

雪莱特(002076)

公司研究/调研简报

暂不评级

夯实成长基础，调整见效尚需时

民生精品---调研简报/家用电器行业

2010 年 12 月 20 日

一、事件概述

日前，我们拜访了雪莱特，与公司董秘冼树忠先生就公司各项业务目前经营情况及未来发展规划情况等问题进行了详细的沟通和交流。

二、分析与判断

➤ 陶瓷节能灯若满产满销约能为公司带来 1.3 亿元的销售收入

公司目前主力仍放在传统节能灯业务方面，目前公司节能灯产能为 1.5 亿只左右，在未来几年仍将在设备及自动化方面进行一定的投入，计划未来产能增长到 3 亿只左右。公司 2011 年将加大在公司新产品陶瓷节能灯产品的推广，陶瓷节能灯是高档场所的优选产品，公司目前具备 100 万套左右的生产能力，按 130 元一套的价格计算，满产满销的情况下约能为公司带来约 1.3 亿元的销售收入。

➤ 公司 HID 灯将主攻中低端车型市场，预计 2011 年约 4500 万收入

在 HID 灯方面，公司认为未来 HID 灯将成为汽车照明的标准配置，目前主流配置 HID 灯的均为高端车，而中端车型也开始配置 HID 灯，欧洲 HID 汽车照明的普及率已经达到 70%，而中国 HID 汽车照明普及率还较低，近年公司主力推广中低端车型采用标配 HID 灯，预计明年将会有明显突破，将为公司 HID 灯业务带来一定的成长。预计 2010 年全年中国汽车销量在 1800 万辆左右，按 15% 的增长计算，2011 年全年汽车销量将超过 2000 万辆，若其中 10% 汽车配备 HID 灯的情况下，HID 灯的全年需求即超过 200 万套，按 5% 的市场份额计算约能为公司带来 4500 万元左右的销售收入。

➤ 积极关注 LED 照明发展，公司将于 2012 年大规模启动 LED 产品

公司一直在积极关注 LED 照明产品的发展，目前 LED 产品对公司的收入贡献不大，公司认为 LED 产品真正要走向室内、走向家庭，目前还有一定的差距，依赖于成本、光效、显色指数等指标的大幅提升，预计到 2012 年才能开始对传统节能灯进行替代。公司将其 LED 产品定位于面向室内照明，当前主要是针对珠宝店推行了一些特色照明试点。按公司的规划，LED 照明需到 2012 年后才能成为公司新的增长点，公司届时也将正式发力 LED 照明市场。

➤ 公司受行业整体冲击整体盈利能力下降

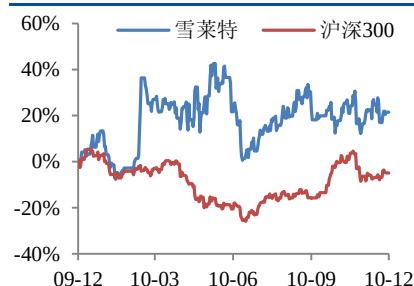
随着照明市场同质化程度的加深，市场竞争愈加激烈，再加上原材料价格的上升，致使公司毛利率从 2007 年的 32.55% 下滑到 2009 年的 25.54%（图 3）。而 2010 年初因多种原因公司对员工工资进行了大幅度的上调，再加上公司目前正处于内部调整时期，致力于提高公司内部的管理能力，培养新生代管理人员，这些都大幅增加了公司人力成本支出，导致公司三季度期间费用率上升到 20.77%，使得公司整体盈利能力有所下降。

民生证券研究所

分析师：王力
 执业证书编号：S0100210090005
 电话：(8610)85127646
 Email: wangli@mszq.com

分析师：卢婷
 执业证书编号：S0100210090003
 电话：(8610)85127655
 Email: luting@mszq.com
 地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-12-20)

收盘价 (元)	11.59
近 12 个月最高/最低	14.15/8.85
总股本 (百万股)	184.27
流通股本 (百万股)	105.31
流通股比例%	57.15
总市值 (亿元)	21.36
流通市值 (亿元)	12.21

相关研究

三、盈利预测与投资建议

公司目前正处于内部转型过程中,管理能力、销售能力仍待进一步提升,使得公司未来的成长性存在一定的不确定性,虽然从 2010 年前三季度情况来看明显有所好转,但一切成效需待 2012 年才有定论,因此我们暂不对公司进行评级,预计 2010-2012 年三年营业收入分别为 3.81 亿元、4.73 亿元、6.14 亿元,基本每股收益为 0.08 元、0.11 元、0.17 元。

四、风险提示:

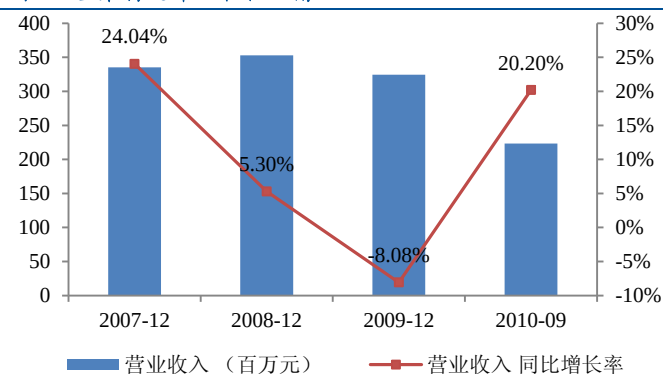
内部调整成效;销售渠道拓展;

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	324	381	473	614
增长率(%)	-8.08%	17.50%	24.13%	29.81%
归属母公司股东净利润(百万元)	11	15	20	31
增长率(%)	-21.00%	37.85%	36.11%	54.56%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.11	0.17
毛利率(%)	25.5%	26.0%	25.5%	26.8%
净资产收益率 ROE(%)	2.8%	3.7%	4.8%	7.0%
每股净资产(元)	2.11	2.19	2.30	2.47
PE	196.39	/	/	/
PB	/	/	/	/
EV/EBITDA	/	83.59	79.33	53.95

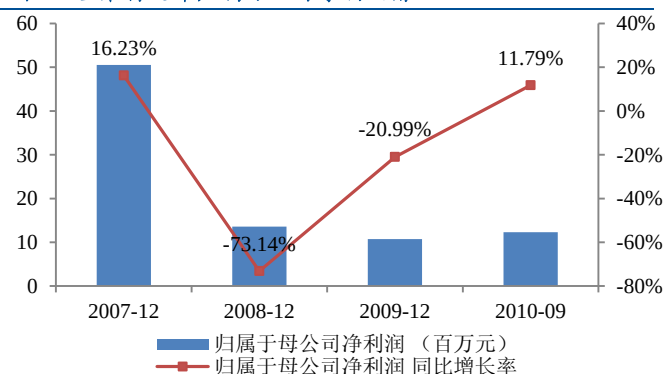
资料来源:民生证券研究所

图 1: 雪莱特近年主营收入情况



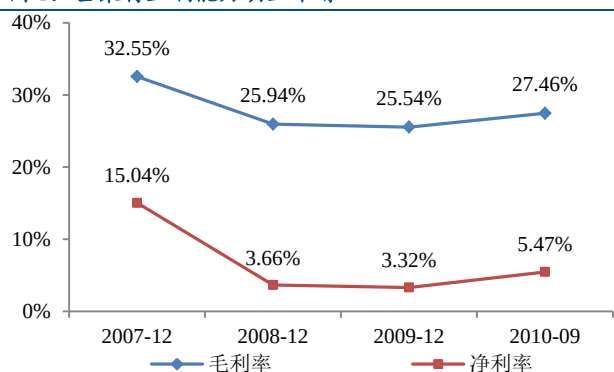
资料来源:公开资料、民生证券研究所

图 2: 雪莱特近年归属母公司净利润情况



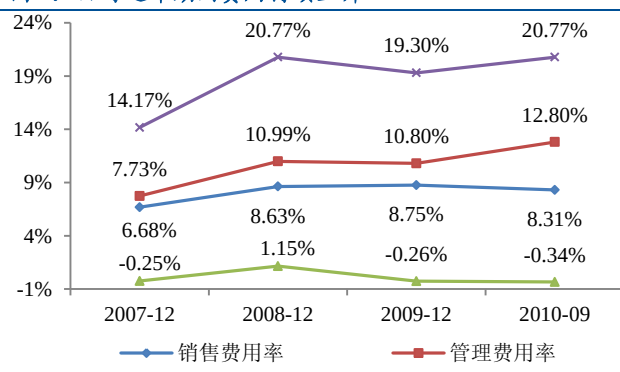
资料来源:公开资料、民生证券研究所

图 3: 雪莱特盈利能力明显下滑



资料来源:公开资料、民生证券研究所

图 4: 公司近年期间费用持续上升



资料来源:公开资料、民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	324	381	473	614
减：营业成本	242	282	353	450
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	28	32	39	51
管理费用	35	49	61	79
财务费用	(1)	(0)	(5)	(5)
资产减值损失	3	2	2	2
加：投资收益	0	(0)	(0)	(0)
二、营业利润	15	15	21	35
加：营业外收支净额	(0)	3	3	3
三、利润总额	15	18	24	38
减：所得税费用	4	3	4	7
四、净利润	11	15	20	31
归属于母公司的利润	11	15	20	31
五、基本每股收益 (元)	0.06	0.08	0.11	0.17

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	83.59	79.33	53.95
成长能力:				
营业收入同比	-8.08%	17.50%	24.13%	29.81%
营业利润同比	71.6%	0.5%	43.3%	62.1%
净利润同比	-16.72%	36.56%	36.11%	54.6%
营运能力:				
应收账款周转率	2.93	2.72	2.81	2.87
存货周转率	5.39	7.01	7.48	7.68
总资产周转率	0.70	0.32	0.25	0.31
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.5%	26.0%	25.5%	26.8%
净利率	3.3%	3.9%	4.3%	5.1%
总资产净利率 ROA	2.3%	1.2%	1.0%	1.6%
净资产收益率 ROE	2.8%	3.7%	4.8%	7.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.02	1.16	1.17	1.19
资产负债率	20.6%	78.3%	77.8%	76.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.08	0.11	0.17
每股经营现金流量	0.09	0.22	0.01	(0.02)
每股净资产	2.11	2.19	2.30	2.47

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	100	1,483	1,488	1,488
应收票据	0	5	7	8
应收账款	130	150	186	242
预付账款	8	5	6	8
其他应收款	5	6	8	10
存货	53	56	70	90
其他流动资产	0	2	2	2
流动资产合计	298	1,709	1,767	1,849
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	171	165	158	151
在建工程	0	0	0	0
无形资产	20	18	16	14
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	192	183	175	166
资产总计	490	1,891	1,942	2,014
短期借款	0	1,345	1,345	1,345
应付票据	27	42	52	66
应付账款	37	61	77	98
预收账款	6	13	16	20
其他应付款	10	5	5	5
应交税费	12	13	13	13
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	98	1,478	1,507	1,547
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	101	1,481	1,510	1,550
股本	184	184	184	184
资本公积	55	55	55	55
留存收益	147	162	182	213
少数股东权益	2	2	2	2
所有者权益合计	389	403	423	454
负债和股东权益合计	490	1,885	1,933	2,004

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	16	40	2	(3)
投资活动现金流量	(8)	(2)	(3)	(2)
筹资活动现金流量	1	0	5	5
现金及等价物净增加	9	38	4	0

分析师与行业专家简介

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008年加入民生证券，长期关注IT行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。