四通一达”上市相比存在一定的折价,天天快递 15 年营收以及 15/16 年业务量 CAGR 实现 50% 以上的增长,考虑天天快递过去两年的高速增长,二级市场估值相较于收购估值存在提升空间。此次收购天天快递是阿里继续布局菜鸟网络物流战略的重要一步,重资产的角色交给苏宁云商,轻资产由菜鸟网络分配,形成线上线下智能化物流生态体系;聚焦来看,苏宁仓储与天天配送点将形成“1+1 大于 2” 的效应,且背靠阿里,输送订单血液,盘活天天品牌与苏宁仓储资产,有利于提升二者物流整体竞争力,缩小与四通一达差距。除此之外,管理层两年锁定期有利于企业融合,预期效果较为通畅。“零售+物流+金融”估值有望达 1825.5 亿元,上调目标价至 19.61 元,维持“买入”评级。
- **市盈率以及订单估值存在一定幅度的折价,收购价格较为合理。**市盈率角度:按照天天快递 2017 年业绩承诺核算,收购天天快递估值对应 2017 年 PEX23.6,对比申通(29.9X)、圆通(38.6X)、韵达(34.90X)以及顺丰(51.6X),存在一定的折价;业务量估值角度,收购估值为 42.5 亿元,2016 年天天快递业务量预计为 12.6 亿单,企业价值/业务量为 3.4 元/单,相较于申通(6.6 元/单)、圆通(5.8 元/单)、韵达(8.3 元/单)以及顺丰(26.37 元/单)的并购上市时对应 2015 年一级市场订单估值,天天快递收购的估值水平较低,整体来看此次收购较为合理。另外,考虑苏宁收购天天快递的协同效应,二者从业务执行以及

仓储配送领域存在较大空间的融合效应，作为阿里系的苏宁云商承担物流配送的角色，未来天天快递业务增速将更快，且可享受苏宁资产优势，包括仓储以及苏宁体系的订单。

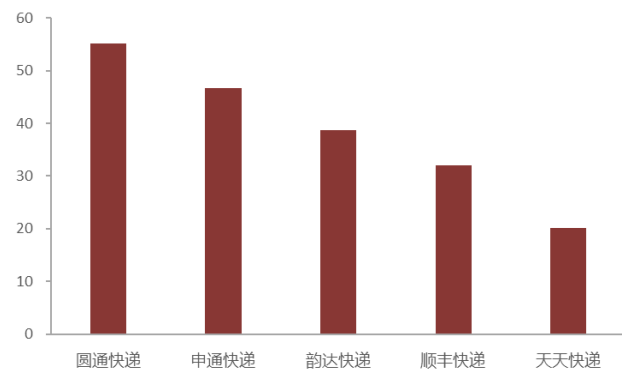
收购天天快递是阿里继续布局菜鸟网络物流战略的重要一步，重资产的角色交给苏宁云商，轻资产由菜鸟网络分配，形成线上线下智能化物流生态体系。2016年是快递行业发展的分水岭，申通、圆通、韵达以及顺丰登陆资本市场，京东开启社会化进程，快递行业由快速野蛮式跑规模阶段进入重资产化精细运营阶段，而前期的跑马圈地决定了物流生态圈体系的盘子大小。从业务订单量来看，预计2017年“苏宁+天天快递”的苏宁系可以实现订单量23亿单（其中天天快递：20亿单，苏宁云商：3亿单），相较于申通（47亿）、圆通（55亿）、韵达（39亿）、顺丰（32亿）订单量，其差距正在逐步缩小，未来看点在苏宁系整体资产融合，在仓储及配送端拥有绝对优势，承接阿里系订单，实现规模的快速增长，突破行业第二梯队，成为电商系发展物流的领头羊。**而作为阿里系布局线下的重要战略，苏宁收购天天快递将与菜鸟网络形成“天网+地网”的物流生态圈，规模提升后将显著提升苏宁系物流盈利能力以及资产利用效率。**

图表 1：苏宁云商整体存货周转率高于第三方快递



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2：预测 2017 年天天快递业务量与四通一达差距缩小



来源：中泰证券研究所预测

图表 3：市盈率以及订单价值角度，天天快递收购存在折价

可比公司	2016年预测市盈率	2017年预测市盈率	价值比票件量
圆通速递	51.7	38.7	5.8(2015,下同)
申通快递	39.7	29.7	6.6
韵达快递	51.6	35.2	8.3
平均值	47.7	34.6	14.6
天天快递估值	50.6	23.6	3.4 (2016E)

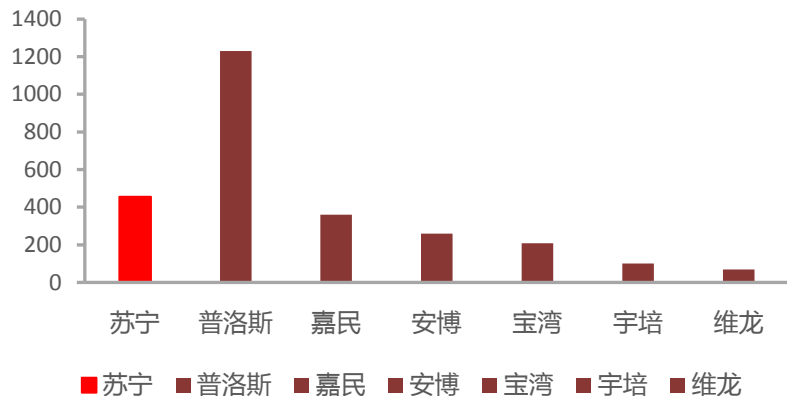
来源：WIND 一致预测（2016年12月30日收盘价） 中泰证券研究所

■ 再看“苏宁+天天快递”的资产整合效应，苏宁仓储+天天配送点加快仓配一体化，符合物流产业趋势。截至2016年6月，天天快递已拥有721家一级加盟商，网络遍布国内300多个地级市和2800多个县（含县级市、区），拥有61个分拨中心（35个为直营分拨中心），超过10000个配送网点。仓储端，苏宁云商本身拥有较为优质的仓储资源，仓储面积高达478万平方米，仅次于普洛斯，另外未来两到三年苏宁云商年均再建设150-200万高标仓，将大幅提升仓储领域优势；配送端，区域性转运中心达到47个，快递点数量6267家，且服务站以及门店可作为优质的潜在配送点，二者将产生较为显著的协同效应以及比较优势，较为完整的推进仓配一体化建设，符合当前电商C2C过渡到B2C发展的物流发展需求。

图表 4：苏宁云商整合天天快递将形成较好的仓配协同效应

2016H1	全国级枢纽仓储物流中心	区域级枢纽仓储物流中心	城市级中转仓数量	配送点数量	现有仓储面积（万平方米）
苏宁	8	47	365	6267家快递点（兼具自提功能）	478（自有80%）
京东	234个仓库	26		6756个配送站和自提点	520（自有20%）
国美集团（截止2015年年底数据）	全国拥有434个物流中心和作业网点			覆盖全国600多个地县级城市，45,000多个乡镇。	300
圆通		61		154	125
顺丰		69		10000	296
天天快递		61		10000	30
苏宁+天天		108		16267	508

来源：公司公告 公司公开资料整理 中泰证券研究所预测

图表 5：苏宁云商仓储面积仅次于普洛斯


来源：公司公开资料整理 中泰证券研究所

- 天天快递整体管理层锁定两年，有利于推进二者融合。**通过收购天天快递，能够很好的强化苏宁物流最后一公里配送能力，其次是客户资源，作为中继“四通一达”之后的又一快递企业，天天快递目前已经具备一定的业务规模，能够有效帮助苏宁物流提升社会化运营能力，通过并购天天快递，苏宁物流可以导入其丰富的客户资源，在天天快递的品牌基础上推进自有仓储建设以及利用效率，承接菜鸟网络订单，强化最后一公里。此次交接过程较为妥当，天天整体并入苏宁，天天快递的经营方针和战略布局，包括加盟商和高管团队，在两年以内，不得随意变化，以达到平稳过渡，快递的文化和互联网不一样，与零售的文化一致，都是重执行的，整体预计整合的效果应该比较顺畅。
- 投资建议：“零售+物流+金融”估值有望达 1825.5 亿元，上调目标价至 19.61 元，维持“买入”评级。**苏宁云商收购天天快递，能够较好的强化苏宁最后一公里配送能力，提高物流网络规模效应和灵活性，提升社会化运营能力，增强苏宁物流综合利润水平。预测 2017 年苏宁云商体系业务量有望达 23 亿单（其中圆通：55、申通：47、韵达：39、顺丰：32 亿单；按照 2016 年 40% 及 2017 年 30% 的业务增长预测），贡献净利润约 3 亿元，考虑苏宁云商收购天天快递后，二者具备较强的协同作用（承接阿里系与苏宁订单），给予 2017 年 PEX60；预测苏宁云商 2016-2018 年实现营业收入 1599.01、1972.37、2379.83 亿元，归属于母公司净利润为 -2.1、5.5、18.1 亿元。综合来看，“零售+物流+金融”估值达 1825.5 亿元，上调目标价 19.61 元，“买入”评级。

- **风险提示：**1、与阿里合作不顺畅，不能够在线上线下全面对接；2、线上运营巨额亏损，现金流吃紧；3、金融业务管理风险；

图表 6：苏宁云商财务预测三张表

损益表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	10,529,223	10,892,530	13,554,763	15,990,083	19,723,702	23,798,277
增长率	7.05%	3.5%	24.4%	18.0%	23.3%	20.7%
营业成本	-8,927,906	-9,228,457	-11,598,118	-13,511,849	-16,644,490	-20,044,527
%销售收入	84.8%	84.7%	85.6%	84.5%	84.4%	84.2%
毛利	1,601,317	1,664,072	1,956,645	2,478,234	3,079,212	3,753,751
%销售收入	15.2%	15.3%	14.4%	15.5%	15.6%	15.8%
营业税金及附加	-32,994	-35,716	-58,580	-63,960	-78,640	-92,813
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-1,273,971	-1,410,503	-1,664,468	-1,961,983	-2,347,121	-2,760,600
%销售收入	12.1%	12.9%	12.3%	12.3%	11.9%	11.6%
管理费用	-280,567	-335,657	-429,148	-495,693	-591,711	-690,150
%销售收入	2.7%	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	13,785	-117,803	-195,550	-43,402	61,740	210,187
%销售收入	0.1%	-1.1%	-1.4%	-0.3%	0.3%	0.9%
财务费用	14,909	-6,677	-10,428	0	0	0
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-21,994	-17,496	-19,809	0	0	0
公允价值变动收益	8,299	-933	-692	0	0	0
投资收益	3,392	-2,985	165,476	-1,000	1,000	1,000
%税前利润	23.5%	—	186.1%	—	1.5%	0.5%
营业利润	18,390	-145,893	-61,002	-44,402	62,740	211,187
营业利润率	0.2%	-1.3%	-0.5%	-0.3%	0.3%	0.9%
营业外收支	-3,952	243,155	149,898	20,000	2,000	2,000
税前利润	14,439	97,261	88,896	-24,402	64,740	213,187
利润率	0.1%	0.9%	0.7%	—	0.3%	0.9%
所得税	-4,008	-14,858	-13,123	3,904	-9,711	-31,978
所得税率	27.8%	15.3%	14.8%	16.0%	15.0%	15.0%
净利润	10,430	82,404	75,773	-20,498	55,029	181,209
少数股东损益	-26,747	-4,288	-11,477	0	0	0
归属于母公司的净利润	37,177	86,691	87,250	-20,498	55,029	181,209
净利率	0.4%	0.8%	0.6%	-0.1%	0.3%	0.8%

现金流量表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10,430	82,404	75,773	-20,498	55,029	181,209
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	183,600	190,075	277,267	188,862	198,953	197,384
非经营收益	-24,381	-280,649	-323,618	-19,000	-3,000	-3,000
营运资金变动	54,199	-129,971	143,912	184,009	406,082	597,112
经营活动现金净流	223,848	-138,142	173,334	333,373	657,065	972,705
资本开支	472,298	-16,737	294,379	78,370	63,076	61,513
投资	-539,032	-256,744	217,623	0	0	0
其他	6,487	39,303	48,137	-1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-1,004,843	-200,705	-28,619	-79,370	-62,076	-60,513
股权募资	3,206	1,159	149,960	0	0	0
债权募资	349,492	114,209	240,326	-324,055	0	0
其他	-84,266	-58,573	-82,942	0	-55,859	0
筹资活动现金净流	268,432	56,795	307,344	-324,055	-55,859	0
现金净流量	-512,563	-282,052	452,059	-70,052	539,129	912,192

资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,480,628	2,227,447	2,711,556	2,641,504	3,180,633	4,092,825
应收款项	173,137	244,945	311,537	306,839	393,126	474,458
存货	1,825,836	1,603,852	1,400,480	2,406,220	2,872,885	3,404,824
其他流动资产	951,617	988,498	1,251,614	1,263,558	1,437,991	1,627,726
流动资产	5,431,218	5,064,741	5,675,187	6,618,120	7,884,635	9,599,833
%总资产	65.4%	61.6%	64.4%	68.5%	73.1%	77.6%
长期投资	385,459	441,320	427,377	427,377	427,377	427,377
固定资产	1,469,999	1,540,107	1,520,679	1,488,882	1,415,949	1,334,616
%总资产	17.7%	18.7%	17.3%	15.4%	13.1%	10.8%
无形资产	830,385	877,840	888,702	830,007	769,064	716,525
非流动资产	2,873,147	3,154,632	3,132,381	3,041,889	2,908,012	2,774,141
%总资产	34.6%	38.4%	35.6%	31.5%	26.9%	22.4%
资产总计	8,304,366	8,225,167	8,807,567	9,660,009	10,792,647	12,373,974
短期借款	116,416	205,372	337,003	14,439	14,439	14,439
应付款项	4,120,620	3,776,330	4,016,560	5,147,460	6,252,348	7,608,865
其他流动负债	185,374	229,990	219,902	340,365	313,086	356,687
流动负债	4,422,410	4,211,691	4,573,466	5,502,264	6,579,873	7,979,991
长期贷款	59,384	91,421	35,792	35,792	35,792	35,792
其他长期负债	819,058	818,665	823,154	823,154	823,154	823,154
负债	5,300,852	5,354,876	5,432,411	6,361,209	7,438,818	8,838,936
普通股股东权益	2,848,817	2,836,926	3,230,905	3,154,548	3,209,578	3,390,787
少数股东权益	33,365	25,495	144,251	144,251	144,251	144,251
负债股东权益合计	8,183,034	8,225,167	8,807,567	9,660,009	10,792,647	12,373,974

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.050	0.117	0.118	-0.022	0.059	0.195
每股净资产(元)	3.859	3.975	4.376	3.388	3.448	3.642
每股经营现金净流(元)	0.303	-0.187	0.235	0.358	0.706	1.045
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.30%	2.95%	2.70%	-0.65%	1.71%	5.34%
总资产收益率	0.45%	0.11%	0.99%	-0.21%	0.51%	1.46%
投入资本收益率	1.39%	-0.36%	-12.27%	-3.54%	9.63%	-96.07%
增长率						
营业总收入增长率	7.05%	3.45%	24.44%	17.97%	23.35%	20.66%
EBIT增长率	-95.40%	-954.59%	-66.00%	77.81%	242.25%	240.44%
净利润增长率	-86.11%	133.19%	0.64%	-123.49%	368.47%	229.30%
总资产增长率	7.44%	904.44%	-89.28%	9.68%	11.73%	14.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	2.0	1.7	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	72.5	67.8	47.3	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	42.9	37.5	27.5	35.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	33.5	38.4	34.2	30.6	25.3	21.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.02%	-4.69%	-47.63%	-56.43%	-71.58%	-93.71%
EBIT利息保障倍数	-0.9	-17.6	-18.8	—	—	—
资产负债率	64.78%	64.06%	61.68%	65.85%	68.92%	71.43%

来源：中泰证券研究所

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。