

苏宁云商

推出 3 倍杠杆的员工持股计划，彰显未来发展信心

公司动态

公司近况

苏宁云商发布第二期员工持股计划，总规模不超过 10 亿元，股东借款支持部分与员工自筹资金比例为 3: 1，其中董监高（8 人）合计出资不超过 1.5 亿元。本次员工持股计划将通过二级市场购买等方式获取，存续期 30 个月，锁定期 12 个月。

评论

- 1、加杠杆（3 倍）的员工持股计划彰显未来发展坚定信心，并有助于提高员工凝聚力与市值管理诉求。**此次员工持股计划的对象涉及董监高 8 人及其他核心员工，这将驱动股东利益、公司利益与员工个人利益相一致，为公司未来可持续成长提供保障，并有利于实现业绩与股价良性互动局面。
- 2、多举措保护股东利益。**除此发布员工持股计划外，苏宁近期还联合 50 多家中小板公司发布维稳倡议书，董事长张近东更是承诺持有的 22.61 亿股限售股将再锁定三年。我们认为，公司多种举措应对当前市场的非理性调整，不仅体现了对未来发展的坚定信心，同时也有利于保护全体股东利益。
- 3、二季度线上销售有望维持高增长。**公司经过近几年的调整磨合，在转型互联网零售道路上越走越快。目前公司全渠道布局已经形成，并持续推进以云店为核心的 O2O 模式。同时公司通过不断丰富产品和提升服务，以提高用户复购率与消费体验。我们预计，公司 Q2 线上销售将延续前期高增长的态势。
- 4、公司互联网零售生态圈已初具规模，迎来“直道加速”阶段。**预计到 2015 年底，苏宁平台上将有超过 2 亿的用户，6 万家以上的合作伙伴、1,500 万种商品；同时将会推出大量基于物流、数据、金融的产品及服务，为合作伙伴和消费者创造极致的体验。

估值建议

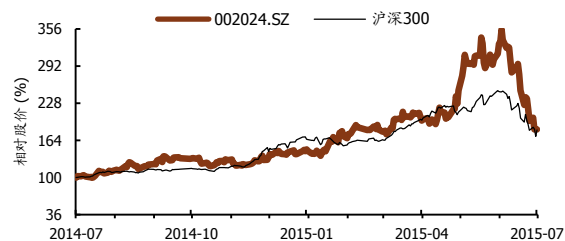
重申推荐。苏宁作为我们中金零售核心推荐标的，其已度过互联网转型的调整、磨合阶段，**2015 年有望“直道加速”。**我们坚定看好苏宁打造的互联网零售生态圈（零售/物流/金融/IT）的成长空间，**维持目标价 26 元，对应 2016 年 1.37 倍 PS。**

风险

线上业务增速低于预期，消费持续低迷，行业竞争加剧。

维持推荐

股票代码	002024.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 11.74
目标价	人民币 26.00
52 周最高价/最低价	人民币 23.54~6.36
总市值(亿)	人民币 867
30 日日均成交额(百万)	人民币 6,239.96
发行股数(百万)	7,383
其中：自由流通股(%)	46
30 日日均成交量(百万股)	356.90
主行业	零售



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	105,292	108,925	125,843	139,670
增速	7.1%	3.5%	15.5%	11.0%
归属母公司净利润	372	867	-115	119
增速	-86.1%	133.2%	-113.3%	N.M.
每股净利润	0.05	0.12	-0.02	0.02
每股净资产	3.89	4.00	3.92	3.93
每股股利	0.00	0.05	0.00	0.00
每股经营现金流	0.30	-0.19	0.46	0.51
市盈率	233.1	100.0	N.M.	728.5
市净率	3.0	2.9	3.0	3.0
EV/EBITDA	44.6	231.9	47.5	42.2
股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	0.5%	1.1%	-0.1%	0.1%
平均净资产收益率	1.3%	3.0%	-0.4%	0.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513080004

SFC CE Ref: BDO986

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	105,292	108,925	125,843	139,670	营业收入	7.1%	3.5%	15.5%	11.0%
营业成本	89,279	92,285	106,337	117,882	营业利润	-93.9%	-893.3%	N.M.	N.M.
营业税金及附加	330	357	496	550	EBITDA	-61.1%	-79.8%	395.8%	13.5%
营业费用	12,740	14,105	15,730	17,459	净利润	-86.1%	133.2%	-113.3%	N.M.
管理费用	2,806	3,357	3,738	4,009	盈利能力				
财务费用	-149	67	-304	-337	毛利率	15.2%	15.3%	15.5%	15.6%
其他	-103	-214	-147	-147	营业利润率	0.2%	-1.3%	-0.2%	-0.0%
营业利润	184	-1,459	-301	-39	EBITDA 利润率	1.6%	0.3%	1.3%	1.3%
营业外收支	-40	2,432	55	147	净利率	0.4%	0.8%	-0.1%	0.1%
利润总额	144	973	-246	108	偿债能力				
所得税	40	149	0	27	流动比率	1.23	1.20	1.13	1.10
少数股东损益	-267	-43	-131	-38	速动比率	0.81	0.82	0.68	0.64
归属母公司净利润	372	867	-115	119	现金比率	0.35	0.29	0.21	0.19
EBITDA	1,651	334	1,654	1,877	资产负债率	65.1%	64.1%	68.5%	70.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	15,118	12,298	11,052	10,678	回报率分析				
应收账款及票据	6,081	6,376	7,716	8,952	总资产收益率	0.5%	1.1%	-0.1%	0.1%
预付款项	0	0	0	0	净资产收益率	1.3%	3.0%	-0.4%	0.4%
存货	18,258	16,039	23,335	25,868	每股指标				
其他流动资产	14,045	15,935	16,442	16,975	每股净利润 (元)	0.05	0.12	-0.02	0.02
流动资产合计	53,502	50,647	58,546	62,473	每股净资产 (元)	3.89	4.00	3.92	3.93
固定资产及在建工程	14,689	15,386	17,722	20,027	每股股利 (元)	0.00	0.05	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	14,060	16,160	15,419	14,716	每股经营现金流 (元)	0.30	-0.19	0.46	0.51
非流动资产合计	28,749	31,546	33,142	34,743	估值分析				
资产合计	82,252	82,194	91,687	97,216	市盈率	233.1	100.0	N.M.	728.5
短期借款	1,110	1,837	1,637	1,537	市净率	3.0	2.9	3.0	3.0
应付账款及票据	41,537	38,159	48,147	53,374	EV/EBITDA	44.6	231.9	47.5	42.2
其他流动负债	767	2,121	2,121	2,121	股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%
流动负债合计	43,414	42,117	51,905	57,032					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	10,134	10,540	10,860	11,181					
负债合计	53,549	52,657	62,765	68,213					
股东权益合计	28,703	29,537	28,922	29,003					
少数股东权益	334	255	124	86					
负债及股东权益合计	82,252	82,194	91,687	97,216					
现金流量表									
净利润	372	867	-115	119					
折旧和摊销	1,616	1,726	2,259	2,253					
营运资本变动	612	-4,985	1,352	1,458					
其他	-362	1,011	-131	-38					
经营活动现金流	2,238	-1,381	3,365	3,792					
投资活动现金流入	18,339	52,142	0	0					
投资活动现金流出	-28,388	-54,149	-4,362	-4,387					
投资活动现金流	-10,048	-2,007	-4,362	-4,387					
股权融资	32	12	0	0					
银行借款	-5	1,142	120	220					
其他	2,847	-525	-369	0					
筹资活动现金流	2,874	629	-249	220					
汇率变动对现金的影响	-190	-61	0	0					
现金净增加额	-5,126	-2,821	-1,245	-374					

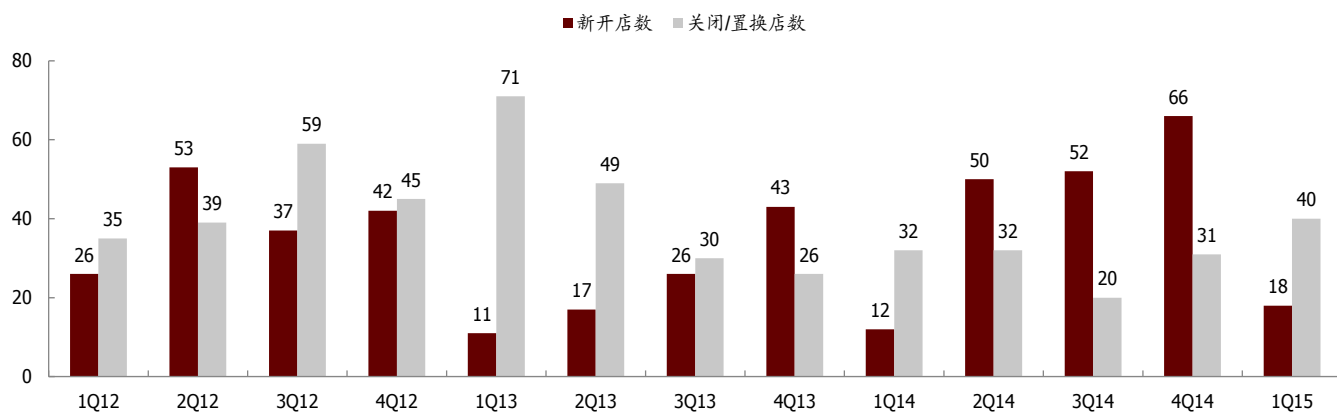
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

苏宁云商是中国 3C(家电、电脑、通讯)家电连锁零售行业的领先者，中国最大的商业零售企业。公司采取“租、建、购、并”立体开发模式，始终保持稳健、快速发展，建立了覆盖直辖市一省会城市一副省级城市一地级城市一县(县级市)一发达乡镇六级市场的连锁网络，坚持实体网络与虚拟网络同步拓展。2009 年，公司收购日本 LAOX 公司、香港镭射电器，进入日本和香港市场，探索国际化经营道路。公司以“苏宁易购”为品牌，立志打造为中国最大电子商务平台，其依托规模采购和品牌优势，共享公司实体店面、物流配送与售后服务网络，加快建设高水准的网购平台。公司目前跻身中国 B2C 行业前三强。

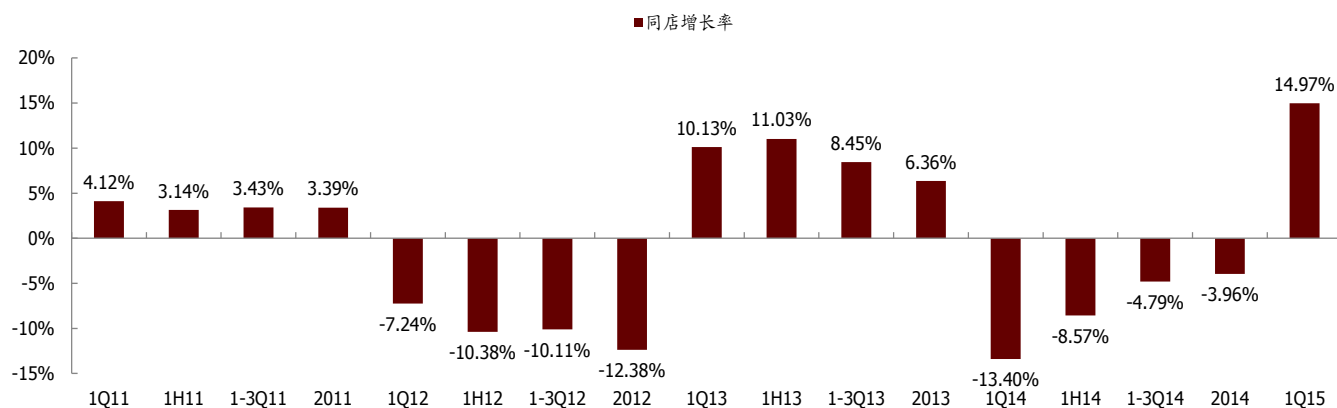


图表1：苏宁近年开/关店情况



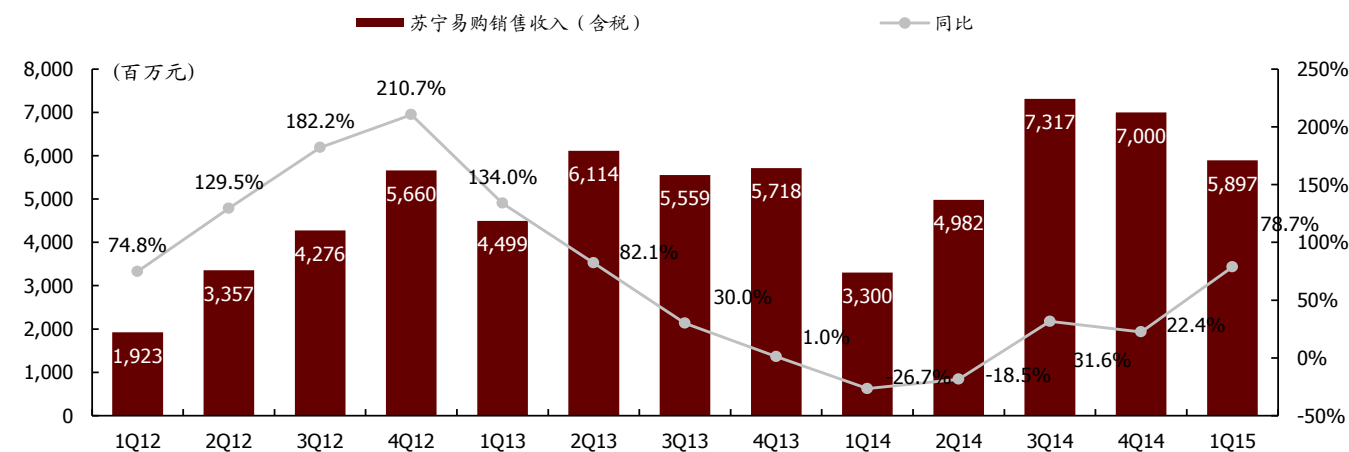
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表2：苏宁同店增长率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：苏宁易购季度收入



资料来源：公司数据，中金公司研究部

注：上图中苏宁易购销售收入为自营商品销售收入。

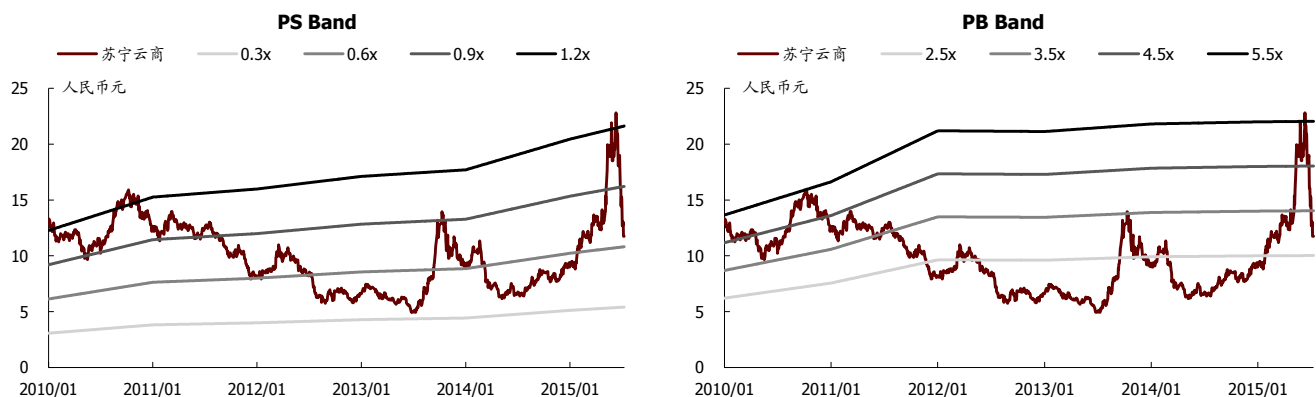


图表 4: 可比公司估值表

代码			公司	股价	总市值		净利润 (百万元)				每股净利润			市盈率			14年底-16年底		PEG
					(百万元)	2014A	YoY	2015E	YoY	2016E	YoY	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	净利润 CAGR	
百货和购物中心																			
跨区域发展	600694.SH	大商股份	38.71	11,370	1,228	4.1%	1,320	7.5%	1,404	6.3%	4.18	4.49	4.78	9.3	8.6	8.1	6.9%	1.2	
	600859.SH	王府井	22.37	10,352	636	-8.4%	669	5.2%	729	8.8%	1.37	1.45	1.57	16.3	15.5	14.2	7.0%	2.2	
	600778.SH	友好集团	16.01	4,987	92	-68.5%	84	-9.0%	101	21.3%	0.29	0.27	0.33	54.3	59.6	49.1	5.1%	11.7	
中西部和东北	600729.SH	重庆百货	23.16	9,415	492	-39.9%	522	6.2%	567	8.6%	1.21	1.28	1.40	19.1	18.0	16.6	7.4%	2.4	
	000417.SZ	合肥百货	7.64	5,958	366	-16.4%	419	14.5%	462	10.2%	0.47	0.54	0.59	16.3	14.2	12.9	12.3%	1.2	
	600697.SH	欧亚集团	22.23	3,537	299	21.8%	344	15.1%	402	17.0%	1.88	2.16	2.53	11.8	10.3	8.8	16.1%	0.6	
	002277.SZ	友阿股份	12.43	7,037	352	-14.4%	351	-0.4%	376	7.0%	0.62	0.62	0.66	20.0	20.0	18.7	3.3%	6.1	
	000501.SZ	鄂武商A	17.49	9,253	660	41.8%	712	7.9%	814	14.4%	1.25	1.35	1.54	14.0	13.0	11.4	11.1%	1.2	
	600785.SH	新华百货	17.99	4,059	194	2.6%	197	1.7%	230	16.6%	0.86	0.87	1.02	20.9	20.6	17.7	8.9%	2.3	
长三角地区	600858.SH	银座股份	10.11	5,258	181	-32.4%	413	128.3%	456	10.6%	0.35	0.79	0.88	29.1	12.7	11.5	58.9%	0.2	
	600827.SH	百联股份	15.86	27,319	1,046	1.0%	1,233	17.9%	1,396	13.2%	0.61	0.72	0.81	26.1	22.2	19.6	15.5%	1.4	
	600280.SH	中央商场	10.71	12,299	408	-28.5%	499	22.5%	544	8.9%	0.35	0.43	0.47	30.2	24.6	22.6	15.5%	1.6	
北京和广州地区	000882.SZ	华联股份	8.78	19,545	74	13.1%	259	248.2%	332	28.1%	0.03	0.12	0.15	263.0	75.5	58.9	111.2%	0.7	
	600723.SH	首商股份	8.36	5,504	335	1.7%	358	6.8%	377	5.5%	0.51	0.54	0.57	16.4	15.4	14.6	6.1%	2.5	
超市类公司																			
	601933.SH	永辉超市	8.81	35,835	852	18.2%	1,163	36.6%	1,406	20.9%	0.21	0.29	0.35	42.1	30.8	25.5	28.5%	1.1	
	000759.SZ	中百集团	7.58	5,162	186	9.0%	180	-3.2%	201	11.7%	0.27	0.26	0.30	27.7	28.6	25.6	4.0%	7.2	
	600361.SH	华联综超	7.22	4,807	102	152.6%	61	-40.5%	69	12.6%	0.15	0.09	0.10	46.9	78.8	70.0	-18.1%	-4.4	
	002251.SZ	步步高	16.80	13,087	345	-16.9%	454	31.6%	501	10.2%	0.44	0.58	0.64	37.9	28.8	26.1	20.4%	1.4	
电子商务公司																			
	002024.SZ	苏宁云商	11.74	86,677	867	133.2%	-115	-113.3%	119	203.6%	0.12	-0.02	0.02	100.0	-	-	-	-	
	300413.SZ	快乐购	30.65	12,291	154	-16.6%	186	20.9%	247	32.7%	0.38	0.46	0.62	79.8	66.0	49.7	26.6%	2.5	
专业市场经营者																			
	002344.SZ	海宁皮城	13.88	15,546	936	-9.9%	1082	15.6%	1202	11.1%	0.84	0.97	1.07	16.6	14.4	12.9	13.3%	1.1	
	000861.SZ	海印股份	17.41	20,616	282	-29.0%	395	39.9%	482	22.2%	0.24	0.33	0.41	73.0	52.2	42.7	30.7%	1.7	
	600415.SH	小商品城	10.05	54,704	409	-42.2%	748	83.0%	1,416	89.2%	0.08	0.14	0.26	133.8	73.1	38.6	86.1%	0.8	
	600790.SH	轻纺城	13.38	14,009	330	-9.6%	364	10.2%	452	24.2%	0.32	0.35	0.43	42.5	38.5	31.0	17.0%	2.3	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 注: *公司盈利预测使用万得资讯一致预期。

图表 5: P/S 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602
编辑：杨梦雪



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

