

2014年10月15日

苏宁云商 (002024)

——自有资产售后返租，融资、补亏、再投入推进战略转型

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据：	2014年10月14日
收盘价(元)	8.53
一年内最高/最低(元)	13.44/6.12
上证指数/深证成指	2360/8140
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	42144

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.74
资产负债率%	65.59
总股本/流通A股(百万)	7383/4941
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《苏宁云商(002024)——拐点之际力推员工持股计划,利益绑定同心协力转型》 2014/09/05

《苏宁云商(002024)——14H1 业绩低于预期, 14Q2 线上线下经营环比改善》 2014/09/01

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297818 × 转
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	105,29	7	372	-86	0.05	15.2	1.3	169	34
2014H1	51,152	-8	-755	-	-0.10	14.8	-2.7		
2014E	96,442	-8.4	136	(63.4)	0.02	15.1	0.5	462	206
2015E	99,725	3.4	212	55.9	0.03	15.2	0.7	297	132
2016E	104,32	4.6	505	138.1	0.07	15.4	1.7	125	56

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **开启创新资产运作模式。**为挖掘沉淀资产价值，盘活存量资产，公司拟将 11 家门店物业的房屋所有权、土地使用权分别出资设立 11 家子公司；待所有权全部转让给子公司后，以不低于 40.11 亿元的价格将 11 家子公司的全部权益转让给中信金石基金管理公司拟发起设立的私募投资基金，开展创新型资产运作模式，并同意授权公司管理层签订《租赁合同》手续。
- **重资产转轻资产，回笼现金并获增值收益。**公司自有资产售后返租模式在海外商业运营中较为成熟，一方面能获得优质门店增值收益和现金回笼，同时能以稳定的租金对物业进行长期租赁，仍实际控制门店，并未影响到公司运营。公司获得资金后，可将资金再次投入到门店转型中，建立起资产货币化、门店再投入的良性资产运营方式，为门店互联网化、物流体系建设、市场营销等储备充足现金，增加军备竞赛实力。未来不排除将物流资产货币化的可能。
- **非经常性损益改善当年业绩，补亏为战略转型争取时间。**受转型进程和高基数的影响，14H1 收入增速放缓，公司 14H1 实现收入 511.5 亿，同比下降 7.89%；归母净利润-7.55 亿，同比下降 202.93%。而公司转型持续推进，物流体系、线上平台建设费用高企。此次资产运作可实现超过 13 亿税后净收益，列支为非经常性损益，新增收益可弥补转型亏损，为转型进程争取时间。我们认为，应回归零售本质，资产货币化的有效性取决于公司运营，经营情况改善才能获得持续现金流，并为再次投入提供获利可能。根据我们的跟踪，受益于基数效应减弱和转型进程，公司三季度销售情况环比出现改善，同店增速为正、易购 50% 以上增长。
- **员工激励、资产货币化等转型举措对公司形成利好。**公司此前公告针对公司中高层员工骨干推进持股计划，覆盖线下运营管理、商品经营、物流服务体系的中高层人员，为转型改革加码；有利于提高员工凝聚力和竞争力，利于在深水区思想行动统一。此次探索资产货币化运作方式，盘活存量资产，筹得现金为

门店转型、物流体系建设增加投入，并因非经常性损益防止报表亏损，为维护品牌形象和战略转型争取时间。我们认为公司财务数据因低基数和转型推进而呈现季度改善趋势，现代物流体系计划于 2016 年建成，2015 年仍是投入期，但边际改善趋势明显。

- **上调盈利预测，维持增持。**公司继续推动线下门店改造和布局调整，线上用户体验改善，回归零售本质，推进全渠道经营模式。公司业绩在 14Q2 环比略有好转，双线仍继续承压。短期没必要过多关注财务数据，更应关注用户体验改善和产品落地。我们上调盈利预测，由于收益为非经常性收益，暂不调整投资评级。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.02 元、0.03 元、0.07 元，对应 PE 为 206 倍、132 倍、56 倍，维持增持评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	98,357	105,292	96,442	99,725	104,329
营业总成本	95,352	105,225	96,999	99,772	103,905
营业成本	80,885	89,279	81,879	84,567	88,262
营业税金及附加	313	330	302	194	327
销售费用	11,811	12,740	12,730	12,865	13,354
管理费用	2,350	2,806	2,411	2,294	2,087
财务费用	(186)	(149)	(120)	(150)	(130)
资产减值损失	180	220	(204)	3	5
公允价值变动损益	(4)	83	26	35	48
投资收益	13	34	43	40	21
营业利润	3,014	184	(487)	28	493
营业外收支	228	(40)	499	256	238
利润总额	3,242	144	12	284	732
所得税	736	40	0	71	221
净利润	2,505	104	12	213	510
少数股东损益	(171)	(267)	(124)	1	5
归属于母公司所有者的净利润	2,676	372	136	212	505

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。