

公司研究

公司点评

首次评级: 短期_推荐, 长期_A

实施股权激励, 持续增长可期

——苏宁电器(002024)股权激励草案点评

核心观点

事件:

公司公布股权激励计划: 公司计划向管理层授予 8469 万股的股票期权, 占目前总股本的比例为 1.21%; 行权价格为 14.5 元; 行权条件为: 2010 年—2013 年期间, 收入复合增长率达到 20%, 归属母公司净利润复合增长率达到 25%; 分为四个阶段行权, 每阶段可行权的股票数量占本次激励计划股票总量的比例为 25%。

评论:

1、激励计划涉及人员众多, 覆盖范围广泛。公司分别于 2007 年 1 月和 2008 年 7 月提出股权激励计划, 但均未获得实施; 与 2008 年 7 月份的激励计划相比来看: 上次股权激励涉及的管理人员仅为 55 人, 而此次股权激励范围进一步扩大, 涉及 248 人, 覆盖了绝大部分尚未持股的中高层管理人员。

2、行权条件相对宽松, 成功行权是大概率事件。本次激励计划的行权条件为 2010 年—2013 年期间, 收入复合增长率达到 20%, 净利润增长率达到 25% (2008 年 7 月激励计划的行权条件为: 2008 年—2010 年的净利润增长分别达到 60%、40%、30%); 我们认为公司业绩达标相对轻松, 管理层获得行权的可能性非常大。

3、股权激励对公司经营形成长期利好。我们认为, 通过股权激励一方面完善了公司的治理结构, 有利于管理层的稳定, 对公司的经营形成长期利好; 另一方面, 根据行权条件来判断, 公司未来业绩将持续平稳增长, 消除了市场之前对于公司未来业绩成长性的担忧。

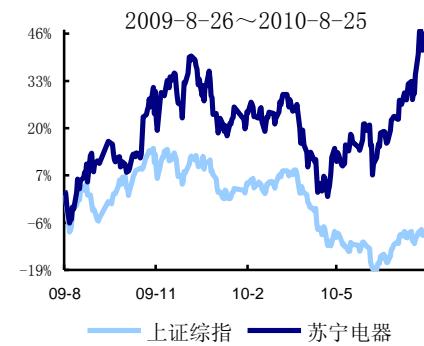
4、我们重申看好公司未来成长性的观点。我们看好公司未来成长性的理由: 第一, 内生式增长仍将延续, 伴随苏宁行业龙头地位的巩固和经营模式的转变, 公司的毛利率有较大提升空间; 第二, 外延式扩张空间广阔, 未来三、四线市场的扩张将为公司新的增长点; 第三, 家电零售行业的市场集中度有待提升, 我国家电零售行业的市场集中度仅为 22% (欧美、日本等国达到 80%); 作为行业龙头公司, 未来不排除公司继续收购其他中小家电零售企业的可能。

5、盈利预测与评级。我们预计 2010—2012 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元和 0.96 元, 对应 PE 在 25 倍、19 倍和 15 倍; 此外, 我们认为 14.8 元的行权价为公司提供了安全的投资边际; 综合考虑, 给予“推荐-A”评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	58,300	74,624	91,042	109,250
同比增速	16.8%	28.0%	22.0%	20.0%
净利润(百万)	2,914	4,056	5,237	6,719
同比增速	32.9%	39.2%	29.1%	28.3%
EPS(元)	0.42	0.58	0.75	0.96
P/E	35	25	19	15

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	699621.19
流通A股(万股)	520180.74
52周内股价区间(元)	9.9-21.17
总市值(亿元)	1013.05
总资产(亿元)	358.40
每股净资产(元)	3.12
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouchongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表1：盈利预测表

报告期间	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	4,989,671	5,830,015	7,462,419	9,104,151	10,924,981
收入同比增长(%)	24	17	28	22	20
减：营业成本	4,133,443	4,818,507	6,167,689	7,510,924	8,991,259
毛利率(%)	17.16	17.35	17.35	17.50	17.70
营业税金及附加	20,349	27,152	26,118	31,864	38,237
资产减值损失	5,239	3,000	0	0	0
销售费用	478,047	519,236	619,381	737,436	857,611
管理费用	78,452	91,209	104,474	118,354	131,100
财务费用	-22,329	-17,292	-12,061	-12,746	-13,110
投资净收益	2,867	2,290	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	1
二、营业利润	299,336	390,493	556,818	718,318	919,886
加：营业外收入	4,575	11,158	0	0	0
减：营业外支出	5,925	6,024	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	116	70	0	0	0
三、利润总额	297,986	395,627	556,818	718,319	919,888
减：所得税费用	69,773	94,406	139,204	179,580	229,972
四、净利润	228,213	301,220	417,613	538,739	689,916
净利润率(%)	4.57	5.17	5.60	5.92	6.32
归属母公司所有者的净利润	219,239	291,367	405,613	523,739	671,916
少数股东权益	8,974	9,854	12,000	15,000	18,000
EPS(全面摊薄/元)	0.31	0.42	0.58	0.75	0.96

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiadong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaibing@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com