

小家电

署名人: 王鹏 (业务主管)

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

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 28.50 元

当前股价: 24.67 元

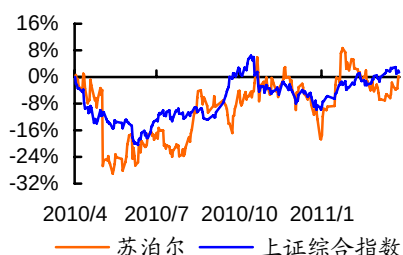
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3010.52
总股本(百万)	577
流通股本(百万)	428
流通市值(亿)	106
EPS (TTM)	0.70
每股净资产 (元)	4.74
资产负债率	30.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏泊尔	3.35	14.64	9.64
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

《苏泊尔-增长稳定 不乏亮点》2011-3-28

《苏泊尔-SEB 拟受让苏氏家族 1.2 亿股 溢价突显投资价值》2011-2-16

《苏泊尔-三季报业绩增长超预期》2010-10-20

苏泊尔

002032

推荐

推新品 扩渠道 放产能, 内外销均衡增长

投资要点:

- 2011 年 1 季度公司实现营业收入 19.2 亿元, 同比增长 35.9%, 实现净利润 1.4 亿元, 同比增长 34%, EPS 0.25 元。经营性现金流 0.7 亿元, 同比增长 272%, 2010 年三季度开始公司经营性现金流转正, 现金流较为充足。
- 一季度收入大幅增长, 内外销增长较为均衡。内销上, 2011 年将加大新品类拓展, 3 月推出新品类电磁电饭煲, 5 月会推出电蒸锅, 预计全年将有 200 个新品上市, 仅豆浆机就有 35 个新品, 豆浆机全年增长有望超预期。内销收入 80% 来自一二级市场, 引进 LAGOSTINA 品牌进一步树立苏泊尔中高端品牌形象。渠道上加大在三四级市场拓展, 预计 2011 年新增 240 家生活馆, 总量超 1000 家; 经销商 8000 家左右, 未来会新增 3000-4000 家; 2010 年开始与日日顺合作, 终端有 2000-3000 家的空间, 预计未来收入占比会达到 30% 以上的水平。一二级市场进店率约 80%, 加上三、四级市场经销商等内销合计终端超过 2 万个网点。
- 2011 年出口中保守估计 SEB 订单 14.5 亿元, 相比 2010 年增长 32%, 其中炊具类 10 亿元, 小家电 4 亿元, 分别增长 12% 和 144%。外销增长看点主要来自 SEB 订单, 特别是小家电订单的转移。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。出口炊电增长主要受制于产能限制。目前绍兴产值已达 20 亿, 武汉二期 5 月全线投产, 年产量可达 4000-5000 万口, 成为仅次于 SEB 法国基地, 全球炊具单体第二大生产基地。公司产能瓶颈解决后, 订单转移和规模增长上还有较大释放空间。
- 一季度综合毛利率 29.1%, 同比略降 0.4%, 环比提升 2.3%。预计全年在原材料价格上涨预期下毛利率还会承受一定压力。公司采取积极措施应对原材料价格波动和费用上升, 2011 年初通过大宗采购已储备原材料已足够覆盖前三季生产, 通过严格预算管理提高运营效率, 销售费用率和管理费用率同比分别下降 0.2 和 0.4 个百分点, 三项费用率合计 18.3%。实现销售净利率 7.4%, 基本与前期持平。
- 2011 年公司将继续加大品牌建设力度, 预计投入广告费用 1 亿元左右, 同时加深和拓展和迪斯尼品牌合作, 融入迪斯尼时尚元素, 提升产品时尚感和差异化。通过差异化产品, 提高溢价, 强化竞争力, 也是公司应对成本上升和竞争加剧的主要思路。
- 2011 年初公司公告大股东 SEB 拟增持股本至 71.3%, 表明 SEB 对苏泊尔未来继续高增长的肯定, 也坚定了未来苏泊尔发展机会将更多的来自于 SEB 的支持。苏泊尔作为 SEB 亚太区战略平台地位加强, 未来可能的超预期点包括: 1) SEB 小家电订单以及非厨房类订单。2) SEB 多品牌运作经验的转移。3) 管理团队的专业化和国际化加强, 经营效率的提高。
- 我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.95 元, 1.31 元和 1.82 元。按照 30 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 28.5 元左右, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 股份转让尚有较大不确定性; 高通胀抑制消费倾向。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5622	7657	10474	14306
同比(%)	37%	36%	37%	37%
归属母公司净利润(百万元)	404	549	756	1050
同比(%)	30%	36%	38%	39%
毛利率(%)	28.0%	28.1%	28.4%	28.7%
ROE(%)	16.4%	19.3%	21.6%	23.7%
每股收益(元)	0.70	0.95	1.31	1.82
P/E	35.24	25.97	18.83	13.55
P/B	5.53	4.78	3.90	3.07
EV/EBITDA	23	16	12	8

资料来源: 中投证券研究所

一、一季度利润表对比

表 1: 一季度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011Q1	2010Q1	同比
一、营业总收入	1,917	1,410	35.9%
营业收入增长率			
二、营业总成本	1,738	1,266	37.3%
其中: 营业成本	1,358	993	36.7%
毛利率(简单测算)	29.1%	29.5%	-0.40%
营业税金及附加	16	4	
销售费用	291	217	34.0%
销售费用率	15.2%	15.4%	-0.2%
管理费用	51	44	16.8%
管理费用率	2.7%	3.1%	-0.4%
财务费用	8	-1	
资产减值损失	13	8	
加: 公允价值变动收益	-0	-10	
投资收益及其它	2	9	
三、营业利润	181	142	27.0%
加: 营业外收入	2	1	
减: 营业外支出	2	2	
四、利润总额	181	141	28.2%
减: 所得税费用	27	27	
综合所得税率	14.7%	18.9%	-4.2%
五、净利润	154	114	34.8%
归属于母公司净利润	142	106	34.1%
净利润率	7.41%	7.51%	-0.1%
少数股东损益	12	9	
少数股东损益占比	8.0%	7.5%	
六、总股本	577	577	
七、按期末股数简单每股收益:	0.25	0.18	
毛利率减销售费用率	13.9%	14.1%	-0.2%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

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 (2010)	收入占 比	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比
国内					
炊具	1,294	23.7%	19.9%	1,079	26.8%
小电	2,370	43.3%	36.7%	1,734	43.1%
国外					
炊具	1,445	26.4%	40.7%	1,027	25.5%
小电	359	6.6%	92.0%	187	4.6%
合计	5,468	100.0%	35.8%	4027	100.0%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 3: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
炊具产品	2,740	48.7%	30.0%	2,107	51.2%
电器产品	2,729	48.5%	42.1%	1,921	46.7%
橡塑产品	41	0.7%	39.3%	29	0.7%
其他	112	2.0%	91.1%	59	1.4%
合计	5,622	100.0%	36.6%	4116	100.0%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 4: 销售收入分地区 (单位: 百万, %)

分地区	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
内销	3,668	66.6%	30.1%	2,820	69.5%
外销	1,842	33.4%	48.9%	1,237	30.5%
合计	5,510	100.0%	35.8%	4057	100.0%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

三、产品毛利率变化

表 5: 分产品毛利率变化(单位: %)

分产品	毛利率 (2010)	毛利率 (2009)	毛利率 同比
炊具产品	29.87%	31.9%	-2.0%
电器产品	27.60%	31.6%	-4.0%
橡塑产品	16.23%	12.6%	3.7%
合计	28.6%	31.6%	-2.9%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 6: 分地区毛利率变化(单位: %)

分产品	毛利率 (2010)	毛利率 (2009)	毛利率 同比
内销	32.6%	35.9%	-3.3%
外销	20.7%	21.7%	-1.0%
合计	28.6%	31.6%	-2.9%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

四、收入、利润分季度

表 7: 收入分季度(单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	1,410	1,228	1,494	1,490	5,622
	占全年比例	25.1%	21.8%	26.6%	26.5%	100.0%
	同比增长率	44.6%	50.6%	38.3%	19.6%	36.6%
2009 年	营业收入	975	815	1,080	1,246	4,116
	占全年比例	23.7%	19.8%	26.2%	30.3%	100.0%
	同比增长率	3%	-1%	12%	41%	14%
2008 年	营业收入	949	821	967	885	3,622
	占全年比例	26.2%	22.7%	26.7%	24.4%	100.0%
	同比增长率	37.4%	25.8%	39.4%	-1.3%	23.5%
2007 年	营业收入	691	653	694	897	2,934
	占全年比例	23.5%	22.2%	23.7%	30.6%	100.0%
2006 年	营业收入	501	459	448	697	2,105
	占全年比例	23.8%	21.8%	21.3%	33.1%	100.0%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 8: 利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	106	73	109	116	404
	对应 EPS	0.18	0.13	0.19	0.20	0.70
	占全年比例	26.2%	18.2%	26.9%	28.7%	100.0%
	同比增长率	60.7%	27.2%	36.1%	8.5%	30.1%
2009 年	普通股利润	66	58	80	107	310
	占全年比例	21.2%	18.6%	25.7%	34.5%	100.0%
	对应 EPS	0.11	0.10	0.14	0.19	0.54
	同比增长率	23.4%	18.0%	55.2%	29.3%	31.3%
2008 年	普通股利润	53	49	51	83	237
	占全年比例	22.6%	20.7%	21.7%	35.0%	100.0%
	对应 EPS	0.09	0.08	0.09	0.14	0.41
	同比增长率	30.8%	48.4%	67.5%	22.7%	37.6%
2007 年	普通股利润	41	33	31	67	172
	占全年比例	23.7%	19.2%	17.9%	39.2%	100.0%
	对应 EPS	0.07	0.06	0.05	0.12	0.30
2006 年	普通股利润	23	21	15	41	100
	占全年比例	22.9%	21.1%	14.8%	41.2%	100.0%
	对应 EPS	0.04	0.04	0.03	0.07	0.17

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2825	3954	5343	7304	营业收入	5622	7657	10474	14306
现金	742	1260	1610	2250	营业成本	4050	5509	7504	10205
应收账款	460	707	931	1288	营业税金及附加	11	14	20	27
其它应收款	36	57	75	103	营业费用	828	1126	1538	2097
预付账款	100	133	182	247	管理费用	216	291	396	537
存货	1066	1361	1894	2557	财务费用	10	18	37	55
其他	421	436	653	858	资产减值损失	11	10	10	10
非流动资产	1105	1473	1779	2063	公允价值变动收益	-8	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	10	12	11	11
固定资产	702	1045	1332	1589	营业利润	498	704	983	1388
无形资产	237	263	294	323	营业外收入	37	29	25	20
其他	165	165	152	151	营业外支出	11	11	11	11
资产总计	3930	5427	7122	9367	利润总额	524	722	997	1398
流动负债	1193	2240	3209	4394	所得税	81	114	157	225
短期借款	0	704	1173	1694	净利润	443	608	841	1173
应付账款	830	1129	1538	2092	少数股东损益	39	59	85	123
其他	363	407	498	609	归属母公司净利润	404	549	756	1050
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	578	803	1137	1593
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.95	1.31	1.82
其他	1	1	1	1					
负债合计	1194	2241	3210	4395	主要财务比率				
少数股东权益	276	335	420	543	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	577	577	577	577	成长能力				
资本公积	707	707	707	707	营业收入	36.6%	36.2%	36.8%	36.6%
留存收益	1190	1577	2218	3152	营业利润	17.2%	41.3%	39.7%	41.3%
归属母公司股东权益	2460	2851	3493	4429	归属于母公司净利润	30.1%	35.9%	37.7%	38.9%
负债和股东权益	3930	5427	7122	9367	获利能力				
					毛利率	28.0%	28.1%	28.4%	28.7%
					净利率	7.2%	7.2%	7.2%	7.3%
					ROE	16.4%	19.3%	21.6%	23.7%
					ROIC	22.0%	23.6%	25.1%	27.7%
					偿债能力				
					资产负债率	30.4%	41.3%	45.1%	46.9%
					净负债比率	0.00%	31.40%	36.55	38.54%
					流动比率	2.37	1.77	1.67	1.66
					速动比率	1.47	1.15	1.07	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	1.56	1.64	1.67	1.74
					应收账款周转率	12	13	12	13
					应付账款周转率	5.73	5.62	5.63	5.62
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.95	1.31	1.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.73	0.78	1.23
					每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.94	6.05	7.67
					估值比率				
					P/E	33.71	24.80	18.02	12.97
					P/B	5.53	4.78	3.90	3.07
					EV/EBITDA	23	16	12	8

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、九阳股份、老板电器、万和电气、合肥三洋、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光等。

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