

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

订单转移确保公司 2013 年高确定性增长

苏泊尔(002032)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(维持)

发布日期: 2012-12-14

报告关键要素:

2012年公司受宏观环境影响,业绩有所下滑,预计未来三年SEB小家电订单转移将是业绩主要驱动因素,公司有望保持15%-20%增速,高于行业平均增速。由于订单转移风险小于市场开拓,而技术转移风险小于独立研发,公司运营风险小于行业平均。今年四季度与明年一季度公司有望迎来业绩拐点,恢复同比正增长。

事件:

- 近期我们调研了公司,与公司董秘叶总就公司运营情况做了交流。

点评:

- **运营平稳,小家电内销与炊具出口业务正在恢复。**公司主营业务为小家电与炊具的生产与销售。2012年小家电出口与炊具内销实现较快增长,小家电内销与炊具出口业务受宏观经济影响,前三个季度出现负增长,进入四季度后小家电内销同比降幅收窄,炊具出口业务也已恢复至与去年持平。
- **毛利率改善。**2012年公司毛利率水平有所改善,不锈钢等原材料价格处于低位与劳动生产率提升是毛利率改善主要原因,经测算公司的劳动生产率水平高出行业平均一倍多,针对当前处于底部的不锈钢价格公司也已做了部分原材料价格锁定,预计2013年上半年原材料成本可控。
- **小家电业务将是公司未来看点。**小家电业务将是公司未来看点,小家电出口未来3-5年将受益于SEB订单转移,而小家电内销业务将受益于三、四级城镇家庭小家电保有量的上升。
 - ◆ 公司2011年小家电OEM出口实现营收约4个亿,2012年小家电OEM出口有望同比增长50%,实现营收约6个亿,OEM订单主要来自其控股公司SEB。
 - ◆ SEB目前在国内OEM订单量约40-50亿人民币,保守估计小家电订单量超过20亿人民币。今年,除其中6个亿由公司接单外,其他订单都由国内其他小家电公司接单,若未来3-5年逐步转移至公司,公司小家电OEM出口业务增幅将非常可观,在沟通中公司证实未来SEB小家电订单转移的原则为:相关小家电品类产品大批量生产的条件成熟,SEB即转移该品类订单,且将遵守OEM产品18%的毛利率承诺。
 - ◆ 中怡康数据显示2012年前三季度小家电内销出现下滑,大部分品类的小家电内销出货量下滑幅度在5%-15%,进入四季度后降幅有所收窄,公司全年小家电内销收入同比可能下降0-5%,好于行业平均水平。
 - ◆ 公司市场调研显示,目前全国一二线城市家庭数约为8000万户,其主流小家电产品普及率接近60%,新增需求有所放缓;而国内三、四级城镇家庭数约有1个亿,其主流小家电普及率仅有20-30%,未来三四级城镇家庭小家电需求有望保持较高增长,并驱动主要小家电内销保持二位数增长,预计内销市场的自然增长与新品类的拓展将是小家电内销业务主要驱

动力。

- ◆ 新品类小家电也是小家电业务看点之一。目前,电饭煲、电磁炉等5大小家电品类市场已相对成熟,市场格局基本稳定,短期内难有突破。因此公司正在积极布局小家电新品类,如电蒸锅、电炖锅、面包机等,其中电蒸锅与面包机核心技术来自于SEB,公司认为上述产品市场内主要竞争对手品牌与渠道均较弱,公司有机会在上述市场取得领先优势。
- ◆ SEB订单转移之后公司小家电规模优势将非常显著,以电水壶为例,未来2-3年,SEB有望在公司每年以OEM模式订购500-1000万台,公司预计每年国内市场销售也有望达到500万台,公司每年总销量有望达到1000-1500万台,其规模有望使公司在这一品类中获得较强的竞争优势,该逻辑在其他小家电品类中也存在。
- **炊具业务内销表现出色,外销恢复。**公司炊具内销业务逆市增长,表现远好于行业平均,出口业务受海外需求不振,2012年上半年出现下滑,三季度降幅有所收窄,预计四季度炊具出口有望于去年同期持平。
 - ◆ 2012年前三季度,炊具行业国内市场出货同比下降约5%,但公司表现好于行业平均,预计2012年公司炊具内销能保持二位数增长。
 - ◆ 2012年,炊具出口中SEB订单相对稳定,但非SEB订单有所下滑。2011年圣诞节,北美炊具消费低于预期,部分OEM客户渠道库存较大,导致今年上半年非SEB客户OEM订单量有所下滑,三季度该降幅有所收窄,进入四季度后非SEB客户OEM订单量基本恢复至去年同期水平。预计2013年,炊具出口业务将与海外市场需求保持同步增长。
- **三四级市场是未来开拓重点。**由于城镇市场小家电与品牌厨具市场空间巨大,公司将三四级市场拓展作为工作重点,渠道下沉与适合三四级市场产品开发均已取得进展,预计未来三四级市场的营收贡献占内销之比将由目前的30%+提升至40%+。
 - ◆ 公司三四级市场渠道下沉模式主要有三种:1、随连锁超市渠道下沉向小城镇市场渗透;2、鼓励经销商加强三四级市场分销、渗透;3、加强已完成布局的“苏泊尔生活馆”经营能力,并将生活馆的职能由展示、零售拓展到分销、批发业务。截止目前,公司在农村的销售网点已超过20000家,苏泊尔生活馆也已超过1000家。
 - ◆ 适合三四级市场的产品、价格策略也已完善,公司通过降低非核心零配件成本,研发一批核心功能相同,但生产成本更低的低端产品,此类产品的零售市场定价策略为略高于二、三线品牌产品,希望凭借公司品牌优势将能有效争夺三四级市场份额。公司预计此类产品毛利率较低,但由于三四级市场渠道费用较少,整体净利率水平并不会下降。
- **线上业务正在布局。**今年年初公司成立网购事业部,布局线上市场。目前公司网上销售额约占内销的6%-7%,部分小众产品(如面包机)仅通过网店销售,下一阶段公司还将开发适合网购的产品系列。
- **技术转移有效降低公司研发风险。**现阶段SEB的技术转移是公司产品开发最主要的技术支持,前期较为成功的红点炒锅、以及即将推向市场的电蒸锅、高压快锅等产品均来自SEB成熟技术。公司则支付营业收入的3%作为技术使用费。3%-4%是海外白电企业研发投入的平均水平,而技术转移模式有效降低了公司研发风险,缩短公司产品开发周期,使公司运营风险降低。
- **产能拓展有规划。**公司绍兴基地与武汉基地一二期产能已建成投产现阶段产能能满足公司需要,但未来随着小家电业务成长,公司预计现有产能可能于2年前饱和。今年10月公司公告竞拍购得武汉440亩土地50年使用权,为未来拓展产能,建设武汉基地三期项目完成土地储备。

- **给予公司买入的评级。**预测公司2012年每股收益0.74元，2013年每股收益0.86元，对应动态市盈率分别为13.99倍和12.03倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1、二股东减持；2、苏泊尔集团开拓的苏泊尔品牌其他产品质量问题导致的品牌风险；3、SEB业务出现严重问题

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	31.71	33.59	38.94	45.10	营业收入	71.26	69.82	77.21	87.37
现金	5.75	9.41	12.16	14.60	营业成本	51.78	50.62	56.36	64.03
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.44	0.42	0.46	0.52
应收票据	7.89	5.59	6.18	6.99	销售费用	10.61	10.96	11.58	12.67
应收款项	6.88	7.33	8.03	9.08	管理费用	2.13	2.44	2.32	2.62
存货	10.30	10.12	11.16	12.68	财务费用	0.24	-0.11	-0.16	-0.20
其他	0.89	1.14	1.42	1.74	资产减值损失	0.32	0.00	0.19	0.22
非流动资产	12.21	12.40	11.54	10.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.20	0.00	0.00	0.04
固定资产	8.69	8.70	8.30	7.76	营业利润	5.93	5.49	6.45	7.54
无形资产	2.35	2.93	2.79	2.65	营业外收入	0.40	0.14	0.00	0.00
其他	1.17	0.76	0.46	0.40	营业外支出	0.12	0.08	0.00	0.00
资产总计	43.92	45.99	50.49	55.91	利润总额	6.20	5.55	6.45	7.54
流动负债	12.98	11.87	12.79	14.01	所得税	0.95	0.83	0.97	1.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	5.25	4.72	5.48	6.41
应付帐款	8.81	7.59	8.45	9.61	少数股东权益	0.49	0.42	0.49	0.58
预收帐款	2.01	2.01	2.01	2.01	归属母公司净利润	4.76	4.29	4.99	5.83
其他	2.16	2.26	2.32	2.40	EPS (元)	0.82	0.74	0.86	1.01
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	12.98	11.87	12.79	14.01	每股收益	0.82	0.74	0.86	1.01
股本	5.77	5.77	5.77	5.77	每股经营现金	-0.21	0.63	0.46	0.40
资本公积金	7.07	7.07	7.07	7.07	每股净资产	4.83	5.28	5.79	6.40
未分配利润	14.16	16.74	19.73	23.23	增长率				
少数股东权益	3.26	3.68	4.17	4.75	营业收入增长率	26.74%	-2.02%	10.58%	13.16%
母公司所有者权益	27.88	30.45	33.45	36.94	营业利润增长率	19.04%	-7.45%	17.59%	16.85%
负债及权益合计	43.92	46.00	50.40	55.71	净利润增长率	17.75%	-9.79%	16.31%	16.85%
现金流量表					获利能力				
(亿元)					毛利率	27.34%	27.50%	27.00%	26.71%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	6.68%	6.15%	6.46%	6.68%
经营活动现金流	2.19	6.17	4.69	4.62	ROE	17.06%	14.09%	14.92%	15.79%
净利润	5.25	4.72	5.48	6.41	ROIC	16.86%	14.71%	16.53%	17.89%
资产减值准备	0.32	0.00	0.19	0.22	偿债能力				
折旧摊销	0.83	0.90	0.92	0.93	资产负债率	28.22%	23.55%	22.95%	22.72%
财务费用	0.24	-0.11	-0.16	-0.20					

投资收益	0.20	0.00	0.00	0.04	流动比率	2.44	2.83	3.05	3.22
营运资金变动	0.00	0.67	-1.74	-2.70	速动比率	1.65	1.98	2.17	2.31
投资活动现金流	-1.78	-0.94	-0.20	-0.16	营运能力				
资本支出	0.00	-0.94	-0.20	-0.20	资产周转率	1.71	1.55	1.60	1.65
其他投资	-1.78	0.00	0.00	0.04	存货周转率	4.86	4.89	5.27	5.32
筹资活动现金流	-1.62	-1.60	-1.83	-2.13	应收帐款周转率	12.90	10.40	10.56	10.72
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-1.62	-1.60	-1.83	-2.13	PE	12.68	13.99	12.03	10.29
现金净增加额	-1.20	3.62	2.66	2.33	PB	2.15	1.97	1.80	1.62

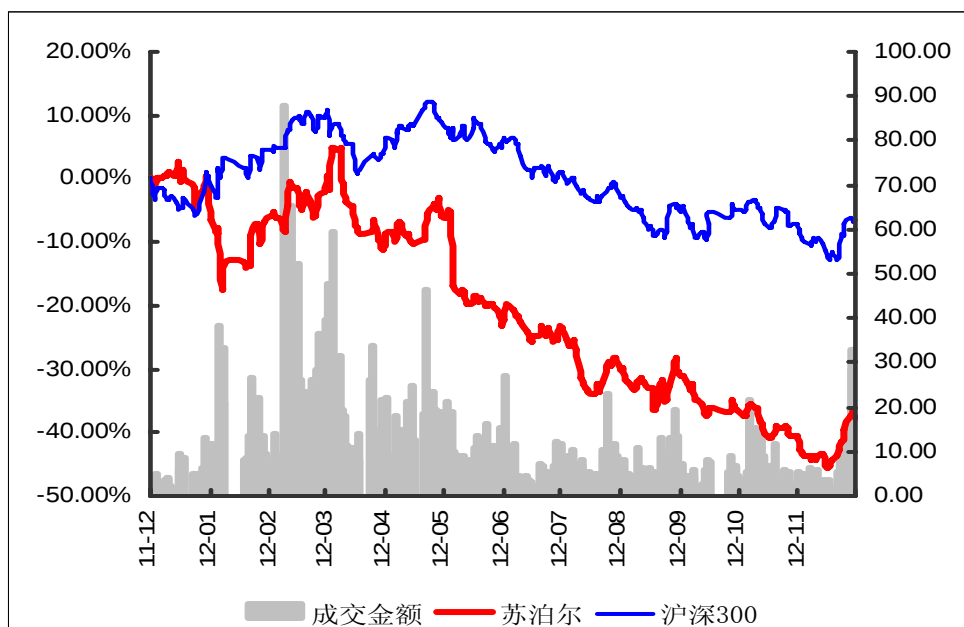
市场数据 (2012-12-012)

收盘价 (元)	10.40
一年内最高/最低 (元)	18.44/9.20
沪深300指数	2246.76
市净率 (倍)	2.21
流通市值 (亿元)	34.91

基础数据 (2012-09-30)

每股净资产 (元)	4.56
每股经营现金流 (元)	1.11
毛利率 (%)	28.59
净资产收益率 (%)	11.51
资产负债率 (%)	28.0428.04
总股本/流通股 (万股)	63737.43/34630.54
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。