

苏泊尔 (002032)

公司研究/简评报告

业绩符合预期 产能压力将释放

—苏泊尔 (002032) 中报点评

民生精品---调研报告/家电行业

2011 年 08 月 31 日

一、事件概述

苏泊尔 (002032) 公布中报, 收入同比增长 32%, 净利润同比增长 29%, 净利率同比下降 0.2 个百分点。二季度收入同比增长 27%, 净利润同比增长 22%, 净利率同比下降 0.3 个百分点。

二、分析与判断

➤ 收入增长符合预期, 全年收入增幅将达 30%

上半年电器和炊具收入增速分别为 20% 和 44%, 根据公司和所处行业季节性销售规律, 以及基于我们对公司内外销市场竞争力的判断, 预计公司下半年收入增幅仍不低于 30%, 全年收入将超过 73 亿。

➤ 分产品毛利和外销毛利均有所下降, 下半年毛利预计不会低于去年同期

炊具和电器产品毛利率分别同比下降 1 和 0.2 个百分点, 除成本上涨因素, 还有部分加大对卖场的低价促销力度原因。此外, 受成本上涨和汇率变动, 海外业务毛利率同比下降 1 个百分点。我们分析, 公司下半年毛利水平不会低于去年同期水平 (去年下半年基数较低)。

➤ 电器 SEB 出口增长超过 140%, 预计全年 SEB 整体增长超过 30%

报告期内 SEB 订单加快转移, 与 SEB 在电器品类的研发、设计、制造等环节的融合进一步深入。我们判断, 公司与 SEB 的协同效应从今年开始真正体现, 预计全年 SEB 电器出口增长可维持 120-140%, SEB 整体出口不低于 30%。同时非 SEB 出口也有稳定发展与良好收益, 预计全年出口整体增长不低于 30%。

➤ 费用控制有效, 费用率同比下降

公司加强在县及乡镇网点建设和一二线城市渠道覆盖率, 促销与专柜及运费有所增加, 但销售费用增速与收入增速相匹配。销售费用率同比下降 0.4 个百分点; 其中广告费用 5,000 万元, 同比增加 25%; 管理费用率同比下降 0.6 个百分点。我们预计, 下半年公司将有能力维持对费用的较好控制。

➤ 下半年产能压力将进一步缓解

报告期内, 武汉压力锅二期项目及绍兴苏泊尔厂房宿舍楼建设部分已完工转入固定资产使用, 公司产能瓶颈得到有效缓解, 绍兴第二阶段工程将于年底按计划完工, 届时公司产能压力充分缓解。

三、盈利预测与投资建议

我们继续看好公司的行业龙头地位, 维持盈利预测, 预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.97 元、1.21 元与 1.51 元, 对应当前股价 PE 为 24、19 与 15 倍。维持“强烈推荐”评级和目标价为 30 元。

四、风险提示:

原材料上涨超预期, 海外市场波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	5,622	7,331	9,189	11,475
增长率 (%)	36.60%	30.40%	25.34%	24.87%
归属母公司股东净利润 (百万元)	404	561	696	873
增长率 (%)	30.12%	38.90%	24.13%	25.28%
每股收益 (元)	0.70	0.97	1.21	1.51
PE	32.73	23.57	18.99	15.16
PB	4.83	3.95	3.21	2.61

资料来源: 民生证券研究所

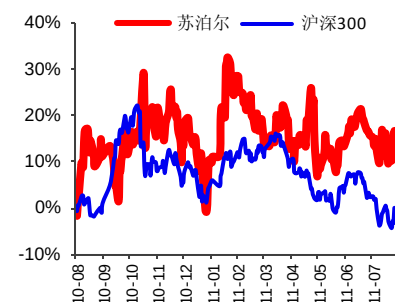
强烈推荐 维持评级

合理估值: 30 元

交易数据 (2011-08-30)

收盘价 (元)	22.91
总股本 (百万股)	577
流通股本 (百万股)	428
流通股比例 (%)	74
总市值 (亿元)	132
流通市值 (亿元)	98

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师: 王莺

执业证书编号: S0100510120001

联系人: 刘静

电话: (8610) 8512 7528

Email: liujing_yjs@mszq.com

1. 《苏泊尔 (002032) 年度业绩说明会纪要及一季报点评: 继续拉大与竞争对手的距离》2011.04.24

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	5,622	7,331	9,189	11,475
减：营业成本	4,050	5,289	6,638	8,285
营业税金及附加	11	14	18	22
销售费用	828	1,061	1,330	1,661
管理费用	216	245	308	384
财务费用	10	(3)	(4)	(6)
资产减值损失	11	11	11	11
加：投资收益	10	10	10	10
二、营业利润	498	723	898	1,127
加：营业外收支净额	26	5	5	5
三、利润总额	524	728	903	1,132
减：所得税费用	81	113	140	175
四、净利润	443	615	763	957
归属于母公司的利润	404	561	696	873
五、基本每股收益 (元)	0.70	0.97	1.21	1.51
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	0.00	17.67	14.25	11.34
成长能力:				
营业收入同比	36.60%	30.40%	25.34%	24.87%
营业利润同比	17.2%	45.1%	24.3%	25.4%
净利润同比	24.64%	38.90%	24.1%	25.3%
营运能力:				
应收账款周转率	12.14	13.83	13.59	13.57
存货周转率	4.84	5.97	5.86	5.84
总资产周转率	1.56	1.67	1.70	1.73
盈利能力与收益质量:				
毛利率	28.0%	27.9%	27.8%	27.8%
净利率	7.2%	7.7%	7.6%	7.6%
总资产净利率 ROA	12.3%	14.0%	14.1%	14.4%
净资产收益率 ROE	17.3%	20.2%	20.4%	20.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.37	2.55	2.72	2.87
资产负债率	30.4%	30.9%	30.8%	30.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	0.97	1.21	1.51
每股经营现金流量	0.22	0.61	0.81	1.00
每股净资产	4.74	5.81	7.13	8.79

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	742	1,105	1,588	2,183
应收票据	411	536	672	839
应收账款	460	600	752	939
预付账款	100	131	164	205
其他应收款	36	47	59	74
存货	1,066	1,392	1,747	2,180
其他流动资产	10	10	10	10
流动资产合计	2,825	3,820	4,991	6,429
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	702	703	654	605
在建工程	135	85	85	85
无形资产	237	214	190	166
其他非流动资产	30	30	30	30
非流动资产合计	1,105	1,032	960	887
资产总计	3,930	4,853	5,951	7,316
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	830	1,083	1,360	1,697
预收账款	175	229	287	358
其他应付款	32	32	32	32
应交税费	10	10	10	10
其他流动负债	147	147	147	147
流动负债合计	1,193	1,500	1,835	2,244
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	1,194	1,501	1,836	2,244
股本	577	577	577	577
资本公积	707	707	707	707
留存收益	1,190	1,751	2,447	3,320
少数股东权益	276	330	397	481
所有者权益合计	2,737	3,352	4,115	5,072
负债和股东权益合计	3,930	4,853	5,951	7,316

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	124	350	469	579
投资活动现金流量	(201)	10	10	10
筹资活动现金流量	(89)	3	4	6
现金及等价物净增加	(187)	363	483	595

分析师与行业专家简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

刘静，中国人民大学会计学硕士，2011年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

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

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

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。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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。