



家用电器业/可选消费品

苏泊尔 (002032)

增长稳定均衡，内销净利率提升

——苏泊尔 2011 年中报点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

收入增长均衡，小电内销出口高增长。净利率持平，剔除税金影响为提升，内销与炊具净利率提升。维持 2011-2013 年 EPS 0.92 元、1.18 元与 1.47 元，维持“谨慎增持”投资要点：

- 苏泊尔 2011 年上半年实现营业总收入 34.78 亿元，同比增长 31.9%；利润总额 3.05 亿元，归母净利润 2.31 亿元，同比分别增长 28.1%与 29.0%。每股收益 0.40 元，符合预期。
- 收入增长较为均衡，体现 SEB 订单稳定转移与内销产品创新能力。炊具与电器收入分别为 16.17 亿元与 17.78 亿元，同比分别增长 18.8%与 44.2%。内销与出口分别为 23.25 亿元与 10.90 亿元，同比分别增长 30.9%与 31.2%。一二季度收入分别为 19.17 亿元与 15.62 亿元，同比分别增长 35.9%与 27.2%。SEB 关联采购 7.08 亿元，同比增长 47%，其中小电增长约 140%，炊具 20%-25%。
- 综合毛利率 28.2%同比下降 0.7 个百分点，主要受原材料影响。炊具与电器毛利率分别下降 1.0 与 0.2 个百分点，其中炒锅下降 3.6 个百分点因促销加大。内销与出口分别下降 0.4 与 1.2 个百分点，受汇率负面影响。需要关注的是，电锅类产品毛利率同比提升 0.3 个百分点，收入增长亦达 46.0%，得益于创新产品拉动内销景气与定价能力。
- 营业管理费用率分别下降 0.3 与 0.7 个百分点。财务费用增加源于汇兑损失。应收账款增量较大，存货较年初明显回落，但应付项目也较年初回落。经营现金流 0.70 亿元，同比有所好转。
- 净利率 7.3%同比持平，剔除主营税金影响提升 0.5 个点，得益于费用率下降。内销净利率提升。归母净利率 6.6%同比下降 0.2 个点，因武汉与滨江持股 75%。炊具净利率约 7.9%同比提升 0.5 个点，其中武汉（内销）提升 1.7 个百分点、玉环（出口）下降 1.0 个百分点，受出口毛利率下降与汇兑损益等影响；小电净利率约 6.1%同比微降 0.1 个百分点，其中滨江提升 1.9 个百分点、绍兴下降 1.1 个百分点。
- 公司预计 1-9 月归母净利润同比增长 0%-30%。我们维持 2011-2013 年 EPS 0.92 元、1.18 元与 1.47 元的预测，维持“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,116	5,622	7,272	9,258	11,605
(+/-)%	13.6%	36.6%	29.4%	27.3%	25.4%
经营利润 (EBIT)	415	508	701	898	1,124
(+/-)%	23.5%	22.3%	38.0%	28.2%	25.2%
净利润	310	404	530	683	850
(+/-)%	31.3%	30.1%	31.3%	28.9%	24.4%
每股净收益 (元)	0.54	0.70	0.92	1.18	1.47
每股股利 (元)	0.20	0.28	0.37	0.47	0.59

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	10.1%	9.0%	9.6%	9.7%	9.7%
市盈率	42.5	32.7	24.9	19.3	15.5
股息率 (%)	0.9%	1.2%	1.6%	2.1%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：29.60

上次预测：30.00

当前价格：22.85

2011.09.05

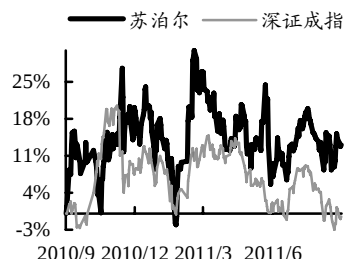
交易数据

52 周内股价区间 (元)	19.16-29.04
总市值 (百万元)	13,190
总股本/流通 A 股 (百万股)	577/429
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	74%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,523
每股净资产	4.37
市净率	5.2
资产负债率	29%

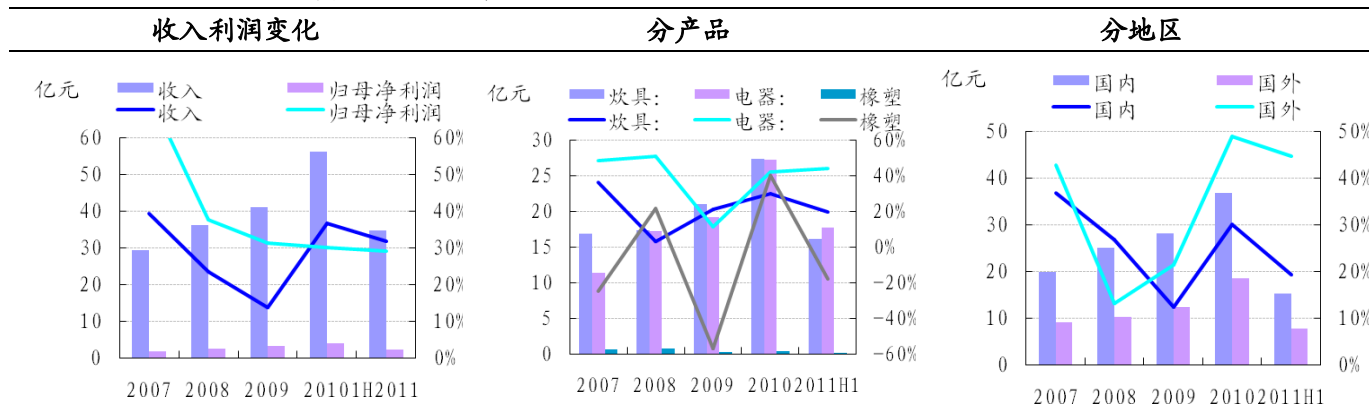
52 周内股价走势图



相关报告

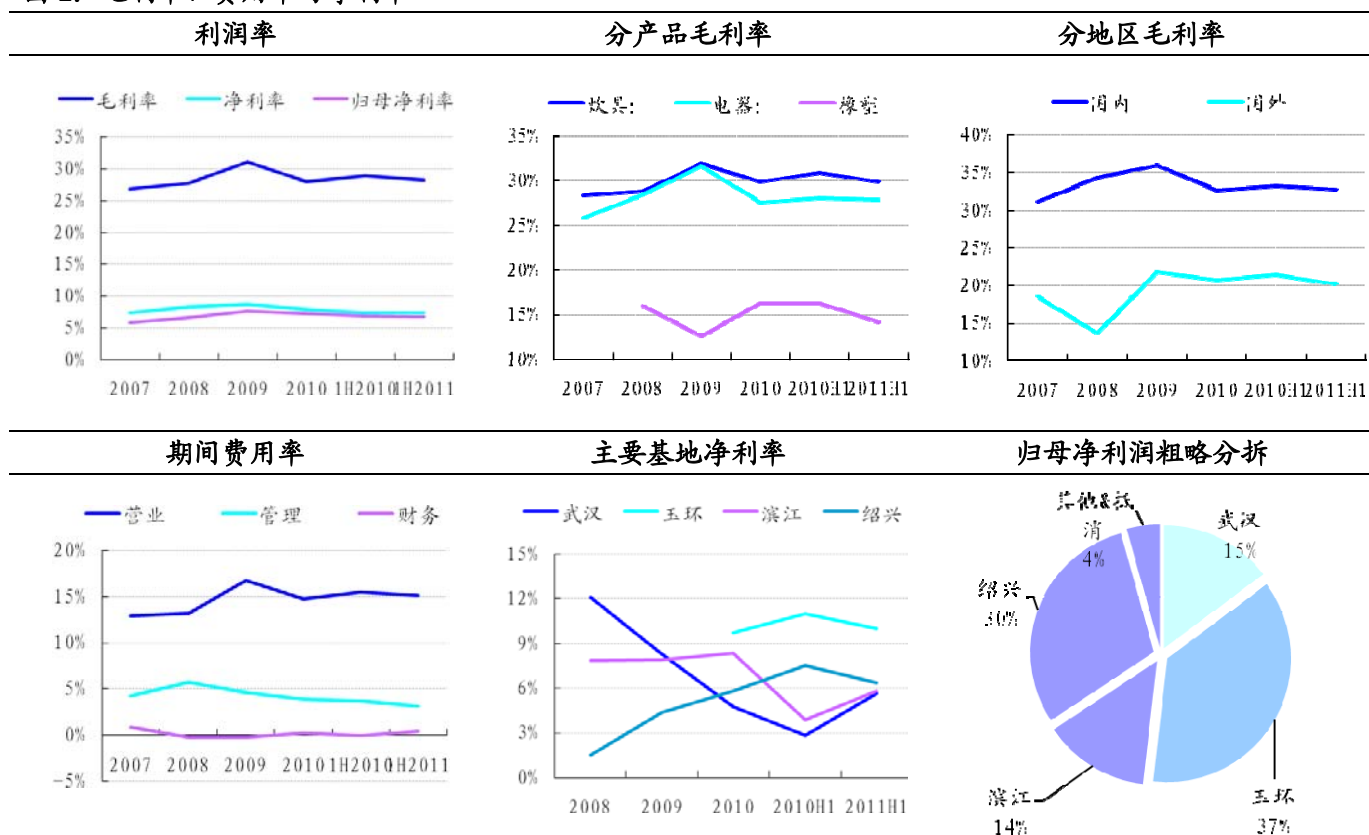
《经营策略稳步推进，业绩符合预期》	2011.04.25
《大股东支持下的创新模式+渠道拓展》	2011.03.28
《SEB 集团溢价增持，看好长期成长》	2011.02.16
《强调增长模式的确定性和持续性》	2010.11.23
《基数提升后仍有较高增长》	2010.10.20

图 1: 苏泊尔收入利润增长较为稳定均衡



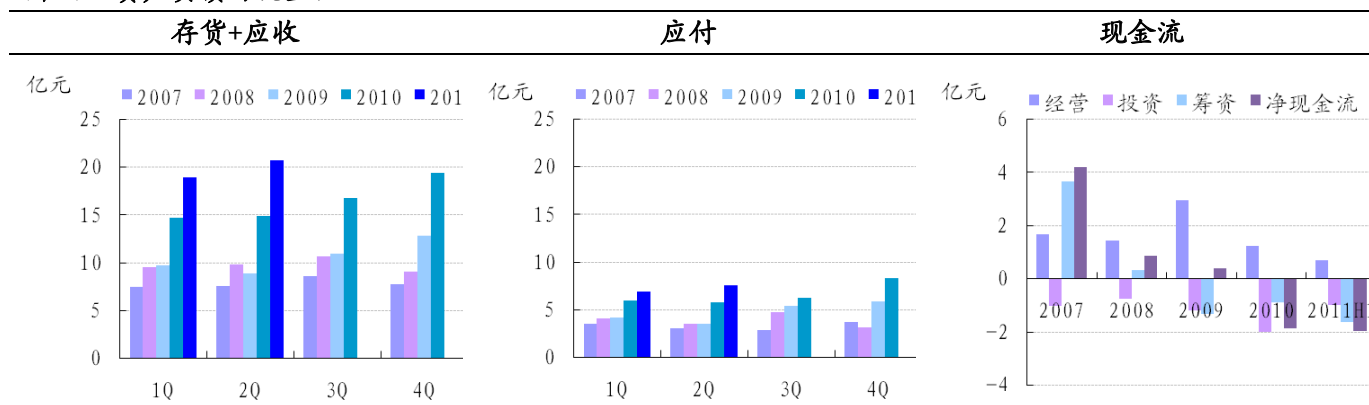
数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 毛利率、费用率与净利率



数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 资产负债与现金流



数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		