

日期: 2010 年 8 月 26 日

行业: 零售业



刘丽

021-53519888-1923

liuli@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090139

**基本数据 (最新)**

报告日股价 (元)	14.48
12mth A 股价格区间 (元)	21.17/9.90
总股本 (百万股)	6996.21
无限售 A 股/总股本	74.35%
流通 A 股市值 (百万元)	75322.17
每股净资产 (元)	2.33
PBR (X)	6.21
DPS (Y09, 元)	0.05(含税)

**主要股东 (2010Q1)**

张近东	27.90%
苏宁电器集团有限公司	13.47%
陈金凤	3.40%

**收入结构 (2009Y)**

家电零售批发业务	96.93%
安装维修业务	0.90%
其他业务	2.17%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**

报告编号: LL10-CT06

**相关报告:**

首次日期报告: 2008 年 2 月 29 日

# 股权激励计划描绘持续增长前景

**■ 动态事件:**

苏宁电器今日公布《2010 年股票期权激励计划 (草案)》，其主要内容如下：

**涉及标的:** 拟以定向发行的方式授予激励对象 8469 万份股票期权，占公司当前股本总额的 1.21%

**激励对象:** 公司总部核心管理人员，地区总部及地区管理中心、重要子公司核心管理人员及业务骨干，销售规模、经营绩效具代表性的优秀连锁店长等在内的 248 人。

**有效期:** 自股权期权授权日起五年，分四个行权期

**行权价格:** 14.50 元

**行权条件:** 以 2009 年度销售收入和归属上市公司股东的净利润为基数，每一行权期内，销售收入和净利润的复合增长率分别需不低于 20% 和 25%。

**■ 主要观点:****2010 年上半年业绩快速增长**

根据公司此前公布的半年度业绩快报，2010 年上半年公司实现营业收入 360.55 亿元，同比增长 31.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 19.74 亿元，同比增长 56.08%。上半年公司新增连锁店 134 家，截至上半年已在全国大陆地区 214 个地级以上城市拥有连锁店 1075 家。

**大规模股权激励计划利于持续长期增长**

此次公司公布的股权激励计划，覆盖至核心管理人员及骨干在内的 248 人，行权条件要求以 2009 年收入和净利润为基数，复合增长率分别不低于 20% 和 25%。苏宁电器自上市以来，一直保持了收入和利润的高速增长，由于规模的不断上升、基数变大，其业绩增速在近年来有所放缓，此次股权激励计划对行权条件的设置，我们认为较为符合公司实际发展现状；同时由于需要在大基数的基础上实现收入和净利润的持续增长，也并非易事，此计划能够起到有效的激励作用。期权摊销费用在公司净利润中的占比较低，对业绩摊薄作用有限。

## ■ 投资建议

### 维持评级为“跑赢大市”

目前公司的发展战略仍将是通过一、二级市场连锁店面的快速扩张并将渠道下沉至三、四级市场来争夺市场份额，从而获取收入和利润的持续增长。公司发展思路清晰，经营管理能力强，我们仍看好其发展前景。维持公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.55 元和 0.69 元的盈利预测，目前对应的动态市盈率分别为 26 倍和 21 倍，估值较低，维持其“未来六个月，跑赢大市”评级。

## ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 ( 亿元 )	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	49,896.71	58,300.15	70,808.42	83,609.48
年增长率 (%)	24.27	16.84	21.45	18.08
归属于母公司的净利润	2,170.19	2,889.96	3,857.36	4,810.74
年增长率 (%)	48.09	33.17	33.47	24.72
每股收益 ( 元 )	0.31	0.41	0.55	0.69
PER ( X )	46.68	35.05	26.26	21.06

注：股价采用 2010 年 8 月 24 日收盘价

## 附表

附表 1 苏宁电器损益简表及预测 ( 单位：百万元人民币 )

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	49,897	58,300	70,808	83,609
营业成本	41,335	48,186	58,346	68,727
营业税金及附加	203	272	333	393
销售费用	4,780	5,192	6,019	7,023
管理费用	785	912	1,062	1,171
财务费用	-223	-173	-212	-251
资产减值损失	52	32	30	30
营业利润	2,964	3,875	5,231	6,517
加：营业外收入	46	112	0	0
减：营业外支出	59	60	0	0
利润总额	2,951	3,926	5,231	6,517
所得税费用	691	938	1,255	1,564
净利润	2,260	2,988	3,976	4,953
少数股东损益	90	99	118	142
归属于母公司所有者的净利润	2,170	2,890	3,857	4,811
每股收益 ( 元 )	0.31	0.41	0.55	0.69

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

附表 2 苏宁电器财务指标概览

指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
销售毛利率(%)	9.68	14.88	14.46	17.16	17.35
销售净利率(%)	2.34	3.05	3.79	4.53	5.13
EBIT/主营业务收入(%)	3.41	4.34	5.08	5.10	6.44
净资产收益率(全面摊薄)(%)	29.99	23.35	31.69	24.73	19.88
流动比率	1.25	1.46	1.19	1.38	1.46
速动比率	0.60	0.84	0.79	0.98	1.15
资产负债率(%)	71.39	62.69	70.25	57.85	58.36
存货周转率	10.33	8.21	8.63	8.74	8.58
应收账款周转率	118.19	176.58	404.83	457.83	255.06
总资产周转率	5.00	3.98	3.20	2.64	2.03
主营业务收入同比增长率(%)	74.99	64.16	53.48	24.27	16.84
净利润同比增长率(%)	93.50	116.08	93.42	48.09	33.17
每股收益(全面摊薄)	1.05	1.05	1.02	0.73	0.62
每股经营性现金流量	0.45	0.21	2.43	1.28	1.19
每股未分配利润	1.56	1.90	1.90	1.45	1.37
每股资本公积金	0.38	1.30	0.15	0.36	0.64

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。