

小家电

袁浩然 CPA

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

苏泊尔

002032

推荐

增长主要来源于电器产品

投资要点:

- **销售收入增长 23.5%，来源于电器产品。**08 年公司实现销售收入 36 亿，同比增长 23.5%，其中炊具、电器各占一半，分别实现销售 17.4 亿、17.2 亿，各自增长 3.1%、51.0%，基本符合预期。炊具业务受煤气涨价影响增长乏力，而电器产品则得益于行业增长，公司产品线扩充而快速增长，其中电磁炉尤甚。
- **第四季度出现销售明显下滑、盈利水平下降。**第四季度销售收入仅 8.85 亿，同比、环比皆明显下滑，同比突然从第三季度的 39% 下滑到四季度的负增长。不过，由于毛利率提升，财务费用下降，公司第四季度在销售收入无增长的情况下净利润维持正增长，只是增速（10%）也表现为明显下滑。
- **综合毛利率提升 1.2% 主要源于电器产品毛利率提升。**公司产品毛利率从 07 年 27.1% 增长到 08 年 28.3%，其中电器产品毛利率从 07 年的 25.8% 增长到 08 年 28.3%，电磁炉、电压力锅贡献较大。随着 08 年四季度以来原材料大幅跌价，公司也逐步融入到 SEB 的全球采购体系中，有利于公司 09 年毛利率还会有所提升。
- **内销发展快于出口，出口毛利率大幅下降。**由于外部环境恶化，人民币升值，加上 SEB 提供的订单低于预期，形成出口增长乏力（13.1%），远小于内销增长（26.7%）。公司对 SEB 销售采取成本加成，毛利率为 18%，但是其他出口毛利率较低，全部出口毛利率仅为 13.7%。
- **费用增长源于股权激励费用和人工增长。**销售费用率增加主要是因为网络建设和销售推广，人工、运费增加等。而管理费用率增加一方面是因为股权激励费用，（公司 07、08 年股权激励费用分别是 1238 万、2475 万），另一方面是管理人员增加，管理人员工资上涨导致管理费用率提升。07 年年底公司通过增发获得 7 亿元现金后，形成现金流充裕，财务费用大幅减少。08 年投资收益 2531 万主要来自于远期结汇。
- **EPS 0.53 元基本符合预期。**由于毛利率提升，财务费用大幅减少，投资收益大幅增加，形成净利润率提升，达到 6.5%。
- **每股经营活动现金流 0.32 元，略低于 EPS。**目前公司现金充裕，负债率极低（18.4%），财务状况非常好。
- **分配预案：不送转，每 10 股派现 2 元**
- **盈利预测和投资建议。**预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元，按 09 年 EPS 20-25 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 13.40-16.80 元，首次给予“推荐”评级。

6-12 个月目标价：13.4--16.8 元

当前股价：14.63 元

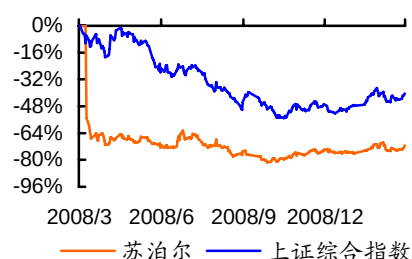
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2265.76
总股本(百万)	444
流通股本(百万)	105
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	4.87
资产负债率	18.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏泊尔	4.57	10.42	13.68
上证综合指数	1.73	12.25	9.19



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2007 年 A	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E
营业收入(百万元)	2,934	3,622	4,057	4,837
同比(%)	39.4%	23.5%	12.0%	19.2%
归属母公司净利润(百万元)	172	237	299	359
同比(%)	72%	37%	26%	20%
毛利率(%)	26.8%	27.7%	28.6%	28.4%
ROE(%)	18.9%	12.3%	14.9%	16.5%
每股收益(元)	0.39	0.53	0.67	0.81
P/E	37	27	22	18
P/B		3.3	3.1	2.8

资料来源：中投证券研究所

1、销售收入增长 23.5%，来源于电器产品

表 1：销售收入增长及构成

销售收入(百万元)	2007 年	2008 年	增长率	构成百分比
炊具	1,684	1,736	3.1%	47.9%
电器	1,140	1,722	51.0%	47.5%
橡塑	57	69	21.7%	1.9%
主营业务收入	2,881	3,527	22.4%	97.4%
其他业务收入	53	96	80.5%	2.6%
营业收入	2,934	3,622	23.5%	100.0%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

08 年公司实现销售收入 36 亿，同比增长 23.5%，其中炊具、电器几乎是各占一半，分别实现销售 17.4 亿、17.2 亿，各自增长 3.1%，51.0%，基本符合预期。炊具业务受煤气涨价影响更多地电炊具、电磁炉所替代，增长乏力。而电器产品则得益于产品替代，公司产品线扩充而快速增长，其中电磁炉增长迅猛。未来随着引入 SEB 更多技术和产品，加强同 SEB 深度合作，公司能够维持平稳增长，而从产品来讲，炊具业务发展已现瓶颈，未来更多的希望还在于电器。

2、第四季度出现销售明显下滑、盈利水平下降

表 2：销售收入分季度比较

	(百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2008 年	营业收入	949	821	967	885	3,622
	占全年比例	32.3%	28.0%	33.0%	30.2%	123%
	同比增长率	37%	26%	39%	-1%	23%
2007 年	营业收入	691	653	694	897	2,934
	占全年比例	23.5%	22.2%	23.7%	30.6%	100%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

分季度看，本来是销售旺季的第四季度销售收入仅 8.85 亿，同比，环比皆明显下滑，同比突然从第三季度的 39% 下滑到四季度的负增长，反映出宏观经济不景气，传统小家电行业也不能幸免。不过，据反映，公司 09 年 1-2 月销售状况较好，已经有恢复性的增长。

表 3: 净利润分季度比较

	(百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2008 年	普通股利润	53.4	102.2	51.4	29.5	236.5
	占全年比例	22.6%	43.2%	21.7%	12.5%	100%
	对应 EPS	0.12	0.23	0.12	0.07	0.53
	增长率	31%	38%	67%	10%	37%
2007 年	普通股利润	40.8	73.9	30.7	26.7	172.1
	占全年比例	23.7%	42.9%	17.8%	15.5%	100%
	对应 EPS	0.09	0.17	0.07	0.06	0.39

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

从分季度盈利的情况来看, 由于毛利率提升, 财务费用下降, 公司第四季度在销售收入无增长的情况下净利润维持正增长, 但是增速 (10%) 也是明显下滑。

3、综合毛利率提升 1.2%还是源于电器产品

表 4: 分产品毛利率变化

分产品毛利率	2008	2007	变化
炊具	28.8%	28.3%	0.5%
电器	28.4%	25.8%	2.6%
橡塑	16.0%	18.6%	-2.6%
产品综合毛利率	28.3%	27.1%	1.2%
其他业务收入	2.6%	6.2%	-3.6%
营业毛利率	27.7%	26.8%	0.9%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

公司产品毛利率从 07 年 27.1%增长到 08 年 28.3%, 主要是源于电器毛利率提升 (毛利率从 07 年的 25.8%增长到 08 年 28.3%, 销售占比 47%), 其中收入占比较大的电磁炉毛利率提升 2.1 个百分点, 公司明星产品电压力锅毛利率提升 2.6 个百分点, 对公司毛利率提升贡献较大。

随着 08 年四季度以来原材料大幅跌价, 公司也逐步融入到 SEB 的全球采购体系中, 有望通过协同采购获得更为优厚的采购价格。由于公司的品牌地位, 价格稳定政策, 预计公司 09 年毛利率还会有所提升。

4、内销发展快于出口，出口毛利率大幅下降

表 5: 销售内外销比例，发展态势

营业收入(百万元)	2008 年	2007 年	增长率	08 年构成百分比	07 年构成百分比
国内销售	2,508	1,980	26.7%	71.1%	68.7%
国外销售	1,019	901	13.1%	28.9%	31.3%
主营业务收入	3,527	2,881	22.4%	100.0%	100.0%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

由于 08 年外部经济环境此恶化，人民币累计升值较大，加上 SEB 提供的 OEM 订单低于预期，形成出口增长乏力(13.1%)，远逊于内销增长(26.7%)，整个销售收入的构成也发生了较大变化，外销比例从 07 年的 31.3%到 08 年 28.9%。

08 年公司来自 SEB 的采购规模仅在 4.5 亿人民币左右，不到 SEB 在华采购的 1/4，远低于市场预期，反过来讲，未来对 SEB 的销售增长空间较大，值得期待，特别是 09 年绍兴基地、武汉基地投产之后，有望获得更多订单。

表 6: 分内外销毛利率变化

分内外销毛利率	2008	2007	变化
国内销售	34.3%	31.1%	3.2%
国外销售	13.7%	18.5%	-4.8%
综合毛利率	28.3%	27.1%	1.2%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

公司对 SEB 销售采取成本加成，毛利率为 18%，但是其他出口产品受客户结构影响，高端产品销售下降，加上出口退税率调整，全年出口毛利率仅为 13.7%，比去年下降 4.8 个百分点。

如前所述，内销由于收入占比较大的电磁炉毛利率提升 2.1 个百分点，公司明星产品电压力锅毛利率提升 2.6 个百分点，对公司毛利率提升贡献较大。国内销售内销毛利率从 07 年的 31.1%增加到 08 年的 34.3%，增长 3.2 个百分点。

5、费用增长源于股权激励费用和人工增长

销售费用率增加主要是因为公司 08 年加强网络建设（增建生活管）和销售推广，另外运费增加，人工持续增加等。而管理费用率增加一方面是因为股权激励费用，（公司 07，08 年股权激励费用分别是 1238 万，2475 万，扣除此项费用后，公司管理费用率分别为 1.1 亿，1.82 亿，管理费用率分别为 3.8%，5.0%。）另一方面是因为管理人员增加较多，管理人员工资上涨导致管理费用率提升。

公司 07 年底通过增发获得 7 亿元现金后，归还银行借款，08 年利息支出较上期大幅减少，而定期存款大幅增加，导致财务费用较上期大幅减少。

本年资产减值损失大幅度减少，主要因为已核销坏帐又收回 265 万。

投资收益 2531 万主要来自于远期结汇。

6、EPS 0.53 元基本符合预期

尽管公司四季度销售不佳，效益下滑，但全年 EPS0.53 元（简单测算）尚在市场预期之中。由于毛利率提升，财务费用大幅减少，投资收益大幅增加，（尽管管理费用率有较大提升），形成净利润率提升 0.7 个百分点，达到 6.5%。相应地，净利润增长（37%）也就远高于收入增长（23%）。

7、ROE 12.3%略低于往年

公司 07 年底通过向 SEB 发行股票 4000 万股收到现金 7.1 亿，08 年二季度通过期权增发收到现金 0.4 亿元，目前投资项目尚在建设期，还没有产生效益，从而拉低了公司的 ROE 水平，ROE 12.3%略低于往年，但是仍属于传统制造业较高水平。

8、每股经营活动现金流 0.32 元，略低于 EPS

9、公司现金充裕，负债率低，财务状况非常好

目前公司手头现金充裕(8.8 亿)，应收帐款总量适当，结构合理，存货控制较好，无任何银行借款，资产负债率仅 18.4%，财务状况非常好。

10、分配预案：不送转，每 10 股派现 2 元

11. 盈利预测和估值

表 7: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2007 年 A	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E
一、营业总收入	2,934	3,622	4,057	4,837
营业收入增长率	39.4%	23.5%	12.0%	19.2%
二、营业总成本	2,691	3,305	3,624	4,310
其中: 营业成本	2,149	2,621	2,898	3,465
毛利率(简单测算)	26.8%	27.7%	28.6%	28.4%
利息支出、手续费、佣金				
营业税金及附加	7	7	8	10
销售费用	379	478	522	609
销售费用率	12.9%	13.2%	12.9%	12.6%
管理费用	122	207	198	222
管理费用率	4.2%	5.7%	4.9%	4.6%
财务费用	24	(8)	(10)	(6)
资产减值损失	10	0	8	10
加: 公允价值变动收益	0	1	0	0
投资收益	2	25	4	6
三、营业利润	245	344	438	534
加: 营业外收入	3	7	7	9
减: 营业外支出	6	5	5	5
四、利润总额	242	346.4	440	538
减: 所得税费用	27	47	64	86
综合所得税率	11.1%	13.6%	14.5%	16.0%
五、净利润	215.5	299	376	452
净利润率	7.3%	8.3%	9.3%	9.3%
归属于母公司净利润	172	237	299	359
少数股东损益	43	63	77	93
少数股东损益占比	20.1%	21.0%	20.5%	20.5%
六、总股本	444	444	444	444
七、按期末股数简单每股收益:	0.39	0.53	0.67	0.81

资料来源: 中投证券研究所

按照目前公司的形势, 预计公司 09, 10 年 EPS 分别为 0.67 元, 0.81 元,, 按 09 年 EPS 20-25 倍 PE 估值, 公司 6-12 个月目标价为 13.40—16.80 元, 首次给予“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434