

公司简评 苏泊尔 (002032.SZ)

► 2009年3月19日

业绩增长基本符合预期

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273

1. 事件

2009年3月19日苏泊尔(002032.SZ)公布了2008年年报,公司2008年营业收入达到3,622,472,692.95元,同比增长23.48%;归属上市公司股东净利润为236,506,990.96元,同比增长37.55%。稀释每股收益为0.54元,同比增长22.73%,扣除非正常性损益后每股收益为0.48元。全面摊薄净资产收益率为12.25%,每股经营活动产生的现金流0.32元,每股净资产4.35元。

2. 我们的分析与判断

苏泊尔(002032.SZ)2008年净利润基本符合我们对公司的预期。公司收入增长受整个宏观经济等因素的影响比我们预计的稍低,但是由于公司不断推出有竞争力的产品从而提高了毛利率水平,同时公司财务费用由于汇兑收益而大幅下降,公司的净利率水平较去年有所提高。

营业收入仍然保持较高速度增长。苏泊尔(002032.SZ)2008年营业收入比07年增长23.48%,但是从分季度上看,由于宏观经济减速,2008年四季度销售增速出现明显下滑,同比增长-1.31%,虽然四季度为行业销售旺季,但是四季度收入全年占比和利润全年占比双双出现下降,反映出经济下滑对需求的打击。同时,公司应收账款增长42.16%,高于公司销售收入增速,反映出在消费收缩的环境下,销售质量也同时出现下降。2008年除了压力锅出现-3.2%的增长以外,其他各个产品都出现较高的增长,公司重点产品电磁炉保持了50.46%的增长速度,强化了公司在此产品上的竞争地位。我们预计,2009年SEB将继续对公司进行采购,同时,电磁炉被纳入家电下乡范围之内,农村市场和三四季市场将陆续启动,未来公司销售有望继续保持较高速度增长。

盈利能力有所提升。公司通过加强技术创新,不断推出有竞争力的新产品,通过加大高盈利能力产品销售比重来提高公司综合毛利率,2008年公司综合毛利率达到27.66%,较同期提高0.88个百分点。公司加大了电磁炉的销售力度,销售比重上升至18.23%,而电磁炉较高的毛利率水平推高了公司整个电器产品的毛利率水平。苏泊尔(002032.SZ)内销盈利能力明显高于出口盈利能力,2008年公司通过降低采购成本、推出中高档不锈钢炒锅、电磁炉等产品,使公司内销产品毛利率提高了3.23个百分点;但是,由于全球经济危机的影响,高毛利率产品出口比重快速下降,致使公司出口毛利率同比下降了4.84个百分点。

费用率有所上升。苏泊尔(002032.SZ)2008年销售费用和管理费用大幅上升。为促进产品销售规模,公司在卖场费用、产品运费和专柜制作费等费用上投入较大,销售费用率为13.19%,较2007年提高0.26个百分点,绝对额同比增长25.94%;2008年公司计提股票期权费用2475万元,比2007年增长一倍,从而导致公司管理费用同比增长68%,管理费用率增加1.53个百分点;财务费用大幅降低,主要是公司对应收美元账款采用远期结汇方式以规避汇率风险,从而使公司在汇兑方面取得较大收益,财务费用较2007年同期下降132.08%;另外,公司借款减少,存款增多也使财务费用出现下降。

公司总费用率有所上升,但是由于收回前期核销客户GHD公司264.97万元等因素导致公司资产减值损失同期下降96.46%,公司净利率反而上升0.93个百分点,达到8.26%。

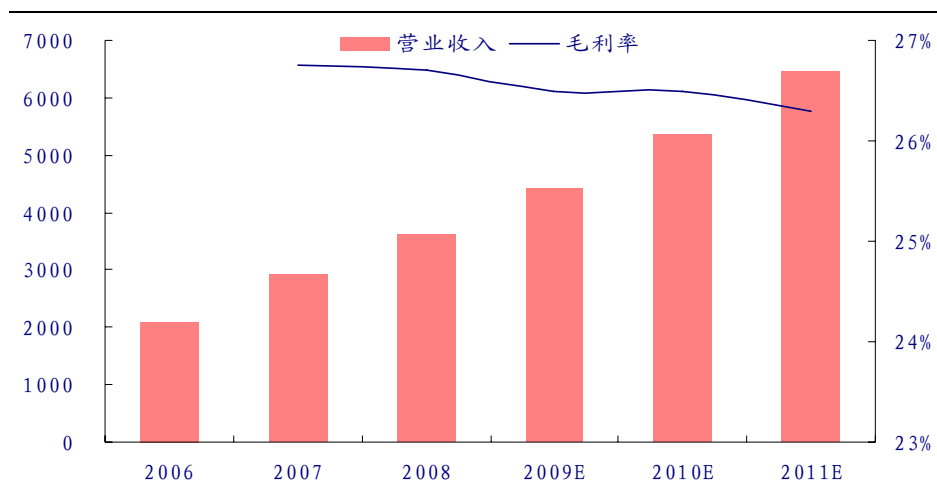
存货风险控制能力强。苏泊尔（002032.SZ）2008 年销售保持较高的增速，公司的存货管理水平依然出色，2008 年底存货 4.01 亿元，较 2007 年年底下降 2.77%，在目前宏观经济回落，消费收缩的环境下无疑是明智之举。

经营活动现金流净额继续减少。由于销售规模的增长，经营活动产生的现金流入增长了 22.88%，低于销售 23.48% 的增速；但是购买商品、支付劳务和支付给职工的现金导致现金流出增长了 24.91%，尤其是支付给职工的现金大幅增加 55.68%，反映出人工费用急剧上升，2008 年经营活动产生的现金流净额为 1.42 亿元，同比下降了 14.82%。

3. 投资建议

考虑到目前国内和国际的宏观经济形势，我们略微调低了公司未来两年的增长速度，但是从长期来看，公司具备良好的投资价值，外生性增长和内生性增长共同推动公司成长。根据银河证券估值模型，我们预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.63、0.76 元和 0.90 元，维持给予公司“推荐”评级。

图 1: 2006-2011 年公司销售收入及综合毛利率 (百万元)



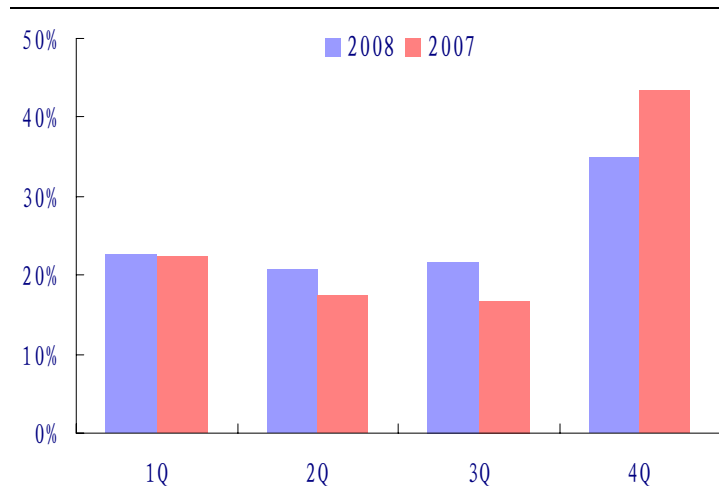
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

图 2: 2007-2008 各季度销售收入全年占比



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

图 3: 2007-2008 各季度净利润全年占比



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 1: 苏泊尔分季度财务数据表

(百万元)	2008 4Q	同比增长	2008 3Q	同比增长	2008 2Q	同比增长	2008 1Q	同比增长
营业收入	884.96	-1.31%	967.42	39.41%	821.22	25.85%	948.87	37.42%
营业利润	114.12	49.63%	75.72	59.51%	74.07	26.40%	79.73	28.62%
利润总额	118.01	59.52%	73.8	52.67%	74.58	27.40%	80.03	30.47%
归属母公司股东的净利润	82.81	11.06%	51.41	79.13%	48.92	62.09%	53.37	38.62%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 2: 苏泊尔年度财务数据表

单位: 万元	2008	同比增长	2007	同比增长	2006	同比增长
营业收入	362,247.27	23.48%	293,370.29	39.37%	210,499.45	43.23%
营业成本	262,055.42	21.96%	214,877.51	39.37%	154,176.58	39.63%
毛利率	27.66%	0.01	26.76%	0.00	26.76%	0.02
销售费用	47,776.74	25.94%	37,937.20	48.47%	25,551.67	49.38%
销售费用率	13.19%	0.26%	12.93%	0.79%	12.14%	0.50%
管理费用	20,671.38	68.54%	12,264.99	30.12%	9,425.75	18.69%
管理费用率	5.71%	1.53%	4.18%	-0.30%	4.48%	-0.93%
财务费用	-766.83	-132.08%	2,390.25	-12.74%	2,739.21	102.59%
财务费用率	-	-	0.81%	-0.49%	1.30%	0.38%
营业利润	34,363.74	40.65%	24,432.75	62.02%	15,080.14	54.02%
利润总额	34,641.60	43.03%	24,219.56	65.36%	14,646.26	53.93%
净利润	29,940.80	39.06%	21,531.20	67.31%	12,869.29	41.15%
归属于母公司的净利润	23,650.70	37.55%	17,193.96	71.98%	9,997.77	44.42%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 3: 重要财务数据预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	2933.70	3622.47	4430.65	5369.50	6450.38
销售收入增长率	39.37%	23.48%	22.31%	21.19%	20.13%
净利润(百万元)	171.93	231.63	279.13	338.28	399.92
净利润增长率	71.96%	34.72%	20.51%	21.19%	18.22%
摊薄 EPS(元)	0.39	0.52	0.63	0.76	0.90
PE(X)	35.12	26.07	21.63	17.85	15.10
PS(X)	2.06	1.67	1.36	1.12	0.94

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、深康佳 A（000016.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908