

苏泊尔（002032）：业绩稳定增长的小家电龙头

增持（维持）

家电行业

当前股价：13.85 元

报告日期：2009 年 2 月 12 日

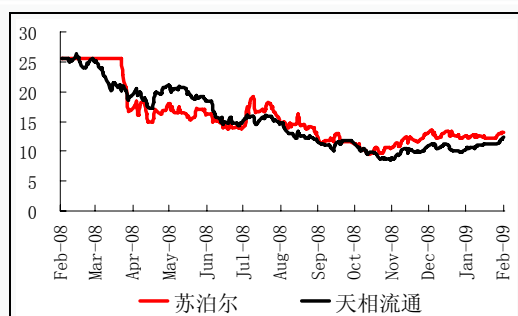
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,934	3,778	4,584	6,270
(+/-)	39.4%	28.8%	21.3%	36.8%
营业利润	244	353	417	551
(+/-)	62.0%	44.5%	18.2%	32.1%
归属于母公司 的净利润	172	232	275	348
(+/-)	72.0%	35.1%	18.4%	26.5%
每股收益（元）	0.40	0.54	0.64	0.81
市盈率（倍）	35	26	22	17

公司基本情况（2008 年 09 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	44,404/9,857
流通市值（亿元）	11.94
每股净资产（元）	4.15
资产负债率（%）	23.19

股价表现（最近一年）



天相科技资讯组：

联系人：邹高

010-66045448

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司主营压力锅、电磁炉、电饭煲等炊具和小家电产品，主要产品市场份额均位居行业前三。公司已经成为国内炊具、家电行业领先品牌，具有较强的竞争力。
- **炊具和小家电行业增长前景明确。**我国炊具行业已进入成熟阶段，需求较为刚性，未来几年销量有望保持稳定。部分小家电产品已经成为生活必需品，消费者对其价格敏感性较低，销售受经济波动影响较小，具有一定抗经济波动的特征，随着人们消费能力的提高，在消费升级和普及率快速提升推动下，小家电产品未来几年销量有望保持年均8%的增长。
- **SEB控股公司提升企业盈利能力。**持有上市公司51.31%股权的法国小家电巨头SEB拥有雄厚的技术实力、丰富的产品线及遍布全球的销售渠道。通过整合有助于提升公司综合实力，丰富产品种类，推动公司从产品设计和创新差异化竞争中胜出，分享小家电行业的快速成长带来的业绩快速提升。同时依托SEB大量订单转移，公司出口额有望保持80%左右的增长。2008年上半年公司出口收入占营业收入比为30%，其中来自SEB订单收入同比增长200%，占出口收入比达63%。由于SEB转移给公司的订单仅占其在中国采购额的25%左右，公司有望获得SEB亚太市场及其他地区的订单，出口增长前景明确。SEB订单毛利率固定为18%，保障了出口产品盈利能力。
- **公司业绩增长明确。**公司炊具产品收入有望保持年均5%左右的稳定增长；2008年上半年占营业收入51%的小家电收入同比增长71%，延续了高增长势头。公司通过不断推出新产品，实现竞争力和市场份额的不断提高，从而享受到行业的快速增长，小家电业务收入未来几年有望保持40%左右的增长，成为公司的重要利润来源。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司2008-2010年每股收益分别为0.54元、0.64元和0.81元，对应动态市盈率为26倍、22倍和17倍，由于公司拥有较高的成长性，维持“增持”评级。
- **风险提示：**SEB对公司业务、管理进一步整合效果低于预期；SEB向公司转移订单量低于预期。

正文目录

1. 公司基本情况	3
2. 小家电行业蓬勃发展	3
2.1 炊具行业进入平稳增长期	3
2.2. 小家电市场快速增长，出口面临调整	4
2.3 更新需求和普及率的提升推动国内市场快速增长	4
3. 主营业务分析	5
3.1 收入和利润分析	5
3.2 出口市场增长前景明确	6
3.3 原材料价格下跌提升公司盈利能力	8
4. 公司财务分析	8
5. 盈利预测	9
5.1 盈利预测	9
6. 公司估值和投资建议	10
7. 风险揭示	11

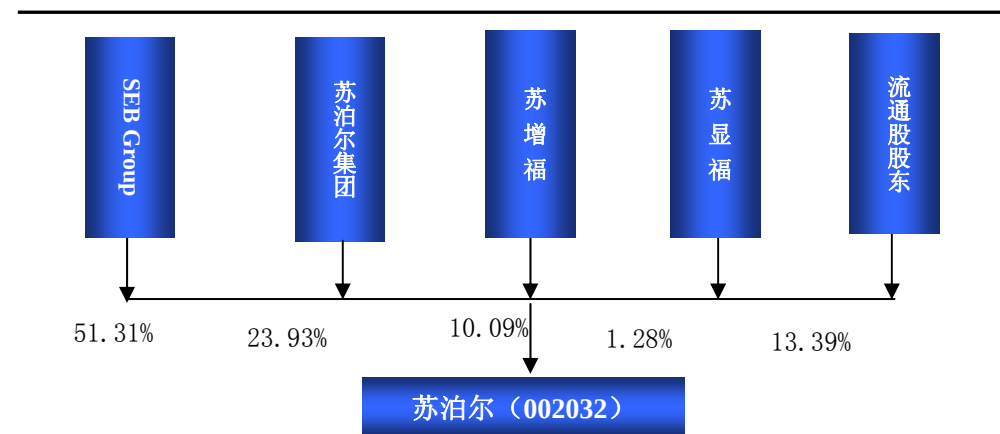
图表目录

图表 1 公司控股股东情况	3
图表 2 2008 年 9 月底中国城镇居民每百户家庭主要家电保有量	4
图表 3 中国小家电市场需求情况	4
图表 4 公司分产品零售市场份额	5
图表 5 2003~2008 年分产品收入及利润（单位：百万元）	6
图表 6 苏泊尔收入及净利润增速情况	6
图表 7 2004~2008 年国内、外销售产品收入及利润（单位：百万）	7
图表 8 SEB 收入地区构成（单位：百万欧元）	7
图表 9 公司主要产品产能扩张情况	7
图表 10 钢、铝等原材料价格变化情况	8
图表 11 期间费用率控制较好	9
图表 12 偿债能力较强	9
图表 13 盈利预测表	9
图表 16 家电类上市公司估值指标比较（单位：元、倍）	10

1. 公司基本情况

公司于 2004 年 8 月于深市中小板上市。2007 年法国小家电巨头 SEB 通过要约收购，完成了对公司的控股，持有公司 51.31% 的股权，创始人苏增福家族为公司第二大股东，合计持有公司 35.3% 的股权。

图表1 公司控股股东情况



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

公司主要经营炊具和小家电，主要包括压力锅、电磁炉、电饭煲、电热水壶等产品，其中压力锅连续 10 年国内销量第一，电饭煲、电热水壶、电磁炉等产品国内销量位于行业前三。目前“苏泊尔”已经成为厨卫、炊具、家电行业领先品牌，具有较强的技术、品牌竞争力。

SEB 集团成立于 1857 年，通过在全球范围内持续收购区域性知名的品牌实现了国际化，同时通过积极创新取得内生性增长，成为世界级的炊具及小家电集团，2007 年实现销售收入 28.7 亿欧元，净利润 1.43 亿欧元。目前，SEB 旗下 9 项产品销量全球第一，拥有 6 个全球性品牌，14 个区域性品牌，是一个多品牌的全球小家电和炊具行业的龙头企业。

SEB 控股后，公司沿用原有品牌和管理团队，保障了经营和管理的持续和稳定。同时公司通过不断引进 SEB 新产品和研发能力，实现技术和品牌影响力的稳定提升，实现营业收入和净利润的快速增长。

2. 小家电行业蓬勃发展

2.1 炊具行业进入平稳增长期

近年来，在居民人均收入，城市化率不断提高的背景下，我国炊具行业一直保持较稳定的发展，销售额年均增长在 10%~15% 左右。2008 年以来，伴随着经济增速放缓和普及率的不断提高，炊具销售额增速有所放缓。炊具作为生活必需品，需求较为刚性，在经济下滑的背景下销量仍有望保持稳定。目前国内炊具行业正在经历由数量增长到质量提高、由价格竞争到产品和服务品质竞争的演变，竞争更为理性，市场集中度不断提高，行业龙头受益明显。

2.2. 小家电市场快速增长，出口面临调整

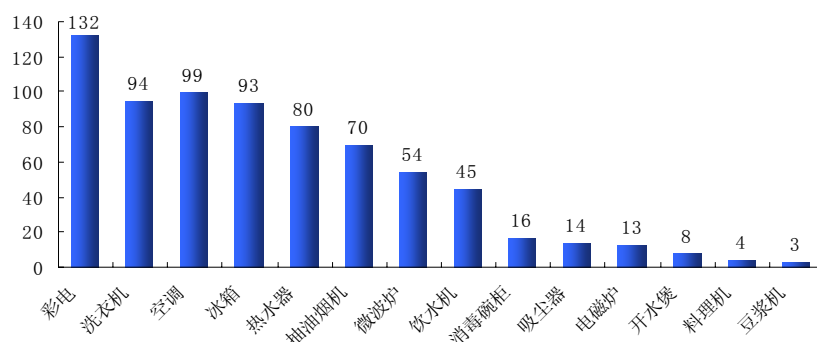
伴随着全球小家电产业转移，中国凭借劳动力成本、完整的产业链等优势，成为世界小家电制造中心。2007 年，我国小家电产量达到 8.38 亿台，同比增长 12.4%。我国小家电产品中 80%左右用于出口，2001—2007 年出口量年复合增长率超过 18%。

我国出口小家电产品主要销往美国、日本、欧洲等发达国家。次级债危机爆发后，欧美等国居民消费能力及消费意愿明显下滑，影响了我国小家电产品的出口，部分规模较小，抗风险能力弱的中小型小家电企业将被淘汰出局。长期来看，欧美等主要小家电消费市场存在稳定的更新和产品升级换代需求，在消费者愿意购买更多的小家电产品以提高生活的舒适度的推动下，高端市场发展迅速，小家电行业未来仍有较大的增长空间。中国小家电行业具有的人力成本优势、完整的配套产业链优势，其他国家或地区短期内难以取代，行业龙头企业出口经过寒冬后有望迎来新的发展机遇。

2.3 更新需求和普及率的提升推动国内市场快速增长

人们生活水平的提高和对生活质量的日益重视为我国的小家电行业提供了广阔的市场前景。欧美国家市场上小家电品种约为 200 种，中国不到 100 种；中国城镇家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，低于欧美每户 20-30 件的水平。目前大多数国内小家电产品处于市场的导入期，普及率远低于大家电产品，增长空间巨大。随着农村人均收入水平的提升以及生活质量的改善，农村市场需求前景巨大。

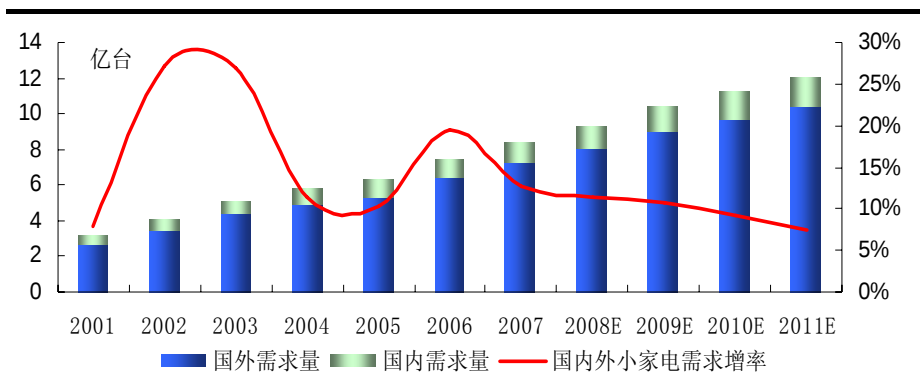
图表2 2008年9月底中国城镇居民每百户家庭主要家电保有量



资料来源：中经网 天相投资顾问有限公司

由于小家电产品价格相对较低，消费者对小家电价格敏感性较低；部分小家电产品如电饭煲等已经基本成为生活必需品，销售受经济波动影响较小。行业龙头企业通过不断挖掘消费需求，以新功能作为诉求，向消费者提供个性化的、多样化的新产品以推动小家电产品的销售，同时通过优化产品结构保持较高的毛利率水平。大多数如电压力锅、榨汁机等小家电产品仍处于导入期，随着居民生活水平提高和二三级城市及农村市场的启动，在国内普及率上升、更新换代和差异化需求的推动下，中国小家电市场有望保持快速增长，赛迪顾问预计未来几年我国销量有望保 8%左右的增长。

图表3 中国小家电市场需求情况



资料来源：赛迪顾问 天相投资顾问有限公司

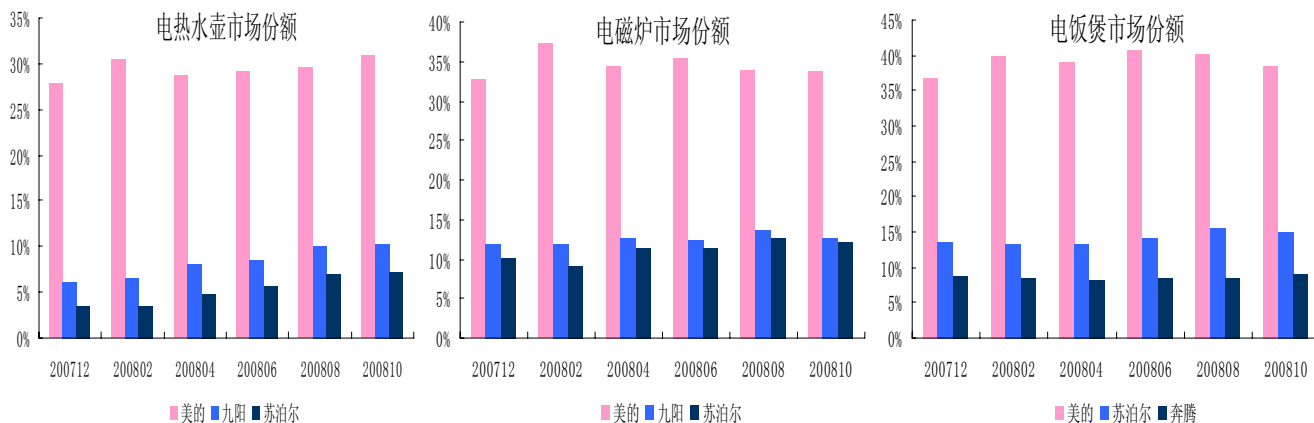
目前国产品牌占据了国内小家电市场的大部分份额，较为著名的企业有美的、苏泊尔、九阳股份、格兰士等。目前国内小家电行业内仍处于不断整合的阶段，部分具备自主开发能力、市场优势地位的企业逐步建立了竞争优势，在不断巩固细分产品优势地位的同时，积极向新兴产品拓展，实现市场份额和盈利能力的快速提升。

3. 主营业务分析

3.1 收入和利润分析

苏泊尔主营炊具、小家电产品，主要包括电磁炉、砂锅、电饭锅、压力锅等。其中压力锅连续 10 年国内销量第一，电饭煲、电热水壶、电磁炉等产品销量位于行业前三。公司具有较强的技术、品牌竞争力，已经成为厨卫、炊具、家电行业领先品牌。

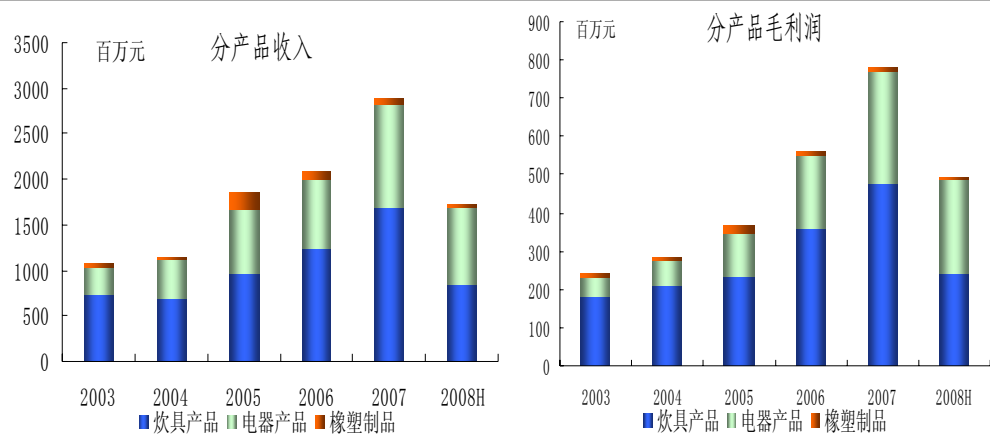
图表4 公司分产品零售市场份额



资料来源：中怡康、天相投资股份有限公司

2008 年上半年炊具和小家电收入占比分别为 48.9%、49.7%。炊具产品需求平稳, 为公司贡献稳定的现金流, 而小家电作为明星业务发展迅速, 收入占比不断提升, 成为公司最主要的收入来源。公司通过品牌和产品差异化竞争, 构筑了技术、品牌领先的核心竞争力, 主营业务收入稳定增长。SEB 控股后, SEB 技术、产品及国际销售渠道优势, 将进一步提升公司技术研发实力, 丰富小家电的产品种类, 公司在行业中的领先地位有望进一步巩固, 随着小家电行业市场规模的增长, 公司收入和净利润将保持快速增长。

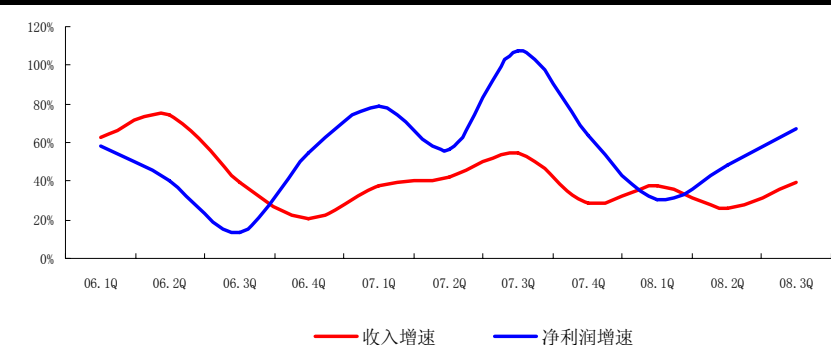
图表5 2003~2008年分产品收入及利润(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、天相投资股份有限公司

2008 年前 3 季度, 公司内外销业务都保持了稳定增长, 公司实现营业收入 27.3 亿元, 同比增长 34%, 归属母公司利润 1.53 亿元, 同比增长 47%。内销市场上, 公司通过积极研发新产品、开拓新市场, 使国内销售额及市场占有率稳中有升, 新推出的厨房大家电销售增长较快, 电器在整个销售中的占比继续提高; 同时出口 OEM 及 ODM 订单也实现了较快的增长。

图表6 苏泊尔收入及净利润增速情况



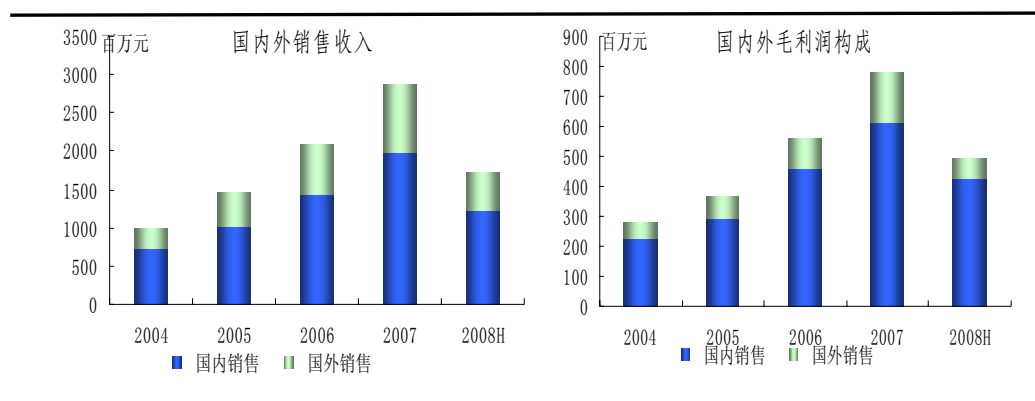
资料来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

3.2 出口市场增长前景明确

SEB 入主以后为公司带来更为广阔的国外市场需求, 依托 SEB 订单, 出口有望保持稳定增长。公司的海外订单来源可分为 SEB 以及其他客户。2008 上半年公司出口收入同比增长 15.9%, 出口收入占营业收入比例为 30%, 其中来自对 SEB 销售

收入占出口收入比达 63%。2008 年公司承接 SEB 订单仍以炊具为主，上半年来自 SEB 的订单同比增长 200%。公司有望逐步获得 SEB 亚太市场及其他地区的订单，未来几年出口额有望保持 80%左右的增长。

图表7 2004~2008年国内、外销售产品收入及利润（单位：百万）

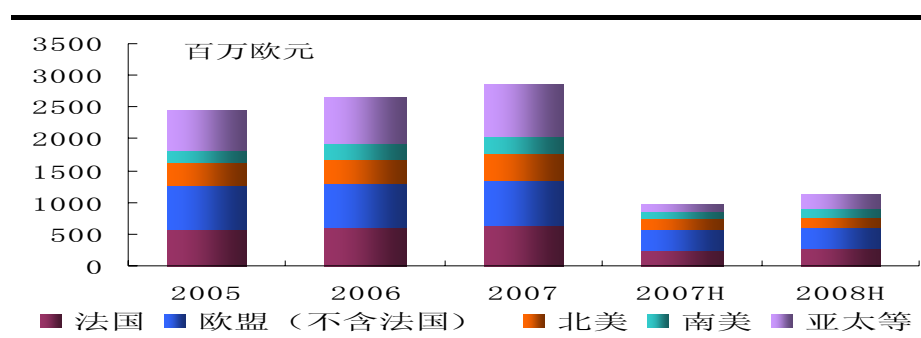


资料来源：公司公告、天相投资股份有限公司

2006 以来，SEB 欧美部分工厂进入停产关闭的程序，在全球经济放缓的情况下，产能转移有望加速。苏泊尔是 SEB 降低制造成本、开拓亚太市场的战略布局中的重要一环。由于 SEB 在中国及海外都有大量的采购，去工业化是其未来的发展趋势，SEB 将陆续向苏泊尔转移产能，经济的低迷将使得 SEB 向公司的转移的份额和速度都会加快。

目前 SEB 每年在中国采购的炊具、厨房电器产品约有 3 亿美元，而 2008 年转给公司 7500 万美元的订单仅占其国内采购额的 25%左右，预计 2009 年将增长 50-100%。由于 SEB 订单毛利率锁定在 18%，保障了公司盈利能力。

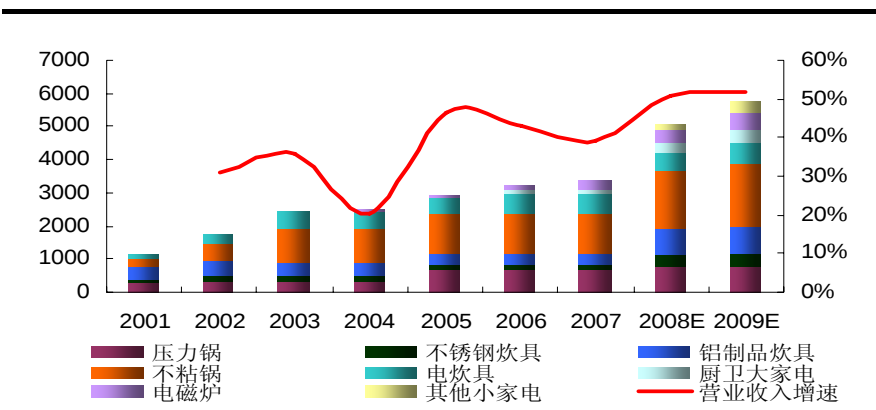
图表8 SEB收入地区构成（单位：百万欧元）



资料来源：公司公告、天相投资股份有限公司

公司绍兴年产 925 万套电器产品生产基地建设项目一期厂房已落成，将于 2009 年一季度投产。越南年产 790 万口炊具生产基地也已于 2008 年 4 月底正式投产使用，受制于产业链的问题，目前越南基地以炊具的生产为主，未来将更多地转向电器产品。武汉年产 800 万口不锈钢、铝制品及不粘锅生产线技改项目进度有所放缓，09 年将逐步投入建设。募集资金项目投产后将减轻公司面临的产能不足问题，为业绩扩张提供基本保障。

图表9 公司主要产品产能扩张情况

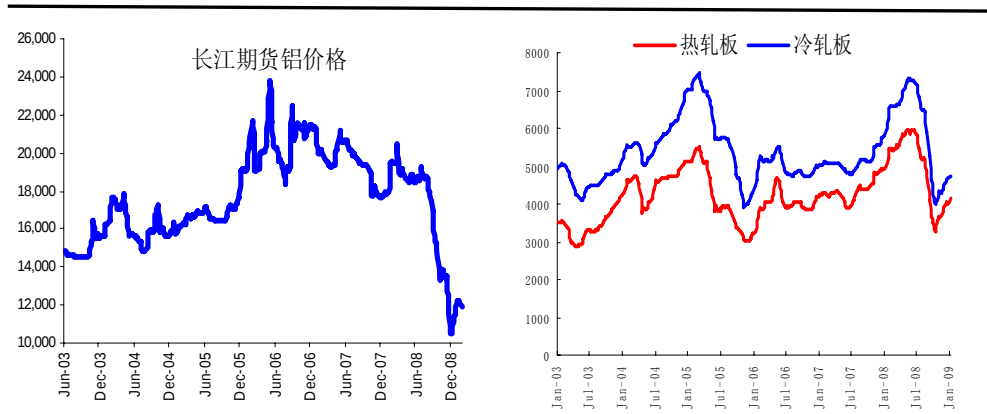


资料来源：公司公告、天相投资股份有限公司

3.3 原材料价格下跌提升公司盈利能力

前3季度公司综合毛利率27%，同比提高0.6个百分点，主要由于源于公司调整产品结构，也显示了公司作为小家电龙头品牌的定价能力。小家电产品原材料主要以铜件、铝及不锈钢配件为主，原材料成本占营业成本的比重为70-80%。2008年3季度以来主要原材料价格大幅下降，将有助于家电企业降低生产成本，在需求有所下滑的情况下保持较高的毛利率水平，也有助于企业制定具有弹性的价格策略。

图表10 钢、铝等原材料价格变化情况

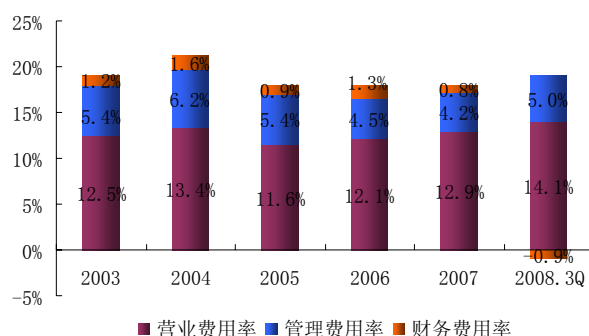


资料来源：Bloomberg、天相投资顾问有限公司

4. 公司财务分析

前3季度公司销售费用率为14.2%，同比提高1.8个百分点，主要由于公司加强了新产品的推广、宣传力度；管理费用率提高0.7个百分点达5%，管理费用的增加主要源于管理层股权激励一次性行权带来的公允价值摊销费用，2009年将不再摊销。3季度末账面现金7.19亿元，无银行贷款。

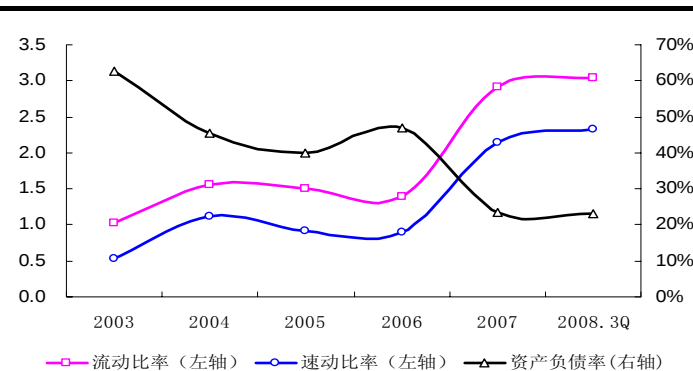
图表11 期间费用率控制较好



资料来源：天相投资顾问有限公司

2008 年前 3 季度公司流动比率 3.04，速动比率 2.32，资产负债率 23.2%，各个偿债指标都较出色。

图表12 偿债能力较强



资料来源：天相投资顾问有限公司

5. 盈利预测

5.1 盈利预测

预计 2008-2010 年公司国内炊具销量保持 5%左右的增长，国内小家电业务保持 30%左右的增长，同时 SEB 订单保持 80%左右的增长。2009 年由于公司广告宣传等投入增大，营业费用略微提升 14%，管理费用因无股权激励费用，将略有下降。

预计公司 2008~2010 年营业收入分别为 37.7 亿元、45.8 亿元和 62.7 亿元，同比增长 28.7%、21.3%和 36.7%；归属母公司净利润分别为 2.32 亿元、2.74 亿元和 3.47 亿元；2008~2010 年每股收益分别为 0.54 元、0.64 元和 0.81 元。

图表13 盈利预测表

单位：万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	293,370	377,807	458,445	627,032

增长率(%)	39.37%	28.78%	21.34%	36.77%
减：营业成本	214,878	269,357	326,747	449,842
毛利率(%)	26.76%	28.71%	28.73%	28.26%
减：营业税金及附加	722	945	1,146	1,568
销售费用	37,937	53,214	64,572	88,317
管理费用	12,265	18,853	22,877	31,289
财务费用	2,390	(1,246)	(467)	(516)
期间费用率	17.93%	18.75%	18.97%	18.99%
资产减值损失	975	1,385	1,846	1,402
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	229	0	0	0
营业利润	24,433	35,300	41,724	55,130
增长率(%)	62.02%	44.48%	18.20%	32.13%
加：营业外收入	345	208	270	275
减：营业外支出	558	549	600	569
利润总额	24,220	34,960	41,395	54,836
增长率(%)	65.36%	44.34%	18.41%	32.47%
利润率(%)	8.26%	9.25%	9.03%	8.75%
减：所得税	2,688	5,244	6,209	9,870
实际税负比率(%)	11.10%	15.00%	15.00%	18.00%
少数股东损益	4,337	6,492	7,687	10,183
归属于母公司所有者净利润	17,194	23,224	27,499	34,782
增长率(%)	71.98%	35.07%	18.41%	26.49%
净利润率(%)	5.86%	6.15%	6.00%	5.55%
摊薄每股收益（元）	0.40	0.54	0.64	0.81
每股净资产（元）	3.68	4.32	4.96	5.76
净资产收益率（%）	10.82	12.44	12.84	13.97

资料来源：公司年报、天相投资股份有限公司

6. 公司估值和投资建议

预计公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.54 元、0.64 元和 0.81 元，对应动态市盈率为 26 倍、22 倍和 17 倍，我们认为公司作为炊具及小家电龙头企业，将分享小家电行业的成长，另外 SEB 控股以及产能扩张保障了公司未来两年业绩高速增长，参照目前 A 股可比家电上市公司 09 年平均动态 PE 在 20 倍左右。维持公司“增持”评级。

图表14 家电类上市公司估值指标比较（单位：元、倍）

公司简称	最新股价	每股收益			市盈率（倍）		
		2007	2008年E	2009年E	2007	2008年E	2009年E
合肥三洋	9.47	0.20	0.35	0.49	47.35	26.83	19.29
格力电器	19.77	1.05	1.48	1.69	18.77	13.39	11.73
美的电器	9.68	0.63	0.78	0.89	15.29	12.36	10.86
青岛海尔	9.70	0.48	0.68	0.80	20.17	14.20	12.11
小天鹅	6.06	0.12	0.39	0.47	50.50	15.46	12.89
苏泊尔	13.38	0.46	0.55	0.71	29.09	24.15	18.77
九阳股份	41.79	1.35	2.15	2.82	31.02	19.47	14.80
A股家电企业平均市盈率					30.31	17.98	14.35
LG	78000	7584	1232	10215	10.28	63.29	7.64
SEB SA	20.01	2.89	3.29	3.11	6.92	6.07	6.44
伊莱克斯	69.75	1.29	4.44	7.35	54.07	15.73	9.49
惠而浦	35.44	8.01	5.64	4.11	4.42	6.29	8.62
A. O. Smith	27.98	2.70	2.43	2.77	10.36	11.50	10.09
大金	2345	263.44	208.10	174.00	8.90	11.27	13.48
夏普	742	86.91	8.10	16.20	8.54	91.60	45.80
索尼	1867	351.10	(149.30)	(99.50)	5.32	-	-
海尔电器	0.93	0.09	0.13	0.17	10.11	7.15	5.64
飞利浦	15.20	(0.19)	0.99	1.21	-	15.41	12.58
国外家电企业平均市盈率					13.21	25.37	13.31

数据来源：Bloomberg、天相投资股份有限公司

7. 风险揭示

- SEB 对公司业务、管理进一步效果整合低于预期；
- SEB 向公司转移订单量低于预期。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002