

小家电

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 34.50 元

当前股价: 26.40 元

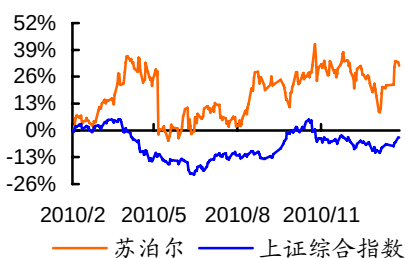
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2923.90
总股本(百万)	577
流通股本(百万)	427
流通市值(亿)	113
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	26.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏泊尔	16.92	5.68	35.66
上证综合指数	4.75	1.01	9.85



相关报告

《苏泊尔-三季报业绩增长超预期》

2010-10-20

《苏泊尔-收入高增长 盈利基本同步》

2010-8-23

《深度报告-苏泊尔-解禁≠马上减持, 减持≠公司前景有问题》2010-8-12

苏泊尔

002032

强烈推荐

SEB 拟受让苏氏家族 1.2 亿股 溢价突显投资价值

事件: 公司大股东 SEB 集团拟通过协议转让方式对公司进行战略投资, SEB 持有公司股份由 51.3%增持到 71.3%, 协议转让价格 30 元, 相比当前股价溢价 13%。该方案尚需股东大会通过, 商务部批复以及证监会对要约收购豁免申请无异议通过。

投资要点:

- 公司大股东 SEB 集团拟受让苏泊尔集团持有 7022.5 万股, 约占公司股本 12.2%, 受让苏增福持有的 4522.5 万股, 约占公司股本 7.83%, 合计 1.15 亿股, SEB 承诺交割日起三年内不转让此次受让股本。此次股权变动后, 苏泊尔集团仍保留公司股本 11.8%, 苏增福将不再直接持有公司股本。
- SEB 承诺继续执行现有发展战略, 保持中方管理团队稳定。自 2008 年 SEB 入主后公司在 SEB 的扶持下, 经营业绩稳步提高。三年年均增长率超 20%, 毛利率由 26.7%提升到 2009 年 31%, 净利润率由 5.9%提升到 7.5%。双方在深化合作中已完成团队和文化的磨合。SEB 承诺保持董事会现有结构不变, 6 名非独立董事中维持 2 名中方董事。同时, 与经营产品相关的主要商标已无偿给予上市公司。小家电类 11 类和炊具类 21 类等主要商标权已归上市公司所有, 苏氏家族退出对公司产品品类开发上不会受到阻碍。
- SEB 大幅度增持, 协议价格 30 元远超预期, 相比公司当前股价溢价 13%, 表明大股东高度看好公司未来成长性。公司作为 SEB 亚洲区重要品牌, 相信在增持后会进一步加大对公司的资源投入和战略倾斜。2010 年 SEB 合并收入 36.5 亿欧元, 年销量 2 亿台, 其中 30%为外包。未来 SEB 订单转移或超市场预期。
- 未来公司出口增长更多来自 SEB 小家电订单的转移, 预计下半年来自 SEB 订单转移的出口增长会在 50%左右。SEB 炊具产品订单已有较大基数, 占 SEB 中国同类产品采购量 71%左右, 主要订单已完成向苏泊尔的转移, 未来会有稳定的增长, 但不会有大幅度增长。公司 SEB 小家电订单仅占 SEB 在中国同类产品采购量的 21%左右, 未来仍是 SEB 订单转移增长的主要看点。
- 内销上, 公司收入 80%左右来自一二级市场。2010 年底公司为发展炊具高端品牌及业务, 引进 SEB 旗下炊具高端品牌 LAGOSTINA, 进一步树立公司中高端品牌形象。随着城镇化建设的推进, 公司看好未来三四级市场的发展情况, 开始加大三四级市场拓展。预计未来收入占比将达到 30%以上的水平。三四级市场主要通过生活馆建设和经销商拓展。目前公司已有生活馆 700 家左右, 预计年底会达 800 家左右。目前公司已有经销商 8000 家左右, 预计未来会新增 3000-4000 家。一二级市场进店率约 80% (目前国美苏宁合计终端约 2200 家)。加上三、四级市场经销商等合计终端约有 2 万个网点。
- 盈利预测与公司估值: 当前小家电需求旺盛, 公司市占率有望进一步提高。综合考虑, 我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 0.77 元, 1.15 元。按照 30 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 34.5 元左右, 给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 股份转让尚有较大不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4116	5702	7961	9893
同比(%)	14%	39%	40%	24%
归属母公司净利润(百万元)	310	442	665	792
同比(%)	31%	42%	51%	19%
毛利率(%)	31.0%	30.3%	30.8%	30.3%
ROE(%)	14.4%	17.6%	21.7%	21.2%
每股收益(元)	0.54	0.77	1.15	1.37
P/E	49.09	34.50	22.91	19.24
P/B	7.09	6.07	4.98	4.08
EV/EBITDA	31	22	16	13

资料来源: 中投证券研究所

一、股权转让比例

表 1: 此次股权转让比例 (单位: 亿股, %)

股东名称	持股数量 (亿股)	原持股比例 (%)	拟转让股本(亿 股)	转让后持股数量 (亿股)	转让后持股比例 (%)
SEB	2.96	51.31	1.15	4.11	71.31
苏泊尔集团	1.38	23.93	-0.70	0.68	11.76
苏增福	0.45	7.83	-0.45	0.00	0.00

资料来源: 公司半年报

二、销售收入分产品、分地区

表 2: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比构 成	营业收入同 比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
炊具	1,350	51.8%	53.7%	878	49.7%
电器	1,233	47.3%	41.1%	874	49.4%
橡塑	22	0.9%	38.5%	16	0.9%
合计	2,606	100.0%	47.4%	1,768	100.0%

资料来源: 公司半年报

表 3: 销售收入分地区 (单位: 百万, %)

分地区	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
内销	1,775	68.1%	37.2%	1294	73.2%
外销	830	31.9%	75.1%	474	26.8%
合计	2,606	100.0%	47.4%	1,768	100.0%

资料来源: 公司半年报

三、产品毛利率变化

表 4: 分产品毛利率变化(单位: %)

分产品	毛利率 (2010H1)	毛利率 (2009H1)	毛利率同比
炊具	30.9%	33.1%	-2.2%
电器	28.1%	33.8%	-5.7%
橡塑	16.2%	10.3%	6.0%
合计	29.4%	33.2%	-3.8%

资料来源: 公司半年报

表 5: 分地区毛利率变化(单位: %)

分产品	毛利率 (2010H1)	毛利率 (2009H1)	毛利率同比
内销	33.2%	38.1%	-4.9%
外销	21.4%	19.8%	1.6%
合计	29.4%	33.2%	-3.8%

资料来源: 公司半年报

四、1-9 月利润表对比

表 6: 1-9 月利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010 年	2009 年	同比
一、营业总收入	4,132	2,870	44.0%
营业收入增长率			
二、营业总成本	3,750	2,589	44.8%
其中: 营业成本	2,960	1,968	50.4%
毛利率(简单测算)	28.3%	31.4%	-3.09%
营业税金及附加	9	6	
销售费用	603	483	24.9%
销售费用率	14.6%	16.8%	-2.2%
管理费用	156	133	16.8%
管理费用率	3.8%	4.6%	-0.9%
财务费用	5	-5	
资产减值损失	16	4	
加: 公允价值变动收益	-10	-2	
投资收益及其它	8	11	
三、营业利润	379	290	30.9%
加: 营业外收入	8	5	
减: 营业外支出	7	8	
四、利润总额	381	287	32.7%
减: 所得税费用	70	53	
综合所得税率	18.5%	18.4%	0.1%
五、净利润	310	234	32.6%
净利润率	7.5%	8.2%	-0.6%
归属于母公司净利润	288	203	41.5%
少数股东损益	23	31	
少数股东损益占比	7.3%	13.2%	
六、总股本	577	577	
七、按期末股数简单每股收益:	0.50	0.35	
毛利率减销售费用率	13.7%	14.6%	-0.9%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2355	3647	5083	6319	营业收入	4116	5702	7961	9893
现金	945	1711	2388	2968	营业成本	2839	3973	5512	6892
应收账款	466	584	844	1037	营业税金及附加	7	22	29	36
其它应收款	39	51	72	89	营业费用	688	913	1298	1608
预付账款	65	128	160	207	管理费用	187	211	287	356
存货	609	842	1173	1464	财务费用	-10	-17	-12	-12
其他	231	333	445	553	资产减值损失	3	13	17	16
非流动资产	911	1047	1062	1116	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	13	33	40	38
固定资产	645	746	829	894	营业利润	425	619	871	1035
无形资产	190	184	177	170	营业外收入	12	4	4	5
其他	75	117	55	52	营业外支出	10	6	6	5
资产总计	3266	4694	6144	7435	利润总额	427	618	869	1035
流动负债	877	1864	2694	3225	所得税	72	96	135	160
短期借款	0	490	977	1096	净利润	355	522	735	875
应付账款	583	966	1271	1618	少数股东损益	45	80	70	83
其他	294	407	447	511	归属母公司净利润	310	442	665	792
非流动负债	2	1	2	2	EBITDA	476	664	933	1109
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.77	1.15	1.37
其他	2	1	2	2					
负债合计	879	1865	2696	3227	主要财务比率				
少数股东权益	237	318	387	470	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	444	577	577	577	成长能力				
资本公积	840	707	707	707	营业收入	13.6%	38.5%	39.6%	24.3%
留存收益	875	1228	1777	2454	营业利润	23.7%	45.7%	40.6%	18.9%
归属母公司股东权益	2150	2511	3061	3738	归属于母公司净利润	31.3%	42.3%	50.6%	19.1%
负债和股东权益	3266	4694	6144	7435	获利能力				
					毛利率	31.0%	30.3%	30.8%	30.3%
					净利率	7.5%	7.7%	8.4%	8.0%
					ROE	14.4%	17.6%	21.7%	21.2%
					ROIC	25.0%	34.1%	36.8%	38.1%
					偿债能力				
					资产负债率	26.9%	39.7%	43.9%	43.4%
					净负债比率	0.00%	26.29%	36.23	33.97%
					流动比率	2.69	1.96	1.89	1.96
					速动比率	1.98	1.50	1.45	1.50
					营运能力				
					总资产周转率	1.39	1.43	1.47	1.46
					应收账款周转率	11	11	11	10
					应付账款周转率	6.33	5.13	4.93	4.77
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.77	1.15	1.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.77	0.69	1.15
					每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.35	5.30	6.48
					估值比率				
					P/E	49.09	34.50	22.91	19.24
					P/B	7.09	6.07	4.98	4.08
					EV/EBITDA	31	22	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434