

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

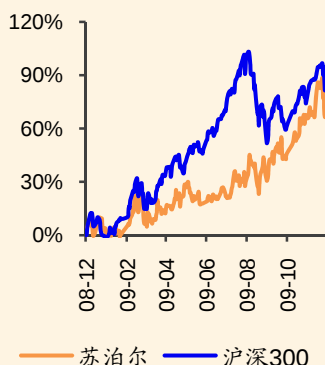
E-Mail: lfy2840@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

公司最近一年股价走势:



事件:

2009 年 12 月 1 日, 我们到苏泊尔进行了实地调研, 拜访了公司董秘叶继德先生和证券事务代表闫丹女士, 并参观了公司在杭州的小家电生产基地。

要点:

□ 六个生产基地解决产能瓶颈

绍兴基地投产加快与 SEB 合作进展

绍兴基地的建设目标是 SEB 在亚洲最大的小家电生产基地, 主要负责生产小家电以及对 SEB 的出口。绍兴基地规划的三个 400×100 米的厂房已全部建成, 绍兴基地一期项目已经在 10 月份投产, 预计 2010 年产值将达 20 亿元; 二期项目预计 2010 年下半年投产, 至 2011 年绍兴基地的产值将超过 30 亿元, 公司将能够实现“三年再造一个苏泊尔”的目标。目前公司产能瓶颈已基本解决。

越南基地辐射东南亚市场

越南基地主要负责东南亚市场的炊具生产, 实现由越南向东南亚辐射, 将东南亚的订单直接在越南进行生产和销售。越南基地的一期项目已在 08 年下半年投产, 目前越南基地的产能大约为 25 万口炊具, 产能利用率大约在 60% - 70%, 预计 09 年的产值将达 2 亿元人民币; 二期项目建成后产值有望达 5 亿元人民币。越南基地以自主品牌销售的产品毛利率在 30% 以上, 贴牌产品的毛利率约为 20%。公司计划将亚洲的一些贴牌订单也逐渐转移至越南基地生产。经过一年多的培育期, 越南基地已经实现小幅盈利, 预计明年随着生产规模的扩大, 公司将实现较大的盈利。

东莞、杭州生产线将逐渐迁至绍兴基地

除绍兴基地和越南基地外, 公司另有 4 个生产基地, 分别是: 玉环基地、杭州基地、武汉基地和东莞基地。其中, 杭州基地目前仅保留电饭煲生产, 其余产品生产均迁至绍兴基地; 东莞基地即将撤销, 生产线也将迁至绍兴基地; 玉环基地主要负责 SEB 出口炊具生产; 武汉基地目前主要负责内销炊具的生产, 其二期项目正在建设, 建成后也将生产 SEB 出口炊具产品。

□ SEB 订单转移空间大

09 年初, 公司收到来自 SEB 的 1 亿美元的订单, 包括 8600 万美元炊具、1500 万美元小家电以及 400 万美元橡塑产品, 目前该订单已基本完成, 考虑到 12 月份是小家电及炊具的销售旺季, 公司预计年内有望超额完成。SEB 的年销售额超过 30 亿美元, 在亚洲的采购比例约为 30%, 并逐渐提高; 其中 SEB 在中国采购的

小家电及炊具产品约为 3-3.5 亿美元，公司在 SEB 同类产品的采购订单中的比重已达约 30%。预计明年出口订单将有确定性的增长。

公司出口到 SEB 的产品主要有面包机、电炸锅、点烤盘等西式小家电，以贴牌生产为主。目前 SEB 订单在公司出口收入中的比重已达 60% 以上。

接下来公司和 SEB 合作的重点在于技术转移。目前 SEB 的红点技术及巧叠技术等全球专利已转移至苏泊尔，该两项产品均已上市销售；SEB 全球销售第一的榨汁机技术也已转移，产品即将上市；SEB 接下来也会不间断地向公司进行技术转移。公司并不担心明年 SEB 订单转移的问题，而是要重点考虑技术对接情况以及公司产能能否满足订单转移的需求。

□ 渠道将持续扩张，逐渐下沉

公司一级经销商和二级经销商共有约 300 家。其中，一级经销商主要分布在省会等大城市，二级经销商分布在一级经销商周围的城市。公司目前炊具产品的渠道主要有：超市卖场（包括国内卖场和国际性卖场）60%、百货商场 10%、生活馆 5%、以及其他批发渠道；小家电产品的渠道主要有：超市卖场（包括国内卖场和国际性卖场）30%、3C（国美、苏宁等）30%、百货商场 10%、生活馆 5%、以及其他批发渠道。

09 年公司生活馆数量翻了一倍，目前有约 700 家，预计明年将增至约 1000 家。公司约 80% 的销售收入来自城市，为了将渠道下沉，公司生活馆均开设在城镇及农村市场，可弥补城镇和农村中连锁超市及 3C 卖场的稀缺。生活馆的加盟有两种方式，一类是经销商自己做生活馆，向农村市场扩张，这也是公司较为鼓励的一种方式；一类是外部的加盟商。公司对加盟的生活馆会在选址、设计、装修、培训等方面进行统一的指导和规划。

连锁超市、3C 及百货卖场公司有两种供货渠道，分别是大客户部直接供货和一级经销商供货；生活馆则采取就近便利原则，可选择一级经销商供货或二级经销商供货，公司为确保生活馆的盈利，会控制经销商对其加价点，一般在 5% - 10%。

公司对各个终端采取指导价和上下游浮动范围的制度，按照运输、运营成本及区域不同略有差异。目前公司正在建设终端数据采集系统，该系统建成后，公司领导层能在第一时间掌握终端销售的情况，将加强公司对终端的控制能力，有利于公司决策的进行。

□ 原材料上涨不构成担忧

原材料在炊具成本中的占比高达 80%，小家电则更高。炊具的原材料主要是铝、铁、不锈钢等，小家电的原材料主要为 PP 塑料和电路控制器。小家电的塑料外壳是公司自己生产，电路控制器为外购。2009 年下半年原材料较上半年已有较大幅度上涨，随着经济的回暖，市场普遍预期明年原材料价格将持续上扬。

面对原材料的不断上涨，公司并不担心。原因有二：一是作为行业龙头，公司有足够的毛利率空间；二是原材料上涨不仅仅是针对公司自身，对于竞争对手同样

也在上涨。这样以来将会有一些中小企业由于利润空间受到较大压缩而遭到市场淘汰，将加速行业洗牌，对于公司而言反而是利大于弊。原材料的上涨或将造成公司明年毛利率有所下滑，但公司认为只要自身做好套期保值，并在供货商储备大量原材料的话，此轮价格上涨并不会改变公司龙头地位及强大的盈利能力。

□ 风险提示

公司与 SEB 合作或将低于我们的预期；原材料价格上涨可能高于预期；

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。