

## 苏宁电器 (002024) /66.60 元

## ——让管理、业务骨干“玩命”干活的股权激励方案出台

胡鸿轲  
021-68407302  
13052019079  
huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·零售

估值区间： 约 80 元/股

强烈推荐 A (维持)

2007年1月30日，公司发布公告，董事会通过了《苏宁电器股份有限公司股票期权激励计划（草案）》，该股权激励方案的核心内容是：

- 公司将以增发新股的方式向管理与业务骨干发行 2200 万份期权，其中首次面向特定管理层授予的 1851 万份股票期权的行权价格为 66.60 元/股；

第一个行权期：激励对象自首个授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 30 个月内的最后一个交易日当日止，可行权额度上限为获授股票期权总额的 20%；经董事长提名的骨干人员和特殊贡献人员获授的股票期权自该部分期权获授之日起满 12 个月后方可行权。

第二个行权期：激励对象自首个授权日起 30 个月后的首个交易日起至授权日起 45 个月内的最后一个交易日当日止，可行权额度上限为获授股票期权总额的 40%；

第三个行权期：激励对象自首个授权日起 45 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止，可行权额度上限为获授股票期权总额的 40%。

- 剩余向“董事长提名的骨干人员和特殊贡献人员”授予的 349 万份股票期权的行权价格在该部分股票期权授予时由董事会决定，该行权价格不得低于下列价格中较高者：
  - (1) 授予该部分期权的董事会会议召开前一个交易日的公司标的股票收盘价；
  - (2) 授予该部分期权的董事会会议召开前 30 个交易日内的公司标的股票平均收盘价。
- 管理与业务骨干获取期权的基本条件是：06 年净利润同比增长不低于 80%、07 年同比不低于 50%，08 年同比增长不低于 30%。

如果上述条件能够满足，再假设公司股价能够达到比较高的水平，那么公司的核心管理团队将获得巨额股权激励收益，我们认为这种收益足以刺激核心管理团队“玩命”干活，提高公司的盈利水平，以支撑公司未来股价的持续上涨（表 1）

表 1 公司股价与核心管理队股权激励的敏感性分析

序号	姓名	年龄	职务	期权数量 (万份)	股价对管理层收益的敏感性分析 (万元)				
					80元/股	100元/股	120元/股	150元/股	180元/股
1	范志军	38	华北区执行总裁兼北京大区总经理	250	3,350	8,350	13,350	20,850	28,350
2	凌国胜	40	华东二区执行总裁兼上海大区总经理	250	3,350	8,350	13,350	20,850	28,350
3	卜扬	33	营销总部市场与店面推广总监	200	2,680	6,680	10,680	16,680	22,680
4	王哲	39	营销总部采购与电子商务总监	200	2,680	6,680	10,680	16,680	22,680
5	陶京海	33	南京大区总经理	150	2,010	5,010	8,010	12,510	17,010
6	孙为民	43	董事、总裁	100	1,340	3,340	5,340	8,340	11,340
7	孟祥胜	34	董事、副总裁兼物流服务总部执行总裁	100	1,340	3,340	5,340	8,340	11,340
8	任峻	29	董事、董事会秘书兼信息系统总监	100	1,340	3,340	5,340	8,340	11,340
9	顾伟	27	采购管理中心消费电子副总监	80	1,072	2,672	4,272	6,672	9,072
10	周晓章	38	广州大区总经理	80	1,072	2,672	4,272	6,672	9,072
11	田睿	31	深圳大区总经理	80	1,072	2,672	4,272	6,672	9,072
12	卞农	34	杭州大区总经理	80	1,072	2,672	4,272	6,672	9,072
13	姚凯	31	西安大区总经理	80	1,072	2,672	4,272	6,672	9,072
14	任彬	38	武汉大区总经理	10	134	334	534	834	1,134
15	戴冯军	36	福州大区总经理	10	134	334	534	834	1,134
16	朱华	41	监事、财务管理中心常务副总监	10	134	334	534	834	1,134
17	李建颖	38	监事、结算管理中心常务副总监	10	134	334	534	834	1,134

数据来源：根据公司公告分析整理

2006 年公司新开店数为 130 多家，总店面数量达到了约 360 家，主营收入在 250 亿元左右，市场份额约为 4.2%，市场空间依然巨大，而苏宁又是该领域内竞争能力最强的公司，再加上股权激励对核心管理层的强力刺激，这将推动苏宁 2007—2010 年业绩的持续快速增长。

我们认为原来对苏宁成长性的预期明显保守，我们正式调高对公司未来盈利的预期（表 2）。

表 2 苏宁最新简要盈利预测

	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
<b>店面数量 (个)</b>						
原预期	224	374	499	599	679	759
调整后 (约)	224	360	530	680	830	1000
<b>主营收入 (万元)</b>						
原预期	1,593,639	2,495,715	3,240,917	3,790,802	4,019,312	4,339,315
调整后 (约)	1,593,639	2,502,013	3,928,161	5,499,425	7,149,253	8,936,566
<b>净利润 (万元)</b>						
原预期	35,063	64,734	89,918	111,224	120,559	131,037
调整后 (约)	35,063	68,500	113,025	160,496	208,644	267,065
<b>净利率</b>						
原预期	2.20%	2.59%	2.77%	2.93%	3.00%	3.02%
调整后 (约)	2.20%	2.74%	2.88%	2.92%	2.92%	2.99%
<b>EPS (元/股)</b>						
原预期	0.4865	0.8981	1.2476	1.5432	1.6727	1.8181
调整后 (约)	0.4865	0.9504	1.5682	2.2268	2.8948	3.7054

说明：股权激励行权会影响到公司业绩，这里我们按照股价为 80 元/股粗略地进行盈利调整，我们将在后续的深入分析报告作较详尽的盈利调整。

按照我们对公司业绩增长的预期，公司将在较长时间内保持业绩的持续强劲增长，并且有可能会超出我们的预期，我们认为给予公司 07 年 50 倍的动态 PE 不为过，照此，公司的价值在 80 元/股左右。

我们坚持认为苏宁电器是 A 股市场不可多得的优质成长股，维持强烈推荐 A 的投资评级，建议买入并长期持有。

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归招商证券所有。