

苏泊尔（002032）2008 年年报点评

寄望与 SEB 合作深化

投资要点

- ❖ **业绩符合预期。**08 年收入 36 亿元，净利润 2.37 亿元，同比增长 23.5%、37.6%，符合快报调整预期。基本 EPS 0.54 元，全面摊薄 EPS 0.53 元，每股派 0.2 元。第 4 季度收入 8.8 亿元，下降 1.3%；净利润 8080 万，增长 10.8%。根据行业微观跟踪，第 4 季度小家电行业销售旺盛势头减缓，但增长趋势未变，公司单季度表现意外。全年净利润率 6.53%，提升 0.66 个百分点。
- ❖ **小家电业务靓丽，综合毛利率提升。**小家电收入增长 51%，占比近半；毛利率提升 2.6 个百分点至 28.4%，因电磁炉毛利率提升 2.14 个百分点及明星产品电压力锅销售占比提高。炊具受煤气涨价、电炊具等影响收入仅增长 3%。产品结构改善和成本下降，带来综合毛利率提升 1.2 个百分点至 28.3%。
- ❖ **内销高增长、出口毛利率下降。**内销收入 25 亿元，增长 27%，毛利率大幅提升 3.23 个百分点至 34.3%。出口收入 10 亿元，增长 13%，毛利率 13.7%，下降 4.8 个百分点；来自 SEB 的采购规模约 7000 万美元，毛利率锁定在 18%；其余约 5.3 亿元的出口毛利率则受到高端产品出口占比下降的影响。
- ❖ **预计 09 年与 SEB 的合作将深化。**SEB 帮助苏泊尔开发适合中国市场的产品，扩展产品线的合作有望深化：预计来自 SEB 的订单采购额预计从 7000 万美元上升到 1 亿美元；公司被全面纳入 SEB 全球采购体系后协同采购将降低采购成本，加之原材料同比大跌，生产成本有望大降，预计毛利率仍将提升。
- ❖ **风险因素：**影响需求的不利因素恶化；与 SEB 合作进展未达预期。
- ❖ **投资建议。**宏观形势不明朗，公司战略求稳，相继放缓了武汉炊具基地和绍兴小家电基地的建设进度。预计公司内生性增长相对温和；未来要实现高速增长还看控股股东 SEB 的支持，我们将密切跟踪 SEB 向其转移新产品和 OEM 订单的进度。维持盈利预测 09 年 10 年 EPS 分别为 0.68、0.79 元，当前价 13.79 元，给予 09 年 20-21 倍 PE 估值，合理价格区间 13.6-14.3 元，维持持有评级。

重点公司盈利预测及投资评级

项目/年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2105	2934	3622	4216	4850
增长率YoY %	40.8	39.4	23.5	16.4	15.0
净利润(百万元)	100	172	237	302	353
增长率YoY %	44.4	72.2	37.4	30.4	16.8
每股收益(元)	0.57	0.80	0.53	0.68	0.79
毛利率%	26.8	26.8	27.7	29.1	29.0
净资产收益率%	12.8	10.5	12.3	15.3	16.4
每股经营性现金流(元)	1.55	0.77	0.32	1.15	1.36
P/E	61	36	26	20	17
P/B	7.87	3.75	3.41	3.10	2.84
EV/EBITDA	31	23	21	16	13

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2009年3月18日收盘价

持有(维持)

当前价：13.79

目标价格区间：13.60-14.30

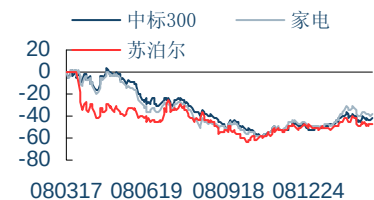
中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-68766862

邮件：huyli@citics.com

市场表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

中標 300 指数	1879.46 点
总股本/流通股本	444.04 / 161.49 百万股
近 12 月最高/最低	50.93 元 / 9.40 元
近 1 月绝对涨幅	-10.87%
近 6 月绝对涨幅	12.93%
今年以来绝对涨幅	8.14%
12 个月日均成交额	20.79 百万元

相关研究

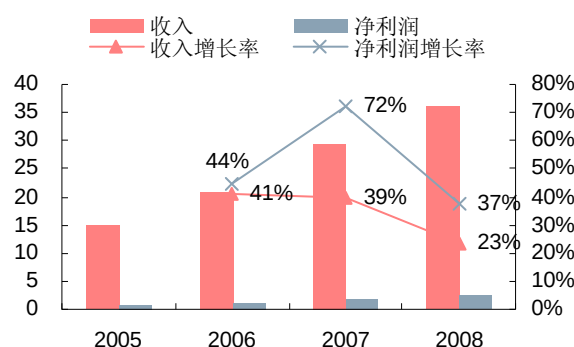
- 1.《苏泊尔（002032）2008 年业绩快报点评—第四季度经营表现低于预期》2009-2-25
- 2.《苏泊尔（002032）三季报点评—利润增速逐季上扬》2008-10-22
- 3.《苏泊尔（002032）调研快报—苏泊尔联合调研纪要》2008-09-01
- 4.《苏泊尔（002032）中报点评—小家电业务继续靓丽表现》2008-08-20
- 5.《苏泊尔（002032）年报点评—高投入、高增长的又一年》2008-02-29

业绩符合预期

2008 年营业收入 36 亿元，净利润 2.37 亿元，分别同比增长 23.5%、37.6%，符合业绩快报后下调的预期。基本 EPS 0.54 元，全面摊薄后 EPS 0.53 元。每股派息 0.2 元。

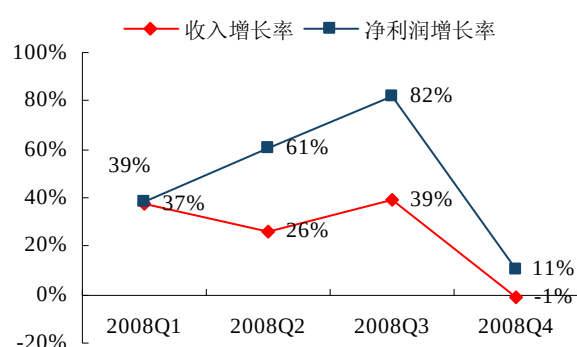
第 4 季度收入 8.8 亿元，同比下降 1.3%；净利润 8080 万元，同比增长 10.8%。根据行业微观跟踪，08 年第 4 季度小家电行业销售旺盛势头有所减缓，但并未出现趋势改变。公司单季度表现意外。

图 1：公司近年收入和净利润增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

图 2：公司 08 年分季度收入和净利润同比增长情况



资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

小家电业务表现靓丽

小家电业务高增长 51%，收入占比接近一半。炊具业务受煤气涨价、电磁炉赠送锅、电炊具等影响收入增速大幅下降。09 年 SEB 将炊具的“红点”技术授权苏泊尔使用，并把“TEFAL”牌蒸锅交付苏泊尔生产与经营，这将有助苏泊尔的炊具业务增长。另外公司将在 SEB 帮助下，开发适合中国市场的炊具和小家电产品，扩展公司产品线。

产品结构改善和下半年成本下降带来毛利率提升。小家电业务提升尤其明显，主要原因是：收入占比大的电磁炉业务毛利率提升 2.14 个百分点；明星产品电压力锅毛利率提升 2.6 个百分点，且销售收入占比提高。综合毛利率提高 1.2 个百分点达到 28.34%。

09 年原材料同比大幅跌价，同时公司被全面纳入 SEB 全球采购体系后协同采购将进一步降低采购成本，公司的生产成本有望大幅下降。公司品牌定位中高端，消费者对其产品价格不甚敏感。原材料同比下降之时，公司的价格政策稳定，预计毛利率仍将提升。

表 1：公司近两年分产品收入增长率及收入占比

	07收入增长率	08收入增长率	07收入占比	08收入占比	08比07变动
炊具	36.36%	3.09%	58.45%	49.22%	-9.23%
电器	48.32%	51.03%	39.58%	48.83%	9.25%
橡塑	-24.74%	21.61%	1.97%	1.95%	-0.01%

资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

表 2：公司近两年分产品毛利率变化

	2007	2008	08比07变动
炊具	28.30%	28.77%	0.47%
电器	25.83%	28.39%	2.56%
橡塑	18.67%	15.99%	-2.68%
合计	27.13%	28.34%	1.20%

资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

内销高增长

08 年内销收入 25 亿元，仍保持了 27% 的高增长。毛利率大幅提升 3.23 个百分点至 34.3%。

出口收入 10 亿元，增长 13%。毛利率 13.7%，下降了 4.8 个百分点。08 年来自 SEB 的采购规模约 7000 万美元，即 4.76 亿元左右，这部分出口毛利率锁定在 18%。其余的约 5.3 亿元的出口则受到高端产品出口占比下降的影响，毛利率下降。09 年来自 SEB 的订单采购预计达到 1 亿美元。

表 3：公司近两年分区域收入增长率及收入占比

	07收入增长率	08收入增长率	07收入占比	08收入占比	08比07变动
内销	36.75%	26.68%	68.73%	71.12%	2.39%
出口	42.76%	13.08%	31.27%	28.88%	-2.39%

资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

表 4：公司近两年分区域毛利率变化

	2007	2008	08比07变动
内销	31.05%	34.29%	3.23%
出口	18.52%	13.68%	-4.84%
合计	27.13%	28.34%	1.20%

资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

盈利能力提升

08 年公司管理费用率提高 1.53 个百分点。扣除 07、08 年分别 1237 万、2475 万的期权费后，管理费用率同比增加 1.26 个百分点。

08 年公司做了远期结汇，财务费用率下降约 1 个百分点。远期结汇收益即反应在投资收益项。

税前利润率 9.56%，同比提高 1.3 个百分点。净利润率提高 0.66 个百分点。

表 5：公司近两年费用率、利润率变化

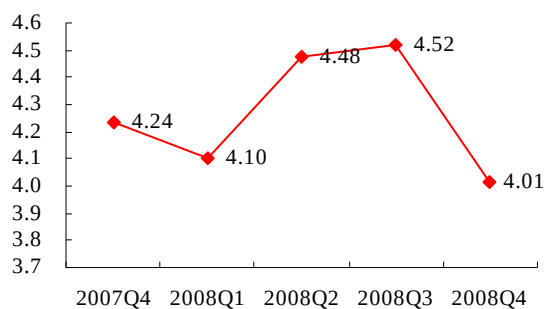
	2007	2008	变动
毛利率	26.76%	27.66%	0.90%
期间费用率	17.93%	18.68%	0.76%
销售费用率	12.93%	13.19%	0.26%
管理费用率	4.18%	5.71%	1.53%
扣除期权费后的管理费用率	3.76%	5.02%	1.26%
财务费用率	0.81%	-0.21%	-1.03%
投资收益率	0.08%	0.70%	0.62%
资产减值率	0.33%	0.01%	-0.32%
税前利润率	8.26%	9.56%	1.30%
有效税率	11.09%	13.57%	2.48%
净利润率	5.87%	6.53%	0.66%

资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

存货、经营性现金流均下降

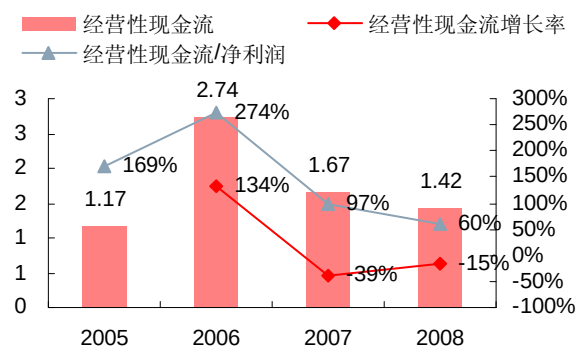
2008 年第 4 季度末公司存货环比、同比均有下降。经营性现金流表现一般。

图 3：公司存货变化（单位：亿元）



资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

图 4：公司经营性现金流变化（单位：亿元）



资料来源：公司定期报告，中信证券研究部

风险因素

影响需求的不利因素超预期；与 SEB 合作进展缓慢。

盈利预测与投资建议

宏观形势不明朗，公司战略求稳，相继放缓了武汉炊具基地和绍兴小家电基地的建设进度。预计公司内生性增长相对温和；未来要实现高速增长还看控股股东 SEB 的支持，我们将密切跟踪 SEB 向其转移新产品和 OEM 订单的进度。维持盈利预测 09 年 10 年 EPS 分别为 0.68、0.79 元，当前价 13.79 元，给予 09 年 20-21 倍 PE 估值，合理价格区间 13.6-14.3 元，维持持有评级。

附录

表 6：主要控股子公司经营业绩

	业务	注册资本	总资产	净资产	收入	营业利润	净利润
武汉苏泊尔压力锅有限公司	炊具（未投产）	22403.9 万元	25784.87	25526.13	0	1944.24	1486.98
武汉苏泊尔炊具有限公司	炊具	8600 万港元	47680.67	35444.61	91920.23	8555.89	7618.49
浙江乐苏金属材料有限公司	压铸炊具	200 万美元	2068.08	1840.88	3184.34	49.19	39.42
苏泊尔（越南）责任有限公司	炊具、电器（建设中）	1500 万美元	5645.56	5094.54	298.46	-636.28	-636.28
武汉苏泊尔有限公司	电器（未投产）	518 万元	1959.49	1852.51	0	921.56	925.46
东莞苏泊尔电器有限公司	电器	200 万元	9579.51	2950.02	59679.62	2958.09	2594.51
浙江苏泊尔家电制造有限公司	电器	12600 万港元	64608.35	46920.26	176770.95	16175.91	13985.94
浙江绍兴苏泊尔生活电器有限公司	电器（建设中）	26000 万元	28342.15	25988.13	42.73	-6.12	0.85
浙江苏泊尔橡塑制品有限公司	橡塑	804.47 万元	7438.64	5803.49	13713.92	315.24	265.49
玉环苏泊尔废旧物资回收有限公司	废旧金属回收	50 万元	277.7	277.7	739.87	6.25	1.53
武汉苏泊尔废旧物资回收有限公司	废旧金属回收	100 万元	124.93	114.84	1033.61	19.93	14.88

资料来源：公司定期报告

表 7：相关公司 08 年税收优惠情况

公司名	所得税率	优惠原因
浙江家电	12.50%	两免三减半，第五个获利年度
东莞苏泊尔	12.50%	两免三减半，第五个获利年度
浙江乐苏	12.50%	两免三减半，第三个获利年度
武汉炊具	12.50%	两免三减半，第五个获利年度

资料来源：公司定期报告

利润表

(百万元)

指标名称	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	2105	2934	3622	4216	4850
营业成本	1542	2149	2621	2991	3446
毛利率	26.8%	26.8%	27.7%	29.1%	29.0%
营业税金及附加	5	7	7	10	12
营业费用	256	379	478	611	694
营业费用率	12.1%	12.9%	13.2%	14.5%	14.3%
管理费用	94	123	207	177	199
管理费用率	4.5%	4.2%	5.7%	4.2%	4.1%
财务费用	27	24	-8	32	46
财务费用率	1.3%	0.8%	-0.2%	0.8%	0.9%
投资收益	1	2	25	2	2
营业利润	151	245	344	399	455
营业利润率	7.2%	8.3%	9.5%	9.5%	9.4%
营业外收入	3	3	7	4	8
营业外支出	7	6	5	6	6
利润总额	146	242	346	397	457
所得税	18	27	47	60	69
所得税率	12.1%	11.1%	13.6%	15.0%	15.0%
少数股东损益	29	43	63	51	50
归属于母公司股东的净利润	100	172	237	302	353
净利率	4.7%	5.9%	6.5%	7.2%	7.3%

现金流量表

(百万元)

指标名称	2006	2007	2008	2009E	2010E
净利润	100	172	237	284	327
资产减值准备				-3	1
折旧摊销				116	123
营运资金变动				-247	-233
其他				80	104
经营现金流	117	274	167	229	322
资本支出				-123	-63
投资收益				2	2
资产变卖				0	0
其他				0	0
投资现金流	-104	-214	-103	-121	-61
发行股票				0	0
负债变化				0	0
股息支出				-114	-163
其他				124	30
融资现金流	-218	52	365	11	-134
现金及现金等价物净增加额	-206	111	430	119	127

资产负债表

(百万元)

指标名称	2006	2007	2008	2009E	2010E
货币资金	418	795	880	843	970
存货	373	424	401	467	470
应收账款	155	202	287	223	233
其他流动资产	128	207	284	758	969
流动资产	1075	1628	1852	2290	2642
固定资产	486	506	519	1145	1102
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	103	195	192	183	176
其他长期资产	20	36	88	64	58
非流动资产	610	738	799	1393	1337
资产总计	1684	2366	2651	3683	3979
短期借款	298	8	0	716	807
应付账款	246	371	314	538	517
其他流动负债	229	180	174	172	187
流动负债	773	558	487	1427	1511
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	1	0	0
非流动性负债	0	0	1	0	0
负债合计	773	558	488	1427	1511
股本	176	216	444	444	444
资本公积	322	1002	840	774	774
股东权益合计	778	1633	1931	1963	2126
少数股东权益	134	174	232	294	342
负债股东权益总计	1684	2366	2651	3683	3979

主要财务指标

主要财务指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
增长率(%)					
营业收入	40.8	39.4	23.5	16.4	15.0
营业利润	54.0	62.1	40.5	16.7	14.0
净利润	44.4	72.2	37.4	27.4	17.8
利润率(%)					
毛利率	26.8	26.8	27.7	29.1	29.0
EBIT Margin	6.9	7.6	7.6	9.0	9.3
税前利润率	7.0	8.3	9.6	9.4	9.4
净利率	4.7	5.9	6.5	7.2%	7.3%
回报率(%)					
净资产收益率	12.8	10.5	12.3	14.6	15.8
总资产收益率	5.9	7.3	8.9	8.1	9.0
其他(%)					
资产负债率	45.9	23.6	18.4	36.5	33.7
所得税率	12.1	11.1	13.6	15.0	15.0
股息率	3.2	0.0	4.6	5.8	7.9

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

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 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；		评级	说明
		股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
			增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
			持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
2. 投资建议的评级标准	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
		行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
			中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
			弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招 商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中 信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			