

苏泊尔 (002032.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

异动点评：股东减持对公司经营并无影响

事件

今日因中国证券报头版标题新闻《半年密集减持达 11 次 苏泊尔现 A 股套现最忙董事长》的报导，苏泊尔全天放量下跌 5.51%，换手率 6.61%。

评论

媒体报道的减持情况虽然属实，但定性过于偏颇：1、首先我们用图表梳理了公司目前的股权结构情况和限售解禁情况，并有点评。2、限售股解禁的压力实际上并非现有流通股的 3 倍；3、郭京毅案件对公司没有影响。

股东减持对公司经营并无影响：SEB 收购公司已经进入第三个年头，我们在跟踪中感到，控股股东对于上市公司的经营管理已经融合得很好，并购给上市公司带来的好处完全不只是大股东可观的锁定毛利率的出口订单，更重要的是科学细致运营下的一个国际化和本土化兼备的苏泊尔炊具和小家电品牌。我们一直强调，公司快速的、确定的增长至少可以看到 2012 年。用我们一贯的“品牌、渠道、研发”三要素来判断，1) “苏泊尔 SUPOR”具备强有力的支撑公司品类多元化的品牌形象；2) 近几年渠道三四级市场的渗透也伴随着品种的丰富而卓有成效，预计将来三四级市场将占到公司内销的 1/3；3) 公司的新产品开发能力和速度在 SEB 的支持下优势异常突出；小家电品牌的三要素上公司不存在短板。从苏泊尔工业园的产能规划中也可看出，未来公司还将从新品类、厨房大家电中不断开拓新的增长点。

如股价因媒体报道和解禁压力继续下跌，买入机会再显：由于业绩增长预期优良且稳定，今年二季度以来公司股价表现在弱市中相当不错，下跌前股价对应 2010 年的动态 PE 已达 28.4 倍，估值是海尔、美的等大白电公司的 1.6 倍之多；加上公司此前的实际流通盘很小，流动性不好，在下跌前的价位介入我们认为短期收益一般。但如果因本次事件和解禁压力导致股价继续下跌，则买入机会再显，流动性不好也正好是应该在下跌中找买点。

投资建议

维持对公司的盈利预测，2010-2012 年为 0.73、0.95、1.24 元；我们认为 3-6 个月公司的估值在 2010 年 30 倍-2011 年 23 倍是合理的，即 21.9 元。维持“买入”评级。

媒体报道的减持情况虽然属实，但定性过于偏颇

- 首先我们梳理了公司目前的股权结构情况和限售解禁情况，并有点评（图表 1）

图表1：截止 2010 年 3 月 31 日公司的股权结构（持股数已按 10 转增 3 的分配方案扩大）

股东	任职	持股数	股权比例	限售、解禁情况	我们的点评
SEB 国际股份有限公司	——	29622	51.3%	2010 年 8 月 31 日、9 月 4 日、12 月 25 日分三次全部解禁。	SEB 集团在全球的其他收购都是 100%控股，对苏泊尔的收购只因为当时已经是上市公司，收购的条件是不以退市为目的，才仅仅控股 51.3%。因此，SEB 只会嫌对苏泊尔的控股比例还不够高（但外资无法在二级市场增持），所以实际流通后应该不会减持。
苏泊尔集团有限公司	——	13814	23.9%	2010 年 8 月 8 日解禁	应该会逐渐减持，但减持会考虑大宗交易的方式，不一定直接在二级市场减。
苏增福	无	4616	8.0%	流通股，无限售	已在媒体上表达过减持意愿，市场应该已知这一情况
苏显泽	董事长、法人代表	554*	1.0%	高管持股，每年可减持上年末所持股份的 25%	根据中国证券报的报道，今年开始减持，但每年减上年末所持股本的 25%是上限。
王丰禾	副总经理	65.8*	0.11%	高管持股，每年可减持上年末所持股份的 25%	股权激励所得，有认购和利得税的成本。09 年已减持了当年可减持的 25%；但理论上只要他们在公司任职，10 年也无法减完。
颜决明	监事、子公司总经理	51.2*	0.09%	高管持股，每年可减持上年末所持股份的 25%	
叶继德	董秘	43.9*	0.08%	高管持股，每年可减持上年末所持股份的 25%	
其他流通股	——	8959	15.5%	——	——
总股本	——	57725	100%	——	——

*标注说明：高管持股数和持股比例是按照年报披露情况，可能在上半年已有部分减持。

来源：国金证券研究所

- 限售股解禁的压力实际上并非现有流通股的 3 倍

- 媒体写到“苏泊尔今年即将有总计 4.32 亿股限售股解禁，这笔巨量股份是苏泊尔目前 1.36 亿流通股的 3 倍，如同悬在苏泊尔所有投资者头顶上的“堰塞湖””；我们认为解禁压力没有这么大。
- 如图表 1，除苏泊尔集团以外的两批解禁都是 SEB 集团的持股，SEB 集团在全球的其他收购都是 100%控股，对苏泊尔的收购只因为当时已经是上市公司，收购的条件是不以退市为目的，才仅仅控股 51.3%。因此，SEB 只会嫌对苏泊尔的控股比例还不够高（但外资无法在二级市场增持），所以实际流通后应该不会减持。
- 而苏泊尔集团的 1.38 亿解禁股应该会逐渐减持，但减持会考虑大宗交易的方式，不一定直接在二级市场减。

- 郭京毅案件对公司没有影响

- 媒体在时间上将郭京毅案件的审理过程与股东减持联系起来有些牵强；而且郭京毅案件已经正式宣判、盖棺定论，相关人员要有事已经处理，没事的也不会再因此而有事。

股东减持对公司经营并无影响

- SEB 收购公司已经进入第三个年头，我们在跟踪中感到，控股股东对于上市公司的经营管理已经融合得很好，并购给上市公司带来的好处完全不只是大股东可观的锁定毛利率的出口订单，更重要的是科学细致运营下的一个国际化和本土化兼备的苏泊尔炊具和小家电品牌。
- 我们一直强调，公司快速的、确定的增长至少可以看到 2012 年。用我们一贯的“品牌、渠道、研发”三要素来判断，1) “苏泊尔 SUPOR”具备强有力的支撑公司品类多元化的品牌形象；2) 近几年渠道三四级市场的渗透也伴随着品种的丰富而卓有成效，预计将来三四级市场将占到公司内销的 1/3；3) 公司的新产品开发能力和速度在 SEB 的支持下优势异常突出；小家电品牌的三要素上公司不存在短板。从苏泊尔工业园的产能规划中也可看出，未来公司还将从新品类、厨房大家电中不断开拓新的增长点。

如股价因媒体报道和解禁压力继续下跌，买入机会再显

- 由于业绩增长预期优良且稳定，今年二季度以来公司股价表现在弱市中相当不错，下跌前股价对应 2010 年的动态 PE 已达 28.4 倍，估值是海尔、美的等大白电公司的 1.6 倍之多；加上公司此前的实际流通盘很小，流动性不好，在下跌前的价位介入我们认为短期收益一般。但如果因本次事件和解禁压力导致股价继续下跌，则买入机会再显，流动性不好也正好是应该在下跌中找买点。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-03-06	买入	10.42	15.19~16.39
2	2009-03-19	买入	11.14	15.19~16.39
3	2009-04-23	买入	11.10	15.19~16.39
4	2009-08-25	买入	12.89	19.17~21.29
5	2009-10-22	买入	15.00	21.30~23.20
6	2010-02-09	买入	14.00	22.90~23.70
7	2010-03-30	买入	15.94	23.36~24.31
8	2010-04-21	买入	18.66	26.46~28.35

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室