

Company Report

China Merchants Securities (HK) Co. Ltd
Hong Kong Equity Research

JD (JD US)

Promising growth outlook

- Strong top line growth is expected in 2014-2016E due to fast growth rate of 3P and category expansion.
- Standardize its logistics service for 3P sellers and economy of scale is achieved by self-build logistics.
- Maintain BUY and upgrade its earnings estimates as we are positive towards its long term growth prospect.

What's new/ Actions

We revised up our sales and net profit income forecast to reflect the strong 3P growth. We revised our TP to US\$33, based on 1.6x2015 P/E, in line with developed market peers. We are positive towards JD's long term growth prospects even though it is still making a loss in 2014-2015. We believe JD will strengthen its market leader position as it focuses on scale instead of profitability in the short term.

Implications/ Our views

In our initiation report published on 21 October 2014, we highlighted that JD's core competitiveness lies in its self-build logistics service, which will meet 30% of its 3P sellers' needs. By the completion of its "Asia's number 1" warehouse project in 2017, the company will provide more standardized delivery service than other ecommerce companies and achieve economy of scale, which will be essential to gain customer satisfaction. We have noticed that its cost per order has declined to RMB 11.9 in 3Q14. JD's Non-GAAP net profit recorded RMB370 mn in 3Q14, beating market expectation of net loss due to gross margin expansion. It launched much less marketing events in 3Q – slack season for the industry.

Catalyst

Revenue pick up in 4Q peak season.

Valuation

We revised our TP to US\$33, based on 1.6x2015E P/S, in line with developed market ecommerce peers but at 16% discount to its China peers, considering that JD will still be loss-making in the near term.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	41,381	69,340	112,555	170,646	245,764
Growth (%)	96%	68%	62%	52%	44%
Net profit(GAAP)	-1,729	-50	-5,878	-1,999	-637
Net profit(Non-GAAP)	-1,502	-224	-710	-611	627
GAAP EPS (RMB)	-1.14	-0.03	-4.30	-1.46	-0.47
Non-GAAP EPS(RMB)	-0.99	-0.13	-0.52	-0.45	0.46
P/S (x)	4.9	2.9	1.8	1.2	0.8
EV/Sales(x)	4.9	3.0	1.8	1.2	0.9
ROE (%)	-23.5%	-2.4%	-2.9%	-2.7%	2.9%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Gloria WANG
+86-755-25317307
wangxd6@cmschina.com.cn

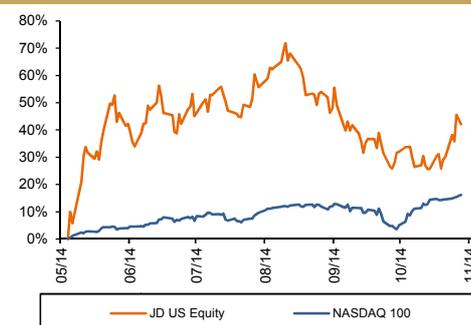
WHAT'S NEW

TP/estimate upgraded

BUY

Previous	BUY
Price	US\$24.08
12-month Target Price (Potential upside/downside)	US\$33 (+37%)
Previous	US\$32

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
JD US	0.1	19.6	N/A
NASDAQ100	6.0	16.5	25.2

E-commerce

Nasdaq	4284.3
S&P500	2069.4

Key Data

52-week range (US\$)	19.94-33.1
Market cap (US\$ mn)	36,925
Avg. daily volume (mn)	5.84
BVPS (US\$)	27.7

Shareholdings Structure

Ontario Teachers' Pension Plan	2.03%
Baillie Gifford & Company	1.01%
KPCB DGF Associates LLC	0.95%
No. of shares outstanding (mn)	1368
Free float (mn)	n.a

Related Research

1. Market leader riding on China's ecommerce boom 2014/10/21

公司报告

招商证券(香港)有限公司

京东商城 (JD US)

增长前景乐观

- 受益于第三方平台以及平台扩张, 预计2014-2016年强劲收入增长可维持。
- 自建物流将提高第三方卖家物流服务标准, 长期可实现规模经济。
- 上调盈利预测, 维持买入评级, 看好公司长期发展前景。

事件, 投资策略及建议

我们上调收入和盈利预测, 以反映第三方平台的强劲增长, 我们上调目标价到33美元, 基于发达市场电子商务同行平均估值水平-1.6x2015P/S。尽管预计2014-2015年京东仍然亏损, 我们对京东的长期发展持乐观态度。我们认为京东通过扩大规模, 而非重视短期盈利的策略, 有利于公司的领先地位得到巩固。

我们的解读

我们在10月21日发布的京东首次覆盖报告中指出: 京东的核心竞争力在于其自建的物流服务, 目前可满足30%的第三方卖家的物流需求。在2017年公司自有的“亚洲1号”项目完工之后, 京东将能够提供比其他电商企业更多的标准化物流服务, 进而获得规模经济和更高的客户满意度。我们注意到, 单笔订单成本已经在2014年第三季度下降至人民币11.9元。2014年第三季度公司Non-GAAP净利润录得人民币3.7亿元, 远超市场预期(净亏损), 因为公司在三季度淡季市场促销活动较少, 带来了业绩超出预期。

催化剂

第四季度为旺季, 收入将继续保持强劲增长。

估值

我们略微调高目标价到33美元(之前32美元), 基于1.6倍的2015年市销率, 与发达市场电子商务同行一致; 鉴于公司目前仍处于亏损阶段, 公司的估值相对中国同行有16%的折价。我们认为公司一旦盈利, 将获得进一步估值提升。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	41,381	69,340	112,555	170,646	245,764
同比增长(%)	96%	68%	62%	52%	44%
净利润(GAAP)	-1,729	-50	-5,878	-1,999	-637
净利润(Non-GAAP)	-1,502	-224	-710	-611	627
GAAP EPS (RMB)	-1.14	-0.03	-4.30	-1.46	-0.47
Non-GAAP EPS(RMB)	-0.99	-0.13	-0.52	-0.45	0.46
P/S (x)	4.9	2.9	1.8	1.2	0.8
EV/Sales(x)	4.9	3.0	1.8	1.2	0.9
ROE (%)	-23.5%	-2.4%	-2.9%	-2.7%	2.9%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

王晓滢

+86-755-25317307

wangxd6@cmschina.com.cn

最新变动

TP/EPS 上调

买入

前次评级	买入
股价	US\$24.08
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	US\$33 (+37%)
前次目标价:	US\$32

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
JD US	0.1	19.6	N/A
NASDAQ100	6.0	16.5	25.2

行业: 电子商务

纳斯达克指数	4284.3
标普500指数	2069.4

重要数据

52周股价区间(美元)	19.94-33.1
美股市值(百万美元)	36,925
日均成交量(百万股)	5.84
每股净资产(人民币元)	27.7

主要股东

Ontario teachers' pension plan	2.03%
Capital World Investors	1.01%
KPCB DGF Associates	0.95%

流通股数(百万股)

流通股数(百万股)	1368
-----------	------

自由流通股

自由流通股	n.a
-------	-----

相关报告

京东商城-飞速发展的中国电商公司

2014/10/21

估值

京东的新的目标价33美元是基于1.6x2015 P/S, 相当于发达市场电商平均估值, 但比中国电商行业平均估值折价16%。我们给予该估值主要是因为: 京东自营转平台电商模式, 目前注重规模扩张, 而非短期盈利, 是目前美国上市中概股中直营电商龙头, 但是也是唯一一家没有盈利的上市电商公司。京东同时受益于高速发展的中国电子商务市场, 因此应至少给予发达市场电商行业的平均估值水平。我们认为京东一旦录得盈利将享受估值提升。

表1: 电商同行估值比较

公司	代码	市值 (US\$ m)	股价 (L/C)	P/E (x)			P/S		PEG		EV/sales	
				13	14E	15E	14E	15E	14E	15E	14E	15E
中国市场												
京东商城	JD US	36,925	24	n.a	n.a	na.	1.8	1.2	n.a	n.a	1.8	1.2
当当	DANG US	1,084	13	291.0	47.6	22.1	0.8	0.7	1.6	0.7	0.6	0.5
聚美优品	JUMEI US	3,462	24	127.3	43.5	24.7	5.0	3.5	0.6	0.4	4.9	3.4
唯品会	VIPS US	13,829	24	110.2	81.3	47.8	3.8	2.3	1.1	0.6	3.7	2.2
平均				176.2	57.5	31.5	2.9	1.9	1.1	0.6	2.7	1.8
发达市场												
亚马逊	AMZN US	151,783	328	n.a	171.9	88.2	1.7	1.4	4.7	2.4	1.7	1.4
Staples	SPLS US	8,665	13	11.8	14.0	14.0	0.4	0.4	36.5	36.5	0.4	0.4
Zulily	ZU US	3,560	28	157.8	121.9	65.3	2.9	2.0	1.9	1.0	2.6	1.8
Groupon	GRPN US	5,263	8	n.a	145.2	47.2	1.7	1.5	5.3	1.7	1.4	1.2
ASOS	ASC LN	3,136	2390	53.6	54.6	42.8	1.7	1.4	2.4	1.9	1.7	1.4
YOOX	YOOX IM	1,197	16	66.6	60.3	42.7	1.8	1.5	1.9	1.3	1.8	1.5
Rakuten	4755 JT	17,977	1567	42.3	36.3	28.2	3.5	3.2	2.1	1.7	1.4	1.3
平均				66.4	86.3	46.9	2.0	1.6	7.8	6.6	1.6	1.3

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

盈利预测调整

公司指引第四季度的收入增加59%-64%之间, 达到人民币32亿元-33亿元, 相当于全年收入增加62%-63%, 高出我们之前预测1%-2%百分点。虽然三季度Non-GAAP净利润为正, 公司维持全年净利润率0到-1%的指引, 因为更多的费用将计提在第四季度。公司一直的策略是注重规模的扩大, 而非短期的盈利, 我们认为这是朝向平台电商转型的必然道路。我们基于超出市场预期的第三季度业绩表现, 对公司2014-2016年收入上调1-3%, 同时我们上调净利润。我们预计2014-2015年Non-GAAP净亏损RMB7.1亿元, 6.11亿元, 而2016年将盈利6.27亿元。

表2: 盈利调整

人民币百万	实际值	调整后			调整前			差异		
	2013	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
营收动力										
直营收入	67,018	106,677	156,924	219,694	104,896	153,154	217,546	1.7%	2.5%	1.0%
服务收入	2,322	5,877	13,721	26,070	6,338	14,070	31,233	-7.3%	-2.5%	-16.5%
营业额	69,340	112,555	170,646	245,764	111,235	167,224	248,780	1%	2%	-1%
销售成本	62,496	99,836	150,168	215,044	98,665	147,157	217,682	1%	2%	-1%
运营费用	7,423	19,282	23,378	32,441	19,550	23,077	33,088	-1%	1%	-2%
- 物流费用	4,109	7,991	12,286	17,695	8,120	12,207	18,161	-2%	1%	-3%
- 市场费用	1,590	3,939	5,119	6,390	4,116	4,849	6,468	-4%	6%	-1%
- 技术费用	964	1,913	2,901	4,670	1,891	3,010	4,727	1%	-4%	-1%
- 管理费用	760	5,438	3,072	3,686	5,424	3,010	3,732	0%	2%	-1%
经营利润	-579	-6,564	-2,901	-1,720	-6,981	-3,010	-1,990	-6%	-4%	-14%
经营利润率	-0.8%	-5.8%	-1.7%	-0.7%	-6.3%	-1.8%	-0.8%	0.4%	0.1%	0.1%
融资成本	529	685	902	1,084	676	877	1,058	1%	3%	2%
税款	0	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%
净利润	-50	-5,878	-1,999	-637	-6,305	-2,133	-933			
Non-GAAP 净利润	-224	-710	-611	627	-1,137	-745	331			

来源: 公司, 招商证券(香港)预测

表3: 公司交易额(GMV)预测

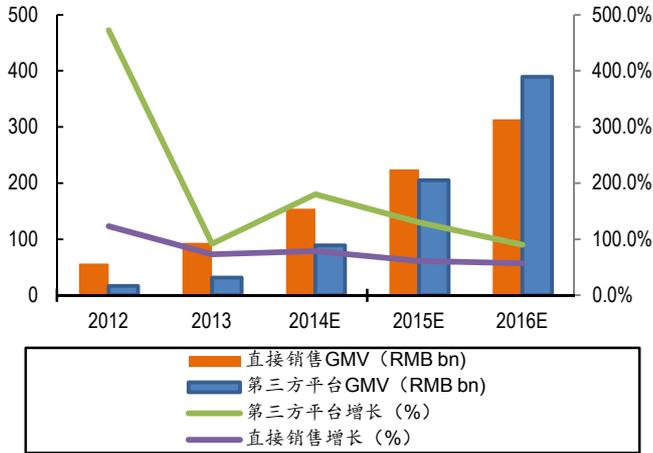
人民币 十亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
整体 GMV	73.3	125.5	243.6	429.0	703.0
直接销售 GMV	56.7	93.7	154.6	224.2	313.8
第三方平台以及其他 GMV	16.6	31.8	89	205	389
假设:					
直营销额/直接销售 GMV	71%	72%	69.0%	70.0%	70.0%
第三方平台以及其他收入转化率	6.3%	7.3%	6.6%	6.7%	6.7%
增速 YoY					
总体 GMV	124.2%	71.2%	94.1%	76.1%	63.9%
直接销售额 (GMV)	90.3%	65.3%	65.0%	45.0%	40.0%
第三方平台	472.4%	91.6%	180.0%	130.0%	90.0%

来源: 公司, 招商证券(香港)预测

转型平台电商, 高速增长趋势可维持

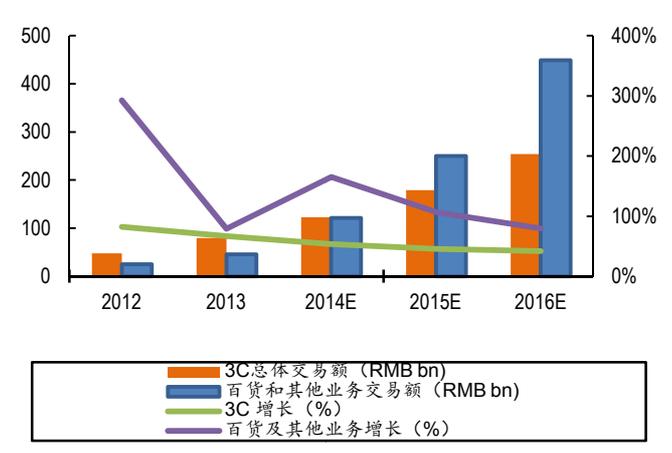
我们认为京东从直营电商转型平台电商转型顺利, 其第三方平台业务在第四季度以及 2015-2016年将保持快速的增长势头, 预计2014-2016年第三方平台GMV保持130%的年度复合增长, 而品类的扩张也同样保持高速扩张, 除3C 以外的百货以及其他业务同期将保持114%的交易额增长。

图1: 2014-2016E 第三方平台GMV保持年复合130%增长



来源: 公司, 招商证券(香港)预测

图1: 2014-2016E 百货和其他业务GMV 保持114%年度复合增长



来源: 公司, 招商证券(香港)预测

自建物流将成为公司核心竞争力

物流服务是电商的核心竞争力之一，目前各大电商公司都在物流领域加大投资。比如唯品会 (VIPS.US) 近期也表示将投资人民币40亿元加强最后一公里的物流建设。京东属于电商公司中自建物流体系最为完善的，30%的第三方商家目前可享受公司的物流服务，未来“亚洲一号”（上海工程已经完成，此外三个在建，三个在计划之中）建成以后，更多的第三方商家可以享受到公司的物流服务，顾客体验将继续提高，公司长期也将获得经济规模优势。我们草根调研了解到：京东第三方平台起步比天猫晚，但部分商家选择开店在京东而非天猫，主要是京东提供物流服务，费用比靠第三方物流服务更便宜。第三季度订单履行成本同比上升105%，占销售额比例7.3%，环比和同比分别上升0.3个百分点和1.6个百分点。主要是物流初期投入较大，规模效应还未完全体现，不过每单成本比二季度有所下降。

表4: 京东物流体系持续扩张

单位: 个	1Q2014	2Q2014	3Q2014
仓储	86	97	118
仓储面积 (百万平米)		1.8	2.3
运输点	1620	1808	2045
提货点	214	715	1045
配送城市	1404	1780	1855
211 项目覆盖城市	103	111	130
第二日送达城市	503	622	815

来源: 公司, 招商证券(香港)

此外，公司的活跃客户第三季度分别同比/环比增加109%/21%，达到4600万；而平均每单售价从1Q2014延续下跌趋势，我们认为主要原因是公司从之前家电3C品类扩张到定价较低的百货品类。

表5: 人均订单成本持续下降

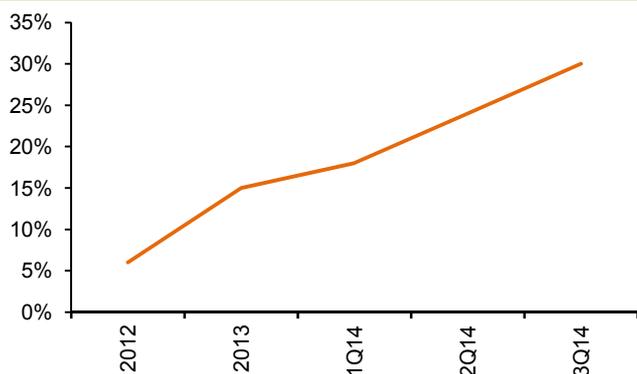
	2011	2012	2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
活跃客户数目 (m)	12.5	29.3	47.4	33.4	38.1	46.1
YoY		134.4%	61.8%	101.2%	94.0%	108.6%
订单量(m)	65.9	193.8	323.3	129.3	163.7	178.2
YoY		194%	67%	124%	125%	119%
平均订单价值(人民币)	408	310	321	341	385	378
YoY		-24.2%	3.8%	-18.1%	-8.2%	-3.5%
净 GMV (人民币百万元)	26900	60000	103900	35900	63000	67300
人均订单量(个)	5.3	6.6	6.8	3.9	4.3	3.9
人均订单履约成本(人民币)	23.0	15.8	12.7	10.5	12.2	11.9
订单履约成本/销售额比例	7.2%	7.4%	5.9%	6.0%	7.0%	7.3%

来源: 公司, 招商证券(香港)

移动端贡献继续上升

移动端渗透率第三季度上升到30%，尤其是双十一在对移动端促销加大的情况下，手机渗透率上升到40%。公司管理层表示2015年移动QQ和微信转化率将继续提升。

图3: 移动端交易额占比继续上升



来源: 招商证券(香港)

双十一销售: 京东双十一销售，总订单量同比提升120%，公司移动端GMV提升800%，占公司整体GMV 40%。服装鞋类是最为畅销品牌，销售额同比增加250%。

表6: 京东双十一销售数据

	2014	YoY
订单量	14 mn	120%
总体交易额 (GMV)		over 100%
销售物品种类	35.19mn	
移动端 GMV 占比	大于 40%	800%
服装类销售(最佳销售品类)		250%

来源: 公司, 招商证券(香港)

渠道下沉是2015年策略重点

公司2015年依然加强渠道下沉，2014年第二季度是京东新开的配送站最多的一个季度，核心目标是要进入大量的三线城市、县城，公司在经济比较发达的区域开始进入乡镇，2015年还会通过村民代理的模式也就是加盟模式进村，从一线城市向乡镇渗透，公司的物流也会更迅速地增长。

三季度业绩超出预期

京东在第三季度Non-GAAP净利润为人民币3.71亿元，扭亏为盈，利润率达到1.3%，去年同期为0.8%，业绩超出市场预期亏损的主要原因是：

■ 毛利率超预期

第三季度是传统电商销售淡季，市场促销减少。毛利率相对于去年同期改进2.4个百分点，环比改进1.2个百分点到12.2%。

■ 淡季市场费用投入少

第三季度总体费用率为13.6%，比去年同期提升3.3个百分点，但是从2014年第一季度以来费用率持续下降。其中市场费用率从二季度3.7%下降到3%，2、4季度是传统电商销售旺季，公司预计更多的固定资本投资费用以及市场费用将计入4Q2014，因此公司依然维持之前的全年净利润率指引0到-1%之间。那么四季度公司仍然面临亏损。

■ 高毛利率服务收入保持强劲增长

三季度直营销售收入同比增加57%，环比增加1%，其他服务收入同比增加185%，环比增加3%，公司总销售额同比增加61%。服务收入延续了二季度的增长趋势；服务收入占比由去年同期3.2%攀升到第三季度5.7%。

■ 百货和其他业务交易额占比继续攀升

第三方平台交易额占比由3Q13的24%上升到3Q14的40%，同比增加248%，刨除腾讯拍拍、网购影响，第三方平台交易额同比增加97%；从品类增长看，3C交易额同比增长75%，百货和其他业务同比增长177%，百货和其他业务占比由3Q13的35%提升到3Q14的46%。服装销售是公司增长最为强劲品类，第三季度服装销售同比增加250%；公司服装品类目前主要还是靠第三方商家运营，未来京东自营可能推出服装闪购模式。

表7: 季度盈利表现

人民币百万元	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
销售组合							
在线直销销售	97.1%	96.8%	96.8%	96.1%	96.1%	94.4%	94.3%
服务及其他	2.9%	3.2%	3.2%	3.9%	3.9%	5.6%	5.7%
在线直接销售收入	13,322	16,895	17,461	19,340	21,781	27,018	27,369
同比增长率	71%	78%	61%	59%	63%	60%	57%
服务及其他收入	403	558	577	784	876	1,595	1,643
同比增长率	196%	125%	115%	99%	117%	186%	185%
净营收总额	13,725	17,453	18,038	20,124	22,657	28,613	29,012
同比增长率	72.9%	79.0%	62.2%	60.0%	65.1%	63.9%	60.8%
销售成本	(12,250)	(15,900)	(16,263)	(18,083)	(20,396)	(25,458)	(25,468)
毛利润率	10.7%	8.9%	9.8%	10.1%	10.0%	11.0%	12.2%
仓储物流费用	(845)	(979)	(1,034)	(1,251)	(1,360)	(2,002)	(2,119)
占营收总额的百分比	6.2%	5.6%	5.7%	6.2%	6.0%	7.0%	7.3%
营销费用	(262)	(428)	(377)	(523)	(594)	(1,066)	(880)
占净营收总额的百分比	1.9%	2.5%	2.1%	2.6%	2.6%	3.7%	3.0%
技术和内容开支	-219	-218	-251	-276	-285	-420	-512
占净营收总额的百分比	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
一般费用与管理费用	(151)	(161)	(194)	(254)	(3,874)	(455)	(439)
占净营收总额的百分比	1%	1%	1%	1%	17%	2%	2%
经营费用总额	(13,727)	(17,686)	(18,119)	(20,387)	(26,509)	(29,401)	(29,419)
经营性亏损	(2)	(233)	(81)	(263)	(3,852)	(788)	(407)
经营利润率	0.0%	-1.3%	-0.4%	-1.3%	-17.0%	-2.8%	-1.4%
利息收入	40	97	85	122	98	155	198
利息费用	(4)	(3)	0	(1)	(5)	(8)	(8)
其他成本或收入	(20)	113	71	29	(39)	59	59
税前收益或损失	14	(26)	75	(113)	(3,798)	(582)	(158)
所得税费用	(1)	(2)	0	3	3	(0)	(6)
净收益或损失	13	(28)	75	(110)	(3,795)	(583)	(164)
净利润率	0.1%	-0.2%	0.4%	-0.5%	-16.8%	-2.0%	-0.6%
Non-GAAP 净损失或收益	82	38	141	0	(81)	(12)	371
Non-GAAP 净利润率	0.6%	0.2%	0.8%	0.0%	-0.4%	0.0%	1.3%

来源: 公司资料 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	15,680	22,480	38,036	46,508	60,660
现金以及等价物	7,177	10,812	22,384	25,104	31,820
交易类资产	1,080	1,903	1,903	1,903	1,903
限制性现金	1,920	1,887	1,887	1,887	1,887
应收账款	479	502	788	1,195	1,720
其他应收款	269	989	719	719	719
存货	4,754	6,386	10,355	15,699	22,610
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	2,206	3,530	13,248	13,689	14,225
在建工程	362	1,238	2,138	2,638	3,138
固定资产	639	1,024	2,873	3,680	4,446
无形资产	230	216	7,148	6,246	5,479
其他非流动资产	975	1,052	1,090	1,126	1,163
总资产	17,886	26,010	51,285	60,197	74,885
流动负债	11,483	16,770	26,822	37,834	53,218
银行贷款	867	933	1,500	1,000	1,200
应付账款	8,097	11,019	17,571	26,430	37,848
预付款	897	2,056	3,800	4,500	5,600
其他流动负债	1,622	2,763	3,951	5,904	8,571
总负债	11,483	16,770	26,822	37,834	53,218
发行股本	10,769	13,772	35,003	35,003	35,003
股本溢价	(4,213)	(4,264)	(10,142)	(12,141)	(12,777)
其他损益	(154)	(269)	(399)	(499)	(559)
股东权益	6,403	9,240	24,462	22,363	21,667
负债和股东权益	17,886	26,010	51,285	60,197	74,885

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
运营现金流	1,404	3,570	4,836	5,269	8,574
净利润	(1,729)	(50)	(5,878)	(1,999)	(637)
折旧摊销费用	225	261	4,100	286	297
运营资本变化	2,721	3,111	5,500	5,760	7,748
其他	187	248	1,114	1,221	1,166
投资现金流	(3,369)	(2,671)	(10,962)	(1,763)	(1,761)
资本开支	(633)	(1,177)	(2,950)	(1,550)	(1,550)
其他	(2,736)	(1,494)	(8,012)	(213)	(211)
融资现金流	2,854	2,795	17,698	(786)	(97)
借贷	872	940	567	(500)	200
股本	1,982	2,720	21,231	0	0
其他	0	(865)	(4,100)	(286)	(297)
净现金流	888	3,694	11,571	2,720	6,716

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	41,381	69,340	112,555	170,646	245,764
销售成本	(37,898)	(62,496)	(99,836)	(150,168)	(215,044)
订单履约成本	(3,061)	(4,109)	(7,991)	(12,286)	(17,695)
市场费用	(1,097)	(1,590)	(3,939)	(5,119)	(6,390)
技术费用	(636)	(964)	(1,913)	(2,901)	(4,670)
管理费用	(639)	(760)	(5,438)	(3,072)	(3,686)
总体运营费用	(5,433)	(7,423)	(19,282)	(23,378)	(32,441)
运营利润	(1,951)	(579)	(6,564)	(2,901)	(1,720)
Non-GAAP 运营利润	(1,726)	(318)	(1,396)	(1,513)	(457)
利息收入	176	344	598	855	1,025
利息成本	(8)	(8)	(12)	(13)	(11)
其他	60	193	100	60	70
税前收入	(1,723)	(50)	(5,878)	(1,999)	(637)
税率	(6)	0	0	0	0
净利润	(1,729)	(50)	(5,878)	(1,999)	(637)
Non-GAAP 净利润	(1,502)	(224)	(710)	(611)	627
EPS (GAAP)	-1.14	-0.03	-4.30	-1.46	-0.47
EPS (Non-GAAP)	-0.99	-0.13	-0.52	-0.45	0.46

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
直营销售	93.1%	66.2%	59.2%	47.1%	40.0%
服务和其他	334.1%	122.0%	153.1%	133.5%	90.0%
收入	95.8%	67.6%	62.3%	51.6%	44.0%
获利能力					
毛利率	8.4%	9.9%	11.3%	12.0%	12.5%
净利率 (Non-GAAP)	-3.6%	-0.3%	-0.6%	-0.4%	0.3%
ROE	-23.5%	-2.4%	-2.9%	-2.7%	2.9%
ROIC	-8.4%	-0.9%	-1.4%	-1.0%	0.8%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	64.5%	52.3%	62.8%	71.1%
净负债比率	Net cash				
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.2	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.7	0.7
营运能力					
存货周转率	2.3	2.7	2.2	2.8	3.3
资产周转率	2.5	2.8	3.0	2.9	2.8
应收账款周转率	29	35	44	43	42
应付账款周转率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
每股指标					
EPS(GAAP)	-1.14	-0.03	-4.30	-1.46	-0.47
EPS(Non-GAAP)	-0.99	-0.13	-0.52	-0.45	0.46
PCF	0.59	1.85	-4.47	2.57	4.99
估值比率					
P/S	4.9	2.9	1.8	1.2	0.8
EV/Sales	4.9	3.0	1.8	1.2	0.9

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以上
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828