

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

苏泊尔 (002032)

推荐

厨房电器

SEB 受让苏泊尔集团及苏增福先生持有的公司股权 (维持评级)

2011 年 2 月 17 日

未来新品推广、多品牌运营将明显加快

证券分析师: 王念春 0755-82130407 wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书
编码: S0980510120027

事项:

公司控股股东 SEB 国际与公司第二大股东苏泊尔集团及公司第三大股东苏增福先生签署了《股份转让协议》，苏泊尔集团将其持有的 70,225,353 股苏泊尔股份转让给 SEB 国际，占公司现有总股本的 12.17%；苏增福先生将其持有的 45,225,047 股公司股份转让给 SEB 国际，占公司现有总股本的 7.83%。协议转让完成后，SEB 国际将持有公司股份 411,665,665 股，占公司已发行总股本的比例为 71.31%。转让价格每股 30 元。

评论:

■ 公司未来新产品开发、多品牌运营将明显加快

SEB 自 2008 年成为公司控股股东后，经过三年的经营，2010 年进入融合的收获期，给公司带来的促进主要包括：

- ✓ 厨房领域多品类发展战略的顺利实施。
- ✓ 经营效率的提升。
- ✓ 新产品引入中国市场带来的盈利能力上升。

在此次 SEB 持有公司股权比率进一步上升的情况下，我们预期 SEB 对公司在新产品开发、多品牌运营的推进进程会有明显加快，这主要基于以下几点理由：

- ✓ 中国市场是全球小家电行业成长最快的区域之一，且市场容量巨大，是 SEB 在全球的重点发展区域，在其他欧美成熟市场无法获得高成长。
- ✓ 公司已经具备了很好的多品类产品制造和经营能力。
- ✓ 多个品牌经营将有利于 SEB 通过公司在中国获取更高的收益，包括增加高端产品市场覆盖、进一步增加产品品类覆盖等。（前期公司计划引进 SEB 旗下炊具高端品牌 LAGOSTINA，我们预期 SEB 原来在中国的品牌特福 TEFAL 也很有可能纳入公司，这些都显示公司早有多品牌运营的战略倾向）。
- ✓ 更充分的发挥公司的规模优势和区域低成本制造优势，成为 SEB 在亚洲的小家电及炊具产品的高品质低成本制造基地。

■ 转让价 30 元超出市价，直接推高公司股价

此次转让价格 30 元，比公司昨日收盘价 26.4 元超出 14%，显示控股股东对公司未来成长的信心，将直接推高公司股价。

图 1: SEB 的全球品牌



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 1: SEB 旗下的区域品牌

CONTINENT	SMALL DOMESTIC EQUIPMENT	COOKWAVE
France, Belgium	 	
North America		
South America	 	
Asia	苏泊尔	苏泊尔

数据来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

表1: SEB在全球不同区域的销售收入分布 (百万欧元)

(€ millions)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 同比增长
France	640	668	685	712	3.94%
Other western EU countries	718	735	728	788	8.24%
North America	402	394	349	404	15.76%
South America	274	269	263	346	31.56%
Central Europe,CIS and other countries	626	666	552	639	15.76%
Asia Pacific	210	498	600	762	27.00%
Total	2,870	3,230	3,177	3,651	14.92%

资料来源: SEB 公开信息、国信证券经济研究所

表2: SEB购买公司股权进程回顾

方式	简述	完成时间
转让	公司向 SEB 国际定向增发 4000 万股 A 股股票, 每股 18 元 (经过 2007 年 10 转增 10 和 2009 年 10 转增 3 股, 相当于当前的 10400 万股, 每股价格 6.9 元)	2007-08
定向增发	SEB S.A 通过其全资子公司 SEB 国际以协议转让方式对公司进行战略投资, 受让公司股东苏泊尔集团有限公司持有的公司股份 1710 股、苏增福持有的本公司股份 746.67 股、苏显泽持有的公司股份 750 万股, 合计 2532 万股。每股价格 18 元 (经过两次转增, 为 6583 万股, 每股转让价 6.9 元)	2007-09
要约收购	SEB 国际要约收购公司 4912 万股股权, 每股价格 47 元 (经过两次转增, 相当于目前 12772 万股, 每股转让价 18 元)	2007-12
转让	苏泊尔集团将其持有的 7023 万股苏泊尔股份转让给 SEB 国际, 苏增福先生将其持有的 4523 万股公司股份转让给 SEB 国际。转让价格每股 30 元。	

资料来源: SEB 公开信息、国信证券经济研究所

■ 苏泊尔集团出售公司股权的时点比预期提前, 显示其倾向于增加对其他产业的投资比重

公司未来 3 年年增长约 30% 可以明显预知的, 在这样的预期下, 苏泊尔集团出售公司股权, 从时点上而言是超出我们之前预期的。虽然此次转让价超过市价, 但我们认为如果集团明后年出让股权, 还可获得更好的价格。分析出现这样转变的原因, 我们认为显示苏泊尔集团倾向于增加对其他行业的投资比重, 目前该集团投资领域包括房地产、码头、药业、卫浴等。

■ 2011 年继续较好的成长预期

公司未来在新产品推广、市场拓展均有亮点, 包括:

- ✓ 电压力锅、豆浆机、食物料理机、电蒸锅等小家电品类的进一步新品推广。
- ✓ 面包机, 电炸锅, 电烤盘等外销产品将逐步成熟推广, 对 SEB 的订单继续快速上升, 特别是小家电产品。
- ✓ 三、四级市场渠道投入增加, 将有效分享国内县级以下市场消费能力上升。

■ 维持对公司的“推荐”评级

此次股权转让将直接推高公司股价, 股价到 30 元以上后估值压力上升, 但公司未来的持续较快成长将逐步消化当前估值压力, 也具备很好的消费股特性, 并且公司多品牌运营及新产品推广加快也会有利于提升公司在市场中的估值认同, 预期 2010、2011、2012 年每股收益 0.75、0.99、1.31 元。维持对公司的“推荐”评级。

小家电行业在国内未来保持较好的成长趋势, 同类小家电领域上市公司, 九阳股份也会因此受到带动, 建议适当买入。

表 3: 公司分类收入 (百万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入合计	2933	3622	4116	5,674	7,592	9,699
炊具内销	923	980	1079	1,457	1,821	2,094
炊具外销	761	755.147	1027	1,210	1,537	1,921
电器内销	1046	1517.51	1733	2,513	3,518	4,749
电器外销	94	204.6	187	404	626	845

资料来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	945	1711	1850	2096	营业收入	4116	5762	7721	9883
应收款项	710	789	1058	1354	营业成本	2839	4143	5547	7077
存货净额	609	562	753	961	营业税金及附加	7	9	12	15
其他流动资产	67	93	125	160	销售费用	688	841	1127	1443
流动资产合计	2355	3179	3796	4581	管理费用	187	214	277	352
固定资产	686	845	985	1113	财务费用	(10)	(2)	6	4
无形资产及其他	190	184	178	171	投资收益	13	13	13	13
投资性房地产	34	34	34	34	资产减值及公允价值变动	7	5	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(0)	0	(0)	0
资产总计	3266	4243	4993	5899	营业利润	425	576	767	1007
短期借款及交易性金融负债	0	500	500	500	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	583	787	1054	1346	利润总额	427	578	769	1010
其他流动负债	294	273	365	467	所得税费用	72	87	115	151
流动负债合计	877	1560	1920	2312	少数股东损益	45	60	80	105
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	310	431	574	753
其他长期负债	2	3	3	4					
长期负债合计	2	3	3	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	879	1562	1923	2317		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	237	272	318	378	净利润	310	431	574	753
股东权益	2150	2408	2753	3205	资产减值准备	3	(3)	0	0
负债和股东权益总计	3266	4243	4993	5899	折旧摊销	61	56	68	81
					公允价值变动损失	(7)	(5)	(2)	(2)
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	财务费用	(10)	(2)	6	4
每股收益	0.54	0.75	0.99	1.30	营运资本变动	(26)	122	(130)	(146)
每股红利	0.23	0.30	0.40	0.52	其它	23	37	46	60
每股净资产	3.72	4.17	4.77	5.55	经营活动现金流	364	638	555	747
ROIC	15%	20%	26%	31%	资本开支	(174)	(200)	(200)	(200)
ROE	14%	18%	21%	24%	其它投资现金流	(23)	1	14	0
毛利率	31%	28%	28%	28%	投资活动现金流	(197)	(199)	(186)	(200)
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0
收入增长	14%	40%	34%	28%	支付股利、利息	(132)	(172)	(230)	(301)
净利润增长率	31%	39%	33%	31%	其它融资现金流	163	500	0	0
资产负债率	34%	43%	45%	46%	融资活动现金流	(102)	328	(230)	(301)
息率	1.1%	1.4%	1.8%	2.4%	现金净变动	65	766	140	245
P/E	40.6	29.2	21.9	16.7	货币资金的期初余额	880	945	1711	1850
P/B	5.9	5.2	4.6	3.9	货币资金的期末余额	945	1711	1850	2096
EV/EBITDA	29.6	23.2	17.6	13.8	企业自由现金流	255	449	382	582
					权益自由现金流	417	951	377	579

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。