

零售业

报告原因：事件点评

2017年06月28日

苏宁云商 (002024.SZ)

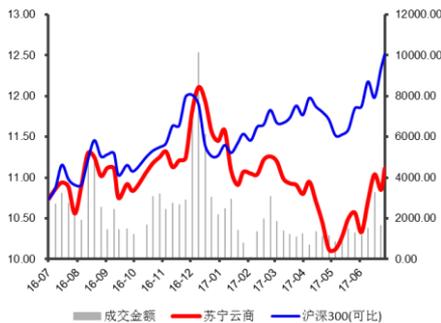
首次

成立科技驱动的 O2O 银行 夯实金融服务新生态

增持

公司研究/点评报告

近期市场表现



市场数据：2017年06月27日

收盘价(元):	11.11
年内最高/最低(元):	12.67/9.83
流通A股/总股本(亿):	50.18/93.1
流通A股市值(亿元):	543
总市值(亿元):	1008

基础数据：2017年3月31日

每股净资产(元):	7.48
每股资本公积(元):	3.86
每股未分配利润(元):	1.79

分析师：王磊

执业证书编号：S0760514050008

Tel: 0351-8686884

E-mail: wanglei4@sxzq.com

研究助理

谷茜

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

事件追踪：

公司于6月15日接到江苏苏宁银行筹备工作组通知，批准江苏苏宁银行股份有限公司开业，核准注册资本为40亿元人民币。6月16日，江苏苏宁银行开业暨普惠金融合作签约仪式在南京举行。

投资要点：

深耕消费金融领域，线上线下协同发展。自2008年以来，我国消费金融市场一直处于高速增长中，近5年来，我国消费金融平均复合增长率达到了16.4%，市场空间巨大。在日渐丰富的消费环境中，苏宁金融充分发挥线上线下协同发展的优势，聚焦内外双向拓展的盈利模式。对内围绕苏宁生态圈用户，提升圈内金融服务渗透率，专注于满足苏宁上游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面的需求；对外积极拓展苏宁金融生态圈，上游对接供应链金融的市场开拓，下游发力消费金融的用户渗透，目前已拥有“任性贷”、“任性付”两大明星产品。

金融全牌照驱动，业务规模凸显。目前，苏宁金融共获得13块金融牌照，业务规模直追新金融巨头蚂蚁金服。2016年，包含第三方支付、供应链金融等业务在内的苏宁金融业务总体交易规模同比增长157.21%，发放贷款及垫款金额猛增123.64%。2017年一季度，苏宁金融业务总体交易规模同比增长152.10%。苏宁的消费金融业务已形成一定的规模和盈利，消费金融O2O模式的规模效应初步显现。未来，苏宁金融将持续加大促销推广的投入，用于提升用户黏性、进一步丰富场景化、以及风控能力的完善。

苏宁银行定位“科技驱动的O2O银行”。苏宁银行是全国首家O2O民营银行，由苏宁云商与日出东方作为主要发起人，分别出资认购苏宁银行30%和23.60%的股份。作为苏宁金融服务的核心业务，苏宁银行将聚焦零售金融、供应链金融、科技金融、财富资管、金融市场五大基础业务，加大对金融科技的研发支持力度，为苏宁生态圈用户、供应商、合作伙伴、平台商户等提供普惠金融服务。与传统民营银行不同，苏宁银行注重线上的布局，以大数据应用为基础，为中小微企业和个人用户提供全方位、定制化的普惠金融服务，提高其用户黏性；与一般的互联网银行不同，苏宁银行更加注重线下的渠道优势，联合公司在线下1500余家门店资源和家庭财富中心，打造实体金融体验中心，为用户带来线上与线下全场景金融服务体验，满足下游消费者融资消费需求。

投资建议：

- 苏宁银行的正式成立，使得苏宁集团的金融版图更加清晰，O2O的模式已经成为苏宁金融的战略关键。公司是国内领先的互联网零售服务商，经历过8年的转型发展，形成了零售、物流、金融三大业务板块协同发展的态势。公司背靠第三大股东淘宝的资金和技术支持，在完成对天天快递的收购进而推动物流社会化进程后，苏宁金融生态的延展，将进一步提升公司的核心竞争力。**我们看好苏宁基于渠道优势、供应链优势、消费金融优势的服务商能力，认为公司存在较高的安全边际。**根据我们的假设测算，预计2017-19年公司的EPS分别为0.09、0.19和0.28元，以6月27日收盘价计算，对应PE分别是125.58X、59.42X、39.31X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：政策风险；信用风险；金融业务管理风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	82,384	112,419	153,932	206,927	营业收入	148,585	172,359	210,278	248,128
现金	27,209	34,472	42,056	49,626	营业成本	127,248	148,573	179,872	212,149
应收账款	5,199	4,616	5,933	7,440	营业税金及附加	583	655	820	943
其他应收款	4,135	3,657	4,698	5,904	销售费用	17,451	20,114	23,846	27,542
预付账款	9,751	12,010	15,831	20,101	管理费用	3,946	4,533	5,152	5,037
存货	14,803	20,612	22,688	26,957	财务费用	416	373	1,525	3,088
其他流动资产	21,287	37,052	62,726	96,899	资产减值损失	350	36	120	148
非流动资产	54,784	27,412	27,056	27,194	公允价值变动收益	(34)	(353)	(289)	310
长期投资	417	661	433	504	投资净收益	1,445	1,576	1,559	1,527
固定资产	12,868	12,053	11,238	10,423	营业利润	2	(702)	214	1,058
无形资产	5,685	5,294	4,935	4,599	营业外收入	1,060	1,506	1,410	1,325
其他非流动资产	35,814	9,404	10,451	11,667	营业外支出	161	3	3	3
资产总计	137,167	139,830	180,988	234,121	利润总额	901	800	1,621	2,380
流动负债	61,455	88,320	128,829	181,295	所得税	408	120	243	357
短期借款	6,160	27,209	56,693	94,291	净利润	493	680	1,378	2,023
应付账款	12,498	13,255	15,921	19,514	少数股东损益	(211)	(143)	(363)	(608)
其他流动负债	42,798	47,856	56,215	67,489	归属母公司净利润	704	824	1,741	2,632
非流动负债	5,790	9,166	9,251	9,165	EBITDA	1,651	864	2,907	5,290
长期借款	18	18	18	18	EPS (元)	0.08	0.09	0.19	0.28
其他非流动负债	5,772	9,148	9,233	9,147					
负债合计	67,245	97,486	138,081	190,459					
少数股东权益	4,212	4,069	3,706	3,098	主要财务比率				
股本	9,310	9,310	9,310	9,310	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	35,835	10,500	10,500	10,500	成长能力				
留存收益	17,930	18,465	19,392	20,754	营业收入	9.62%	16.00%	22.00%	18.00%
归属母公司股东权益	65,710	38,275	39,202	40,564	营业利润	-100.34%	-34329.86%	-130.41%	395.15%
负债和股东权益	137,167	139,830	180,988	234,121	归属于母公司净利润	-19.27%	16.92%	111.36%	51.17%
					获利能力				
					毛利率(%)	14.36%	13.80%	14.46%	14.50%
					净利率(%)	0.47%	0.48%	0.83%	1.06%
					ROE(%)	0.71%	1.61%	3.21%	4.63%
					ROIC(%)	9.32%	4.30%	3.81%	4.67%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.02%	69.72%	76.29%	81.35%
					净负债比率(%)	24.65%	43.69%	46.78%	54.11%
					流动比率	1.34	1.27	1.19	1.14
					速动比率	1.10	1.04	1.02	0.99
					营运能力				
					总资产周转率	1.32	1.24	1.31	1.20
					应收账款周转率	152.51	152.41	169.22	158.96
					应付账款周转率	13.79	13.39	14.41	14.00
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.08	0.09	0.19	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	(1.60)	(2.33)	(2.84)
					每股净资产(最新摊薄)	7.06	4.11	4.21	4.36
					估值比率				
					P/E	146.8	125.6	59.4	39.3
					P/B	1.6	2.7	2.6	2.5
					EV/EBITDA	38.81	156.51	56.33	37.65

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,839	(14,898)	(21,670)	(26,451)
净利润	493	824	1,741	2,632
折旧摊销	1,806	1,194	1,168	1,144
财务费用	503	373	1,525	3,088
投资损失	(1,445)	(1,576)	(1,559)	(1,527)
营运资金变动	(15,624)	(15,252)	(24,013)	(31,638)
其他经营现金流	18,107	(460)	(532)	(150)
投资活动现金流	(39,613)	27,070	2,027	1,161
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(197)	(244)	229	(71)
其他投资现金流	(39,415)	27,314	1,799	1,232
筹资活动现金流	36,758	(4,911)	27,130	33,239
短期借款	2,934	21,050	29,484	37,598
长期借款	(340)	0	0	0
普通股增加	1,927	0	0	0
资本公积增加	30,598	(25,335)	0	0
其他筹资现金流	1,639	(625)	(2,354)	(4,359)
现金净增加额	985	7,261	7,487	7,949

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。