

家用电器

2009年10月19日



公司研究

调研简报

上调评级：短期—推荐，长期—A

苏泊尔（002032）：销售向好调高预期，外延增长极具潜力

核心观点

2009年10月16日，我们实地调研了苏泊尔，并与公司董秘叶继德先生、证券事务代表闫丹女士就公司的生产经营情况和市场热点问题进行了交流。

1. 销售向好调高三季报业绩预增幅度。10月15日，公司调高了三季报的业绩预增幅度至30%-50%之间，原因在于：1）出口回暖明显，内销表现超预期。2）原材料价格仍在低位运行。3）所得税率下调至15%。在产能瓶颈问题解决后，公司对第四季度的销售也信心十足，预计全年收入增速在10%-20%之间。

2. 绍兴基地投产是公司成长道路的里程碑。一期已经建成投产，年产值可达10亿元左右，2010年基地产能近2000万台，产值在10-15亿元之间，而二期有望在2012年达产，届时产能扩充至3000万台以上，产值将达到30-40亿元，“三年再造一个苏泊尔”预期成为现实。

3. SEB订单转移空间大，电器对接是看点。公司已成为了SEB亚洲区域品牌的战略平台。在不考虑SEB在中国采购金额增长的情况下，公司预计未来两年订单转移的数量在2-3亿美元之间，电器订单增长空间明显高于炊具，转移的订单主要源于SEB在欧洲或外包其他地区的产能，SEB订单占公司出口收入的比重上升也强化了其作为出口稳定器的作用。此外，SEB的电器产品主要是分项目进行转移，速度不会太快，但品类范围将不断扩大，可拓展到电水壶、电炸锅以及生活电器等领域。

4. 各项业务及产品前景不一。在我们所关注的产品中，电压力锅和电水壶增速最快，是公司最为看好的品类；电磁炉拖累电器业务增长，预计四季度降幅仍在20%左右；压力锅受到电压力锅替代收入下滑是趋势。在我们关注的业务中，炊具进入成熟期，收入增速维持在3%-4%之间；厨房大家电采取跟随战略，未来近几年有望爆发，基地建成助推业务发展；生活电器是拓展方向，在SEB现有产品基础上开展。

5. 毛利率可维持稳定，费用支出坚实基础。公司对原材料价格和产品价格的掌控力较强，中长期毛利率可维持在25%-30%之间。销售费用可能维持高位，管理费用下降空间有限。

投资建议与估值：预计09、10年EPS分别为0.68元和0.85元，对应PE为28倍和22倍，价格处于合理区间，公司具备较好的外延式增长潜力和受益出口回暖的预期，上调公司评级为“短期—推荐，长期A”。

公司股价走势：



公司主要指标：

指 标	数 值
总股本	44,404 万股
流通 A 股	10,466 万股
EPS（中期）	0.28 元
每股净资产	4.43 元
净资产收益率（中期）	12.67%

国都证券研究所

联系人：王京乐

电话：010-84183317

E-mail: wangjingle@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

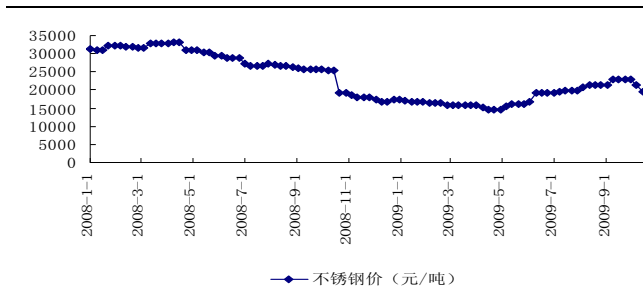
1. 销售向好调高三季报业绩预增幅度

10月15日，公司发布09年1-9月业绩预增修正公告，预计归属于母公司所有者的净利润同比增长30%-50%，而中报披露时预增的幅度仅是小于30%，公司表示，预增幅度出现明显变化主要来自三方面原因：

➤ **出口回暖，内销表现超预期。**去年三季度公司外销出现下滑，但今年SEB订单的部分继续起到稳定器的作用，同时非SEB订单也实现增长，使得目前公司出口收入已经转为正增长。业务方面，炊具内外销表现稳定，收入增幅可维持在3%-4%之间，而小家电业务增长较快，三季度收入增长在10%左右，全年预计在10%-20%之间。

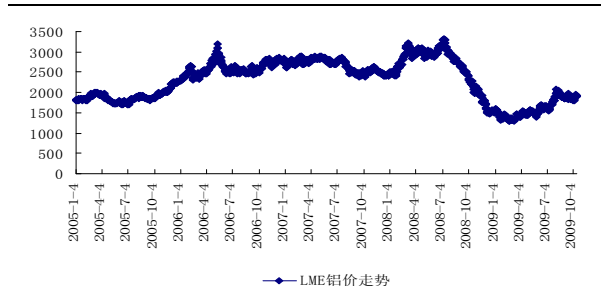
➤ **原材料价格仍在低位运行。**公司原材料中铝和不锈钢占比较大，自去年6月份开始价格不断下滑，今年以来又出现一定幅度回升，但同比仍处于较低水平。同时，公司也基本与供应商锁定了下半年的原材料价格，并采取套期保值等措施规避风险。

图1：不锈钢价格走势



资料来源：WIND、国都证券研究所

图2：LME3月铝价格走势



资料来源：WIND、国都证券研究所

➤ **获得高新技术企业资格，所得税率下调。**公司在近期被认定为高新技术企业，在2009-2011年内所得税率由之前的25%下调为15%，提高了盈利空间。

产能瓶颈问题解决后，公司对第四季度的销售更加有信心，虽然小家电业务去年同期内销的基数较大，增幅可能缩小，但节日效应（国庆节等）、旺季效应的显现和部分新品的旺销将为市场取得较好表现带来一定的保障，11月份的量将会比较集中。

2. 绍兴基地投产是公司成长道路的里程碑

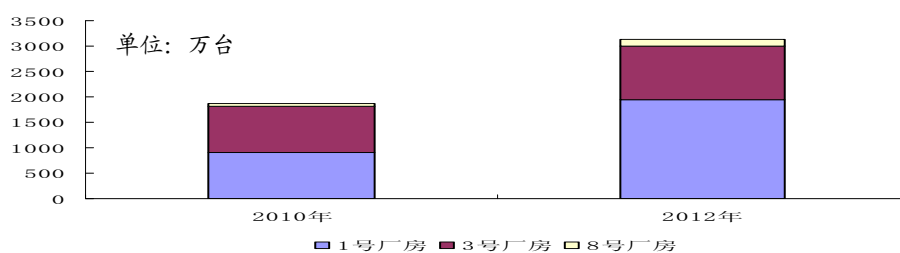
绍兴基地共分为两期，一期已经建成投产，年产值可达10亿元左右，2010年基地产能近2000万台，产值在10-15亿元之间，而二期有望在2011年完成，2012年达产，届时产能扩充至3000万台以上，产值将达到30-40亿元，相当于公司2008年的收入水平，“三年再造一个苏泊尔”预期成为现实。可以说，绍兴基地一期投产基本解决了公司电器业务的产能瓶颈问题，能够充分满足SEB订单转移和内销增长的需要，显示出公司突出的成长性特征。

表1: 绍兴基地厂房及产品生产线规划

厨房小家电	1号厂房	电压力锅、电水壶、电炸锅、电蒸锅等
	3号厂房	电磁炉、食物料理机等
厨房大家电	8号厂房	油烟机、燃气灶、消毒柜

资料来源: 国都证券研究所

图3: 2010年、2012年绍兴基地各厂房设计产能情况



资料来源: 公司调研、国都证券研究所

另外, 我们还了解到, 公司在绍兴等基地实行柔性生产线改造, 大幅度提高了生产效率和产能的利用程度。柔性生产线主要是变原有的大批量纵向生产线为小批量横向生产线, 更加符合小批量、多品种产品 (尤其是出口产品) 的生产要求, 同时也可保持工序平衡, 避免生产链条停滞, 采用柔性生产线可将生产基地的效率提高30%以上。

3. SEB订单转移空间大, 电器对接是看点

SEB向公司转移订单的速度和数量始终是市场比较关注的, 针对这一问题, 我们了解到:

➤ **SEB订单转移尚存在较大空间。**根据公司披露的09年关联交易预计金额, 今年来自SEB的订单约为1.05亿美元, 其中炊具为8600万美元, 小家电约为1500万-2000万美元, 而近几年SEB每年在中国采购的金额约为7-8亿美元, 其中与公司产品类似的约占一半左右, 即3.5亿美元, 因此公司预计未来两年SEB订单转移的数量约为2-3亿美元, 其中电器业务增长的空间明显高于炊具。关于明年订单转移的数量, 还需根据SEB的战略、业务对接和订单转移的速度以及产品的类别才能确定。

表2: 苏泊尔核心业务承接SEB订单的空间预测

单位: 亿美元

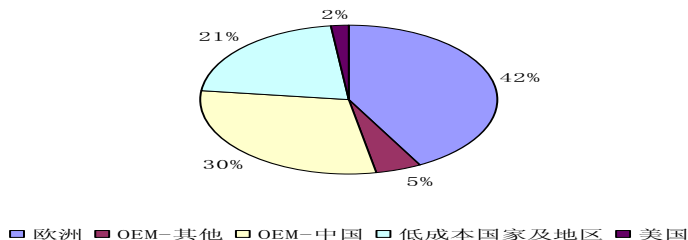
业务类别	SEB向公司采购空间	目前SEB订单规模	订单转移空间
炊具	1-1.5	0.86	0.14-0.66
电器	2-2.5	0.15-0.2	1.85-2.3
合计	3-4	1-1.05	2-2.95

资料来源: 国都证券研究所

从订单转移的来源来看, SEB目前的生产主要集中在欧洲和低成本国家 (如巴西、哥伦比亚等), 并有35%采用外包形式, 由于中国具有较低的劳动力成本

和完整的产业链，近几年逐渐成为全球小家电生产基地，因此未来SEB在欧洲和外包其他地区的产能均有望向公司转移。

图4：2008年SEB生产区域分布



资料来源：公司资料、国都证券研究所

➤ **SEB订单占出口收入的比重不断上升。**自SEB进入之后，一些来自SEB竞争对手的订单出现了流失，随后08年金融危机的爆发又减少了海外客户的需求，但SEB的出口订单实现了稳定增长，08年交易金额为7500万美元，09年增长40%至1.05亿美元，因此来自SEB的订单已经弥补了客户流失的不利影响，成为公司出口业务的稳定来源，占出口收入的比重逐步上升。

表3：SEB订单占公司出口金额的比重

单位：亿元

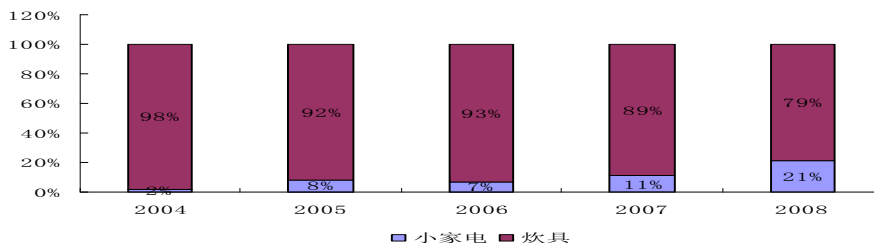
时期	出口金额	SEB订单金额	SEB订单占比
2008H1	4.91	2.08	42.4%
2008H2	5.27	2.3	43.7%
2009H1	4.74	2.69	56.7%

资料来源：公司资料、国都证券研究所

➤ **三、四季度将完成大部分SEB的订单计划。**今年来自SEB的订单为1.05亿美元，折合约7亿元人民币，上半年已完成2.69亿元，约占全年计划的37%，公司表示由于产能状况得到了较大的改善，销售也主要集中在下半年，三、四季度将陆续完成剩余的订单，全年计划还有可能小幅增加。

➤ **电器业务订单将分项目转移，速度不会太快。**目前来自SEB的订单中炊具占大部分，但SEB的产品结构中80%均是小家电产品，因此转移的空间主要来自电器业务，电器业务转移主要是分项目（即产品类别）进行，估计速度不会太快。

图5：小家电占出口收入的比重逐年上升



资料来源：公司资料、国都证券研究所

➤ **品类将不断增加，但部分电器产品生产缺失。**SEB传统的电炊具、食品料理机和榨汁机产品仍存在拓展空间，同时，与SEB进行小家电产品的技术对接之后，公司出口产品品类范围也有望扩大到电水壶、电蒸锅、电炸锅以及涵盖个人护理、衣物护理和家居护理的生活电器，虽然公司目前仍不具备生产SEB部分产品的能力，如炸薯条机等，未来技术和产品项目的转移将是循序渐进的。

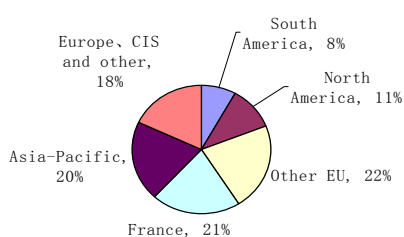
表 4: SEB 的产品结构

产品大类	具体产品	收入占比
炊具系列	平底煎锅、汤锅、炒锅、高压锅等	20%
电炊具系列	炸薯条机、台式烤箱、烧烤机、面包机、多士炉等	13%
食物、饮料加工系列	食品加工机、搅拌机、榨汁机、咖啡机、电水壶等	17%
家居舒适系列	风扇、暖风机、空气净化机	12%
个人护理系列	美发器、脱毛器、电子称等	10%
衣物护理系列	蒸汽熨斗、熨烫机、半自动洗衣机等	7%
家居护理系列	吸尘器等	21%
全球领先产品	炊具、高压锅、电水壶、电蒸锅、面包机、食物加工机、电熨斗等	

资料来源：SEB 集团简报、国都证券研究所

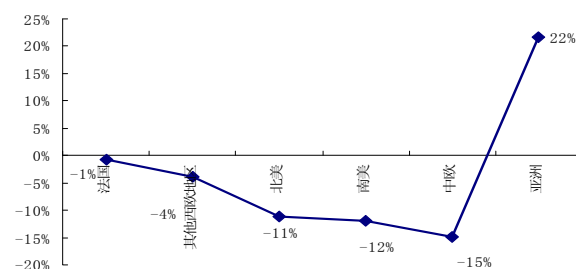
➤ **成为SEB亚洲区域品牌的战略平台。**SEB作为全球前两位的小家电公司，自1972年开始先后收购了ROWENT、ARNO、ALL-CLAD等代表性区域品牌，并在欧洲、巴西和美国确立了市场领导者的地位，2007年收购苏泊尔将其作为亚洲区域品牌的战略平台。从近两年SEB各销售地区的表现来看，亚洲地区快速崛起，收入增速明显偏快，收购公司前后SEB亚洲地区的收入占比由7%升至15%，目前已达到20%。

图6：2009上半年SEB收入区域结构



资料来源：公司资料、国都证券研究所

图7：2009年上半年SEB各地区销售增速



资料来源：公司资料、国都证券研究所

4. 各项业务及产品前景不一

关于我们所关心的部分业务及产品的发展前景，公司表现出不同的态度：

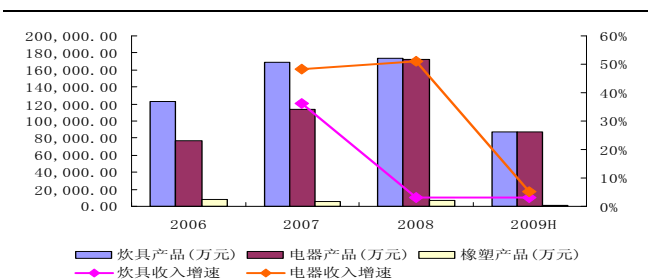
➤ **电压力锅和电水壶：**今年增速分别为50%和40%，是公司最为看好的两个品类。电压力锅今年销售在2-3亿元之间，收入占比10%左右，未来在无火煮食的趋势下，市场潜力巨大。

➤ **电磁炉：**目前的普及率不高，市场增长仍有空间，农村销售主要受煤气价格

的影响，而城镇销售则主要受消费者使用习惯和人口流动的影响，去年销售处于近几年的高峰，今年同比表现不好，拖累电器业务收入增长，但公司仍好于行业及主要竞争对手，预计四季度降幅仍会在20%左右。

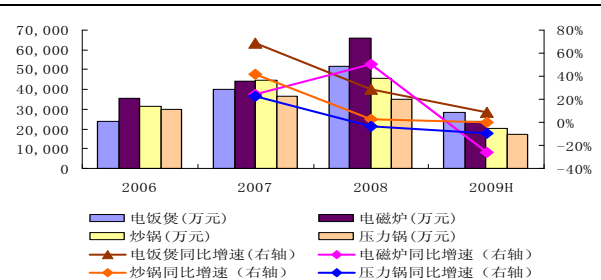
- **压力锅：**正在被电压力锅替代，未来收入增速继续下降。
- **豆浆机：**行业逐渐进入同质阶段，前景来自新理念的推出。
- **炊具业务：**已过高增长阶段进入成熟期，销售开始来自更新需求，使用寿命逐渐缩短，今年收入增速可维持在3%-4%之间。
- **厨房大家电业务：**主要是跟随老板、帅康等老品牌开展，但由于行业品牌集中度低，公司品牌力偏弱。渠道方面，产品进入家电连锁成本高，主要是通过建材市场中的专卖店进行销售，09年专卖店可达300家，未来三年将达1500家。公司认为厨房大家电将在未来几年出现爆发式增长，绍兴基地建成后产能提升，助推业务快速发展。
- **生活电器业务：**公司提出未来将由厨房家电拓展到生活电器，主要以SEB现有产品为基础展开，如电熨斗等。

图8：苏泊尔各项业务收入变化



资料来源：WIND、国都证券研究所

图9：苏泊尔各项产品收入变化



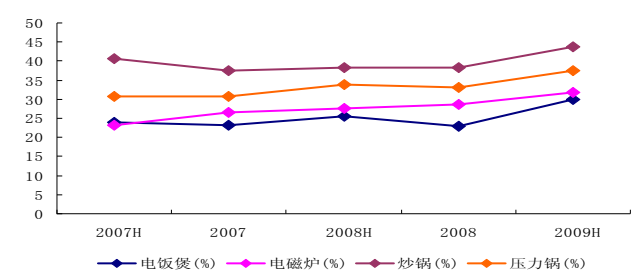
资料来源：WIND、国都证券研究所

5. 毛利率可维持稳定，费用支出坚实基础

在原材料方面，公司基本锁定了下半年的采购价格，并配合采用套期保值的方式降低波动风险，但预计四季度和明年上半年原材料价格或有一定上涨。在产品定价方面，公司表示只有在新品推出时才调高价格，不打价格战，力求以产品的高品质维持终端价格水平。同时，公司认为毛利率可维持稳定，外销产品在15%-20%之间（SEB毛利率锁定为18%，非SEB略低），内销产品在30%以上，今年毛利率高于正常水平，中长期综合毛利率可维持在25%-30%之间。

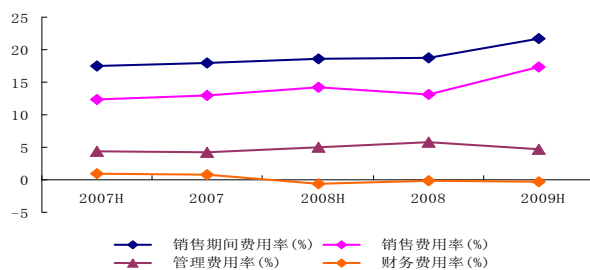
公司在今年销售费用上升较快，主要是提出了新的LOGO，加大了广告宣传的力度，我们认为公司未来仍将陆续承接SEB的产品技术，那么符合中国市场的新品将不断推出，况且今年家电行业销售费用支出普遍偏高，预计公司近两年销售费用可能维持高位。而管理费用中包括需支付SEB的商标费、专利费、技术转让费等（约占销售额3%），下降的空间相对有限。

图10：苏泊尔主要产品毛利率变化



资料来源：WIND、国都证券研究所

图11：苏泊尔期间费用率变化



资料来源：WIND、国都证券研究所

6. 以城市包围农村，深耕三、四级市场

公司看好农村市场的发展潜力，认为小家电和炊具的需求将向中西部转移，同时农村消费者的购买力也会不断提高，因此增强产品认知度和渠道建设是当前的重点。目前农村市场占内销的比重已由10%上升至30%，产品主要定位中端，量价兼顾。

公司在城镇市场渠道完善，覆盖率高，但在三、四级市场偏弱，生活馆的拓展是未来的看点，生活馆集陈列、展示、销售和售后服务功能为一体，分为旗舰店、标准店和简易店三种，能够提供小家电销售的整套方案，费用相对连锁卖场低，上半年贡献近5%的销售额，目前数量在600家左右，年底可达700家，目标实现2000家（平均每1.5天新开一家）。

7. 盈利预测与投资建议

基本假设：

1. 公司今年上半年收入增速略低于预期，下半年出口进一步好转，四季度销售可能超预期，保守估计09年增速为9.2%；2010年公司在产能扩充、产品转移后销量有望快速增长，估计增速为22.8%。
2. 毛利率保持稳定，明年原材料价格可能上涨，预计09、10年毛利率分别为31%和29.5%。
3. 近两年SEB技术和新品转移，广告宣传支出较高，预计09、10年销售费用率分别为15.8%和14.4%；产品转移需要支付SEB约销售额3%的商标费、技术转让费等，预计管理费用率为4.4%和4.1%。
4. 公司获得高新技术企业资格，所得税率由25%下调至15%。

表4：苏泊尔盈利预测

单位：元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	2,933,702,853.62	3,622,472,692.95	3,955,540,807.20	4,856,899,878.70
营业收入	2,933,702,853.62	3,622,472,692.95	3,955,540,807.20	4,856,899,878.70
二、营业总成本	2,691,667,476.47	3,305,017,468.75	3,513,329,279.85	4,304,375,458.68
营业成本	2,148,775,148.03	2,620,554,181.21	2,729,855,311.86	3,424,936,597.35
销售毛利率	26.8%	27.7%	31.0%	29.5%

营业税金及附加	7,217,348.55	7,305,027.34	8,187,969.47	10,053,782.75
销售费用	379,371,992.24	477,767,391.53	624,975,447.54	699,393,582.53
管理费用	122,649,947.50	206,713,755.66	174,043,795.52	199,132,895.03
财务费用	23,902,541.80	-7,668,293.08	-23733244.84	-29141399.27
资产减值损失	9,750,498.35	345,406.09	0	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	869,760.00	0	0
投资净收益	2,292,168.83	25,312,439.30	7,000,000	9,000,000
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	244,327,545.98	343,637,423.50	449,211,527.35	561,524,420.02
加：营业外收入	3,452,150.28	7,417,327.63	8,000,000.00	10,000,000.00
减：营业外支出	5,584,118.88	4,638,770.69	8,000,000.00	9,000,000.00
五、利润总额	242,195,577.38	346,415,980.44	449,211,527.35	562,524,420.02
减：所得税	26,883,621.22	47,008,026.57	67,381,729.10	84,378,663.00
加：未确认的投资损失				
六、净利润	215,311,956.16	299,407,953.87	381,829,798.24	478,145,757.02
减：少数股东损益	43,372,357.61	62,900,962.91	80,184,257.63	100,410,608.97
归属于母公司所有者的净利润	171,939,598.55	236,506,990.96	301,645,540.61	377,735,148.04
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.91	0.54	0.68	0.85

资料来源：国都证券研究所

在对公司进行盈利预测的基础上，预计09、10年EPS分别为0.68元和0.85元，以10月19日收盘价18.93元计算，对应PE值为28倍和22倍，价格基本处于合理区间。基于公司具备较好的外延式增长潜力和受益出口回暖的预期，我们上调公司评级为“短期-推荐，长期A”。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。