

2018年06月27日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 张媛 S0860117030021
021-60338171 zhangy12@ghzq.com.cn

联合恒大地产，专业化运营苏宁易购广场 ——苏宁易购（002024）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|------|------|
| 苏宁易购 | -7.6 | 4.7 | 27.1 |
| 沪深300 | -7.5 | -9.8 | -3.9 |

市场数据 2018-06-26

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格(元) | 14.16 |
| 52周价格区间(元) | 10.22 - 16.35 |
| 总市值(百万) | 131830.16 |
| 流通市值(百万) | 71494.76 |
| 总股本(万股) | 931003.97 |
| 流通股(万股) | 699637.85 |
| 日均成交额(百万) | 788.68 |
| 近一月换手(%) | 32.39 |

相关报告

《苏宁易购（002024）事件点评：与大润发达成战略合作，线下家电 3C 再布局》——2018-06-26

《苏宁易购（002024）事件点评：第三期员工持股落地，助力增长新征程》——2018-05-15

《苏宁易购（002024）一季报点评：一季度线上 GMV 增长 81.5%，归母净利润增长 42.15%》——2018-05-01

《苏宁易购（002024）2017 年报点评：线上线下载千亿目标兑现，智慧零售龙头起舞》——2018-04-03

事件：

苏宁易购发布公告：公司全资子公司南京苏宁商业管理有限公司（以下简称“苏宁商管”）与恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）签署《关于深圳市恒宁商业发展有限公司股东协议书》，双方共同出资设立深圳市恒宁商业发展有限公司，注册资本人民币 200 亿元，其中苏宁商管拟以现金方式出资 98 亿元，持有恒宁商业 49% 的股权；恒大地产拟以现金方式出资 102 亿元，持有恒宁商业 51% 的股权；双方出资可分期到位。

投资要点：

- 继与恒大战略合作后再牵手，恒宁商业针对性负责苏宁易购广场的开发和运营。2017 年 9 月 20 日恒大集团与苏宁集团在地产、电商、金融等多个领域达成战略合作意向，此次合作成立恒宁商业是双方战略合作的再升级。恒宁商业的主营业务仅为以苏宁易购线上线下融合运营所需之苏宁易购广场的开发和运营，不从事其他任何地产业务。所有项目的投资方向必须为以开设苏宁易购广场为目的，均以“苏宁易购广场”命名，所有项目的投资决策需经双方一致同意。恒宁商业董事会由五名董事组成，其中苏宁商管提名两名，恒大地产提名三名。董事任期三年。
- 解决苏宁易购广场物业获取难问题，加速推进公司“一大、两小、多专”新兴店面业态组合。公司“一大、两小、多专”的新型店面业态组合，是苏宁在互联网零售竞争中的核心优势和差异化资源。“一大”是指苏宁易购广场，可以满足用户一站式购物、休闲体验；“两小”是指在城市社区市场进行广泛布局的苏宁小店和在农村市场广泛布局的苏宁易购直营店和苏宁易购零售云加盟店，可以实现用户更加便捷的购物和服务；“多专”是指垂直类目的专业业态门店，如家电 3C、母婴、超市、家居生活等，可以保障用户的专业化品类需求。公司一直以来通过“租、建、购、并”的多种开发方式，推进智慧门店的大开发战略。从目前来看，“两小、多专”的店面业态，主要采用租赁的方式开设，依托于公司全国性的连锁拓展及筹建网络能够快速的予以推进实施，推进速度和效率基本达到公司预期；但是苏宁易购广场受限于优质物业获取难、规划建设专业程度高、资金投入大等，从目前来看，推进速度较慢。为了解决以上苏宁易购广场推进过程中的问题，公司在坚持和强化自身零售主业的基础上，通过与恒大地产进行合作，实现各自主业的优势互补，保质保量推进苏宁易购广场的

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

落地。

- **强强联合，助力商业物业轻资产运作。** 公司具备丰富的商业运营经验，形成了多样化的专业店面业态，能够保障商业广场的稳定经营，实现较好的经营回报；恒大地产在商业广场开发方面，具有快速获取物业、专业规划设计、建设的能力和资源，且成本控制力较强。双方出资成立恒宁商业，充分发挥各自优势，一方面能够低成本加快苏宁易购广场的建设，另一方面高质量的保障苏宁易购广场的运营和回报。未来，随着苏宁易购广场运营成熟，恒宁商业可通过推进优质物业的资产证券化业务盘活资产资金，最终实现商业运营的轻资产化。
- 公司将继续探索更多的业务合作，推进商业物业轻资产运作，形成苏宁易购广场从物业获取-商业运营-资金回笼的良性资产运作方式，实现苏宁易购广场的快速复制发展。苏宁易购广场的布局形成，才能真正实现公司“一大、两小、多专”的综合业态布局的优势，形成多场景的互联网零售模式，从用户体验、服务保障、专业经营形成苏宁差异化优势。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。** 我们维持原有营收预测，预计公司 2018-2020 年销售收入 2450.50 亿、3152.59 亿、4038.43 亿元；分别同比增长 30.4%、28.65%、28.10%；预计归属于上市公司股东净利润分别为 51.57 亿、19.38 亿和 26.08 亿，分别增长 22%、-62%和 35%；预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.55 元、0.21 元和 0.28 元，对应当前股价 PE 分别为 26X、68X、51X。维持目标价为 18.42 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**线上交易增速下滑；新开店计划不达预期；与恒大地产合作不达预期；房租、人工等主要成本上涨。

| 预测指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 187928 | 245050 | 315259 | 403843 |
| 增长率(%) | 26% | 30% | 29% | 28% |
| 净利润（百万元） | 4213 | 5157 | 1938 | 2608 |
| 增长率(%) | 498% | 22% | -62% | 35% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.45 | 0.55 | 0.21 | 0.28 |
| ROE(%) | 5.04% | 5.82% | 2.14% | 2.81% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：苏宁易购盈利预测表

| 证券代码: | 002024.SZ | | | | 股价: | 14.16 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2018-06-26 | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|-------|-------|-------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标与估值 | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | |
| ROE | 5% | 6% | 2% | 3% | EPS | 0.45 | 0.55 | 0.21 | 0.28 | | | |
| 毛利率 | 14% | 14% | 15% | 15% | BVPS | 8.48 | 9.03 | 9.24 | 9.52 | | | |
| 期间费率 | 14% | 14% | 15% | 15% | 估值 | | | | | | | |
| 销售净利率 | 2% | 2% | 1% | 1% | P/E | 31.32 | 25.58 | 68.07 | 50.58 | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | | | | 1.67 | 1.57 | 1.53 | 1.49 |
| 收入增长率 | 26% | 30% | 29% | 28% | P/S | | | | 0.70 | 0.54 | 0.42 | 0.33 |
| 利润增长率 | 498% | 22% | -62% | 35% | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 总资产周转率 | 1.19 | 1.38 | 1.58 | 1.77 | 营业收入 | | | | 187928 | 245050 | 315259 | 403843 |
| 应收账款周转率 | 20.15 | 18.25 | 17.38 | 15.87 | 营业成本 | | | | 161432 | 209551 | 268132 | 341846 |
| 存货周转率 | 8.70 | 8.70 | 8.70 | 8.70 | 营业税金及附加 | | | | 729 | 951 | 1223 | 1567 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | | | | 20636 | 26908 | 35246 | 46442 |
| 资产负债率 | 47% | 50% | 55% | 59% | 管理费用 | | | | 4864 | 6543 | 8606 | 11099 |
| 流动比 | 1.37 | 1.21 | 1.19 | 1.17 | 财务费用 | | | | 306 | 945 | 938 | 928 |
| 速动比 | 1.08 | 0.91 | 0.88 | 0.86 | 其他费用 / (-收入) | | | | 3806 | 4901 | 630 | 470 |
| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 营业利润 | | | | 4076 | 5053 | 1743 | 2432 |
| 现金及现金等价物 | 34030 | 29208 | 30997 | 32750 | 营业外净收支 | | | | 256 | 250 | 250 | 250 |
| 应收款项 | 9327 | 13427 | 18138 | 25448 | 利润总额 | | | | 4332 | 5303 | 1993 | 2682 |
| 存货净额 | 18551 | 24191 | 30954 | 39464 | 所得税费用 | | | | 283 | 346 | 130 | 175 |
| 其他流动资产 | 25921 | 32952 | 41594 | 52497 | 净利润 | | | | 4050 | 4957 | 1863 | 2507 |
| 流动资产合计 | 87830 | 96988 | 118893 | 147370 | 少数股东损益 | | | | (163) | (200) | (75) | (101) |
| 固定资产 | 14373 | 15656 | 16343 | 16141 | 归属于母公司净利润 | | | | 4213 | 5157 | 1938 | 2608 |
| 在建工程 | 500 | 900 | 200 | 500 | 现金流量表 (百万元) | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 无形资产及其他 | 8216 | 8216 | 7406 | 6596 | 经营活动现金流 | | | | (6605) | 5548 | 3499 | 3675 |
| 长期股权投资 | 1767 | 11567 | 12267 | 13067 | 净利润 | | | | 4050 | 4957 | 1863 | 2507 |
| 资产总计 | 157277 | 177918 | 199701 | 228265 | 少数股东权益 | | | | (163) | (200) | (75) | (101) |
| 短期借款 | 8686 | 8741 | 8861 | 8926 | 折旧摊销 | | | | 1537 | 1927 | 2026 | 1998 |
| 应付款项 | 40452 | 55632 | 74875 | 100166 | 公允价值变动 | | | | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 1492 | 1945 | 2503 | 3206 | 营运资金变动 | | | | (12047) | (32403) | (39917) | (52718) |
| 其他流动负债 | 13633 | 13633 | 13633 | 13633 | 投资活动现金流 | | | | 13437 | (11483) | (687) | (898) |
| 流动负债合计 | 64264 | 79952 | 99873 | 125932 | 资本支出 | | | | (473) | (1683) | 13 | (98) |
| 长期借款及应付债券 | 6354 | 6354 | 6354 | 6354 | 长期投资 | | | | (1350) | (9800) | (700) | (800) |
| 其他长期负债 | 3032 | 3032 | 3032 | 3032 | 其他 | | | | 15261 | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 9385 | 9385 | 9385 | 9385 | 筹资活动现金流 | | | | (11654) | 51 | 119 | 63 |
| 负债合计 | 73649 | 89337 | 109258 | 135317 | 债务融资 | | | | 5362 | 55 | 120 | 65 |
| 股本 | 9310 | 9310 | 9310 | 9310 | 权益融资 | | | | 836 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 83628 | 88581 | 90443 | 92948 | 其它 | | | | (17853) | (4) | (1) | (2) |
| 负债和股东权益总计 | 157277 | 177918 | 199701 | 228265 | 现金净增加额 | | | | (4822) | (5884) | 2931 | 2840 |

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

【商贸零售组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。张媛，厦门大学管理学硕士，2年证券研究经验，从事商贸零售行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。