



苏泊尔 (002032)

公司点评 研究报告

维持“推荐”评级

2012-02-22

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 徐 春 (8621) 68751711 xuchun@cjsc.com.cn

四季度增速依旧，“锰超标”事件不改长期增长趋势

事件描述

苏泊尔今日发布其 2011 年度业绩快报，主要内容如下：

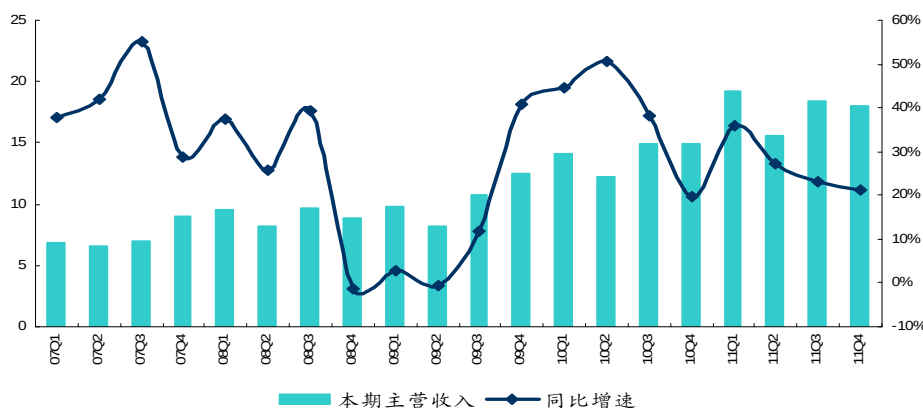
- 公司全年预计实现营业收入 71.26 亿元，同比增长 26.74%；实现营业利润 5.94 亿元，同比增长 19.18%；实现归属于母公司所有者的净利润 4.76 亿元，同比增长 17.72%；公司全年实现 EPS 0.824 元，其中第四季度实现 EPS 0.213 元，同比增长 5.92%；
- 我们预计公司 12、13 年 EPS 分别为 0.949、1.148 元，对应目前股价 PE 分别为 16.81 及 13.90 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一、公司全年主营同比增长 26.74%，其中四季度同比增速达 21.09%

据公司 2011 年度业绩预告披露，公司全年实现营业收入 71.26 亿元，同比增长 26.74%，其中四季度实现营业收入 18.05 亿元，同比增速为 21.09%；考虑到四季度“锰超标”事件对公司品牌形象造成的负面影响，公司单季度主营仍能维持稳定增长且略超市场预期实属不易。

图 1：公司全年主营同比增长 26.74%，其中四季度同比增速达 21.09%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

使得公司报告期内主营收入稳定增长的原因主要在于以下几个方面：第一，公司新推产品逐步受到消费者认可，电器产品收入增长较快，11 年同比增速达到 38.03%，有效的推动了公司主营的稳步增长，据统计，11 年 11 月份公司销售较好的电磁炉、电饭煲产品零售量市场份额较去年同期分别提升了 2.95 及 2.59 个百分点；第二，持续受益于 SEB

出口订单的转移；公司在 11 年全球宏观经济不景气的背景下其与 SEB 集团及其关联方销售额仍获得了较快增长，且由于加快了对公司炊具及小家电方面订单的转移速度，截至 11 年 11 月 SEB 与公司即已完成原先预计的关联交易金额，全年炊具及小家电关联交易总金额超出预期约 1.55 亿元；第三，公司在产品推陈出新之余还积极拓展渠道，沃尔玛、家乐福、苏宁、国美等 KA 渠道覆盖率不断提升，同时公司持续关注三四级市场的开发，不断完善传统经销商分销网络，在加快渠道扁平化建设的同时还加强在县、镇级的网点建设，提升苏泊尔产品在三四级市场的占有率。

表 1：公司电磁炉市场份额明显提升（11 月数据）

报告期	品牌	零售量份额	零售额份额
11 年 11 月	美的	41.52%	44.05%
	苏泊尔	15.48%	16.59%
	九阳	16.38%	15.76%
	爱仕达	1.78%	1.27%
10 年 11 月	美的	43.89%	45.35%
	苏泊尔	12.53%	14.14%
	九阳	14.68%	14.04%
	爱仕达	0.40%	0.35%

资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

表 2：公司电饭煲市场份额提升也较为明显（11 月数据）

报告期	品牌	零售量份额	零售额份额
11 年 11 月	美的	39.54%	-
	苏泊尔	22.39%	42.41%
	九阳	4.53%	0.54%
	爱仕达	0.79%	0.19%
10 年 11 月	美的	42.06%	-
	苏泊尔	19.80%	44.98%
	九阳	0.86%	0.33%
	爱仕达	0.44%	0.35%

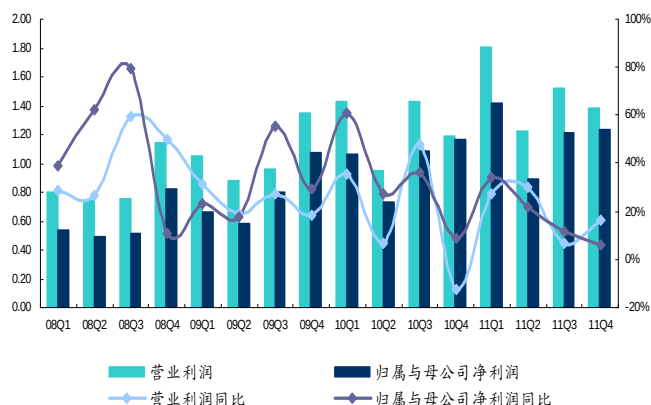
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

即便在去年四季度公司因“锰超标”事件对品牌造成较大的负面影响，但公司四季度单季度主营增速仍表现客观，这一方面表明表明“锰超标”事件对公司终端销售影响较小，另一方面也是公司为应对品牌危机积极促销的结果。且从中怡康统计的 11 月份终端数据看，11 月份公司电磁炉及电饭煲市场份额均较去年同期有明显提升。

第二、四季度盈利能力同比略有下滑，但环比仍有改善

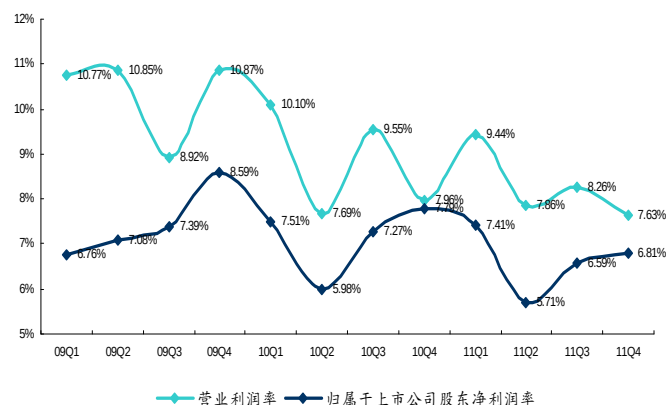
公司全年共实现营业利润 5.94 亿元，同比增长 19.18%；实现归属于母公司所有者净利润为 4.76 亿元，同比增长 17.72%。公司营业利润增速明显低于主营增速，主要原因在于以下两个方面：第一，人民币升值导致出口收入有所减少，而铝锭、不锈钢等原材料价格上涨也使得公司盈利能力有所下滑；第二，外商投资企业税收政策变化导致营业税金及附加较去年同期增长 301.94%。分季度看，四季度公司实现营业利润 1.38 亿元，同比增长 16.04%；实现归属于母公司所有者净利润 1.23 亿元，同比增长 5.92%，业绩增速环比下降较为明显。

图 2：公司营业利润及净利润增速略低于主营增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：归属于母公司所有者净利润率环比持续改善



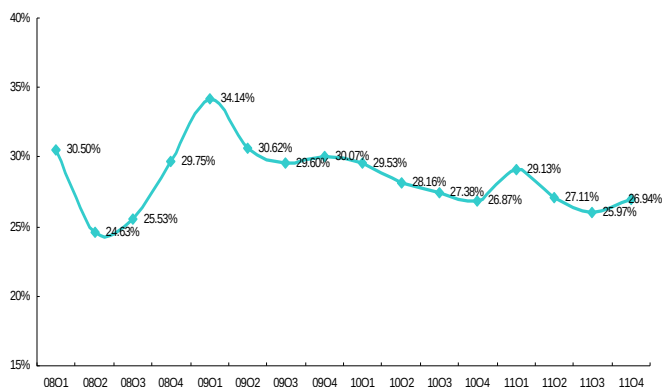
资料来源：Wind，长江证券研究部

从盈利能力上看，四季度公司营业利润率为 7.63%，与去年同期的 7.96% 相比基本持平，环比来看略有下滑；四季度公司归属于上市公司股东的净利润率为 6.81%，虽较去年四季度的 7.79% 有一定下滑，但环比仍有小幅改善。

第三、四季度毛利率环比仍有改善，费用率处于较低水平

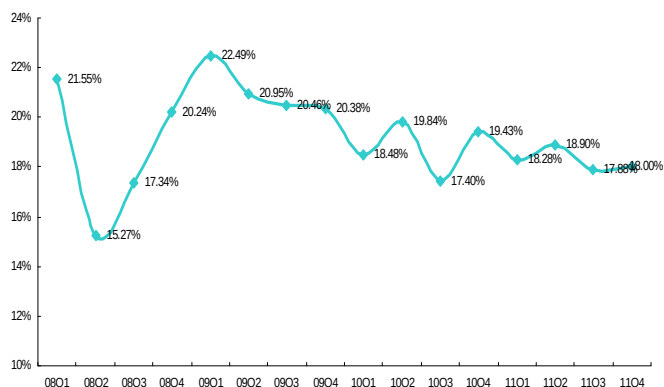
受行业竞争加剧、原材料成本上涨及出口占比提升等因素影响，11年公司整体毛利率水平较去年同期约下滑0.65个百分点，全年毛利率预计在27.31%左右，据此我们推断出四季度公司毛利率水平为26.94%；同时我们依据全年销售费用增长28.46%、财务费用增长118.76%两个预披露数据，谨慎推断出四季度公司费用率水平大致在18.00%左右。

图 4：全年毛利率较去年同期下滑约 0.65 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：目前公司综合费用率处于较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

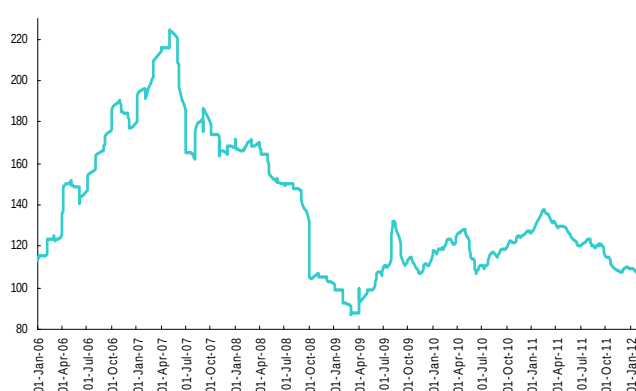
此前铝、不锈钢价格的大幅上涨使得公司原材料成本压力较大，但11年年中以来国内铝、不锈钢价格指数大幅下滑，且跌幅已较为可观，且目前仍处于下行通道，考虑到随着原材料价格下滑逐步传导至终端，公司因具有较强定价能力未来毛利率水平仍有一定的改善空间。

图 6：11 年 7 月以来上海有色铝价格指数跌幅较大



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：11 年 3 月以来国内不锈钢价格指数有所下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第四，“锰超标”事件不改长期增长趋势，维持“推荐”评级

2012年2月16日，央视焦点访谈栏目对公司下属的武汉苏泊尔炊具有限公司部分不锈钢炊具产品进行了相关负面报道，与上次影响力度不同，此次苏泊尔事件短期内或将对苏泊尔产品的销售造成一定的负面影响；且从消费者角度看，其更倾向于接受媒体第三方信息而非公司公告的概率更大，同时购买苏泊尔品牌的消费者均属于偏高端层次信息接受者，媒体多次披露的负面信息对其影响力近期或将难以消除，公司一季度业绩难免将会受到较大负面影响。不过从长期看，随着公司负面信息影响力的逐步消退并考虑到国内中高端厨具可替代品牌较少，未来苏泊尔内销成长空间可观，长期投资价值依旧存在。我们预计公司12、13年EPS分别为0.949、1.148元，对应目前股价PE分别为16.81及13.90倍，维持“推荐”评级。



财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5622	7125	8481	10277	货币资金	742	1035	1402	1841
营业成本	4050	5179	6200	7533	交易性金融资产	9	9	9	9
毛利	1572	1946	2281	2744	应收账款	496	629	749	907
% 营业收入	28.0%	27.3%	26.9%	26.7%	存货	1066	1363	1632	1983
营业税金及附加	11	14	17	20	预付账款	100	128	153	186
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	1	1	1	2
销售费用	828	1065	1264	1521	流动资产合计	2825	3686	4566	5679
% 营业收入	14.7%	15.0%	14.9%	14.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	216	271	314	370	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	10	-3	-4	-6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	837	796	744	659
资产减值损失	11	3	3	4	无形资产	237	226	214	204
公允价值变动收益	-8	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	10	0	0	0	递延所得税资产	30	0	0	1
营业利润	498	596	689	835	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	8.4%	8.1%	8.1%	资产总计	3930	4709	5525	6543
营业外收支	26	20	22	25	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	524	616	711	860	应付款项	830	1061	1270	1543
% 营业收入	9.3%	8.6%	8.4%	8.4%	预收账款	175	222	264	320
所得税费用	81	95	110	133	应付职工薪酬	147	188	225	273
净利润	443	521	601	727	应交税费	10	12	13	16
归属于母公司所有者					其他流动负债	32	40	48	58
的净利润	403.9	474.8	547.9	662.8	流动负债合计	1193	1523	1821	2211
少数股东损益	39	46	53	64	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.70	0.82	0.95	1.15	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	124	482	580	656	负债合计	1194	1523	1821	2211
取得投资收益	10	0	0	0	归属于母公司	2460	2864	3330	3893
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	276	322	375	439
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2737	3186	3705	4332
固定资产投资	-243	-121	-135	-123	负债及股东权益	3930	4709	5525	6543
其他	42	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-201	-121	-135	-123		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.700	0.823	0.949	1.148
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.26	4.96	5.77	6.74
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	22.81	19.40	16.81	13.90
筹资成本	89	-68	-78	-94	PEG	1.27	1.08	0.94	0.77
其他	-178	0	0	0	PB	3.74	3.22	2.77	2.37
筹资活动现金流净额	-89	-68	-78	-94	EV/EBITDA	14.66	10.66	8.85	7.04
现金净流量	-166	293	367	439	ROE	16.4%	16.6%	16.5%	17.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。