

小家电

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 18.74元

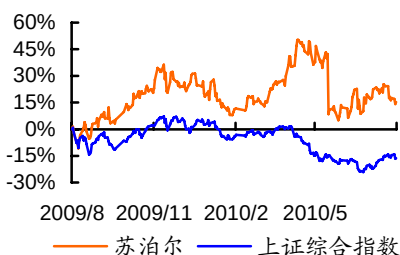
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2607.50
总股本(百万)	577
流通股本(百万)	276
流通市值(亿)	52
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	26.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏泊尔	-4.34	7.10	32.16
上证综合指数	5.53	-1.51	-12.66



相关报告

《苏泊尔-未来成长空间仍然较大》

2009-10-26

《苏泊尔-毛利率提升推动业绩增长》

2009-8-24

《苏泊尔-增长主要来源于电器产品》

2009-3-20

苏泊尔

002032

推荐

解禁 ≠ 马上减持, 减持 ≠ 公司前景有问题

投资要点:

- **不应过分负面解读管理层减持。**公司前期, 管理层、三股东进行了一定数量的减持, 8月初二股东又有1.38亿股解禁, 引发市场担心。经过调研和分析, 我们认为担心并无太大必要。最新二股东解禁并不意味着马上减持, 即便未来减持, 公司也会按照相关法规和承诺进行, 充分考虑二级市场的承受能力, 更大的可能也是要通过大宗交易市场进行。而前期相关减持, 也是严格按照相应程序处理, 管理层和三股东苏增福减持系个人原因, 或有其他财务安排以及投资需求, 并不存在市场所担心的“公司内部是否存在外界不可知的利空因素?”“公司在与SEB合作中出现经营摩擦, 苏氏父子可能会选择退出”, 公司目前经营良好, 业绩有较大增长。经过几年的磨合, 与SEB的合作渐入正轨。苏式家族并没有退出公司的意愿。因此, 我们不能过分的从负面解读管理层减持公司股票这一行为。而应更多地从公司基本面来分析和判断公司未来的发展。
- **品牌集中度提高和农村市场需求释放是国内炊具增长的重要亮点。**未来炊具产品增长特点包括 1) 品牌集中度提高, 龙头企业通过品牌优势、规模优势和先发优势能够有效抢占市场。2) 农村市场需求的释放带来全行业增长。
- **消费升级带动国内小家电市场增长。**目前我国小家电产品普及率较低, 正进入快速发展期。公司小家电综合实力仅次于美的(目前有8种细分产品市占率在前两位), 未来将成为增长的重点。今年推出一级能效电磁炉和电蒸锅等新品, 配合不断深化的渠道建设, 通过规模扩张, 进一步扩大在小家电行业的市场地位。
- **渠道下沉, 拓展三四级市场。**公司在二三级市场渠道铺设相对完善, 百货店、卖场进店率在80%以上, 仅次于美的等行业巨头。三、四级市场主要通过经销商以及生活馆进行销售, 是公司未来加大投入的重点。生活馆年末将达到800家左右, 合作经销商将达8000家左右。2010年销售终端量将达20000家左右。
- **SEB订单转移推动出口增长。**苏泊尔炊具类产品占SEB中国采购量71%左右, 而小家电占同类采购27%左右。考虑到SEB自身的增长, 未来炊具类产品将会稳定增长, 而来自SEB小家电订单转仍是未来重要看点。同时, 利用SEB在东南亚以及其他地区的营销网络, 公司出口市场扩大有较大上涨空间。
- **产能扩充, 合理布局。**炊具和小家电产品销售旺盛, 公司主要产品产销率均在100%以上。武汉二期和绍兴二期项目的建设完工将缓解公司产能紧张的问题(若满产将增加产能60-70亿)。
- **成本转嫁能力强, 盈利较稳定。**炊具和小家电等原材料成本占比在50-60%左右, 公司采用套期保值, 并通过与SEB协同采购降低采购成本, 有效防范原材料价格波动的风险, 公司较高毛利率能够得以维持。
- **盈利预测。**综合考虑, 我们预计公司10年, 11年EPS分别为0.76元, 1.00元。按照25倍PE估值, 公司目标价为25元左右, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** SEB订单转移低于预期, 经济增速下滑导致需求增长放缓。

主要财务指标

单位: 百万元	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E
营业收入(百万元)	3,622	4,116	5,702	7,344
同比(%)	23%	14%	39%	29%
归属母公司净利润(百万元)	237	310	437	578
同比(%)	38%	31%	41%	32%
毛利率(%)	27.7%	31.0%	30.3%	30.8%
ROE(%)	26.0%	17.6%	16.2%	18.4%
每股收益(元)	0.53	0.70	0.76	1.00
P/E	35	27	25	19
P/B	5.1	4.7	4.0	3.5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、解禁≠马上减持，减持≠公司前景有问题	4
1.1 最新的解禁情况	4
1.2 下一阶段减持压力不大	4
1.3 减持不必过分负面解读	5
1.4 减持合法合规，系个人其他考虑	5
二、炊具和小家电行业龙头	6
2.1 先发优势成就国内行业龙头	6
2.2 SEB 集团亚太地区战略平台	7
三、需求释放和消费升级推动内销增长	8
3.1 消费升级、城镇化建设带动国内小家电市场增长	8
3.2 农村市场需求释放和品牌集中度提高是国内炊具增长的重要亮点	9
四、渠道下沉，拓展三四级市场	10
五、SEB 订单转移推动出口增长	11
六、产能扩充，合理布局	12
七、成本转嫁能力强，盈利较稳定	13
八、一季度利润表	15
九、收入、利润分季度	16
十、盈利预测与估值	17

图表目录

表 1: 主要股东和管理层持股数量及限售股解禁情况 (单位: 万股)	4
表 2: 管理层持股数量及减持情况 (单位: 万股)	5
表 3: 主要产品市场竞争力(国内)	7
表 4: SEB 全球主要产品列表	8
表 5: 收入分产品 (单位: 百万, %)	8
表 6: 城镇市场与农村市场对比	9
表 7: 公司计划年底实现渠道终端	10
表 8: 收入分地区 (单位: 百万, %)	11
表 9: SEB 集团生产区域布局	11
表 10: SEB 订单情况	12
表 11: 公司主要生产基地及产值 (单位: 亿元)	13
表 12: 原材料成本结构	13
表 13: 一季度利润表	15
表 14: 收入分季度 (单位: 百万)	16
表 15: 净利润分季度 (单位: 百万)	16
表 16: 盈利预测	17
图 1: 公司季度收入、净利润变化 (单位: 百万, %)	6
图 2: 公司炊具、电器收入稳定增长 (单位: 百万, %)	6
图 3: SEB 按地区收入增长 (单位: 百万欧元)	7
图 4: SEB 按地区收入占比 (单位: %)	7
图 5: 国内炊具市场销售收入 (单位: 亿元, %)	9
图 6: 渠道架构 (单位: 亿元, %)	11
图 7: SEB 订单转移 (单位: 亿元, %)	12
图 8: 铝、铜价格走势 (单位: 元/吨)	13
图 9: 塑料价格指数走势	13
图 10: 公司毛利率、净利率 (单位: %)	14
图 11: 三项费用率 (单位: %)	14

一、解禁 ≠ 马上减持，减持 ≠ 公司前景有问题

前期媒体报道公司管理层大量减持，引发市场担心。我们认为大股东管理层减持公司股票应该予以关注，充分重视。但也应该秉持客观理性态度，不宜主观猜测，过分负面解读。经过调研和分析，我们认为，目前市场对减持方面的担心并无太大必要。

1.1 最新的解禁情况

公司最新解禁情况如下表。本周二股东解禁 1.38 亿股，8 月底 9 月初大股东会解禁 1.296 亿股。但是解禁不等于马上减持，尤其是大股东减持的可能性不大。

表 1: 主要股东和管理层持股数量及限售股解禁情况（单位：万股）

股东	持股数	持股比例	限售股数	限售股解禁
SEB 控股	29622	51.3%	22786	2010 年 8 月 31 日解禁 4961 万股 2010 年 9 月 4 日解禁 8000 万股 2010 年 12 月 25 日解禁 9825 万股
苏泊尔集团	13814	23.9%	13814	已于 2010 年 8 月 8 日解禁
苏增幅	4616	8.0%	-	流通股
苏显泽	554	1.0%	415	每年可减持上年末所持股份的 25%
王丰禾	66	0.1%	66	每年可减持上年末所持股份的 25%
颜决明	51	0.09%	51	每年可减持上年末所持股份的 25%
叶继德	44	0.08%	44	每年可减持上年末所持股份的 25%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

1.2 下一阶段减持压力不大

首先，解禁不等于马上减持，尤其是大股东减持的可能性不大。二股东苏泊尔集团，即使减持，也会按照相关法规和承诺进行，解禁也会充分考虑二级市场的承受能力。即使要减，更大的可能也是要通过大宗交易市场进行。

另外，公司管理层每年减持量要求在上年末所持股本的 25% 以内。拥有股票的管理层中，苏显泽持有 554 万股，占公司股本 1%。其他三位高管合计持股 161 万股。根据限售条件，10 年苏显泽与其他三位高管可减持股股本量分别为 138 和 31 万股，目前已减持 133 和 21 万股。今年可减持额度已基本用完，下半年管理层不会再有大量减持动作。

表 2：管理层持股数量及减持情况（单位：万股）

管理层	09 年末持股	10 年转增后	10 年可减持量	10 年已减持
苏显泽	426	554	138	133
其他三位高管	124	161	31	21

资料来源：深交所，中投证券研究所

至于公司第三大股东苏增福的减持状况，截止到 2010 年一季度末苏增福持有公司股票数 4616 万股，占公司股本 8%，截止目前本年已减持 72 万股。此前苏增福已多次在公开场合表示过减持意愿，已被市场所消化。公司在合规的前提下会充分考虑市场的承受能力，后期大量减持的可能性不大。

1.3 减持不必过分负面解读

市场对管理层减持也出现了很多猜疑，包括：1）公司内部是否存在外界不可知的利空因素，管理层作为知情者先行减持套现。2）公司在与 SEB 合作中出现经营摩擦，双方合作中出现波折，苏氏父子选择退出。

在与上市公司调研和沟通后，我们认为不存在上述两种情况。公司目前经营良好，业绩有较大增长。经过几年的磨合，与 SEB 的合作已渐入正轨。苏式家族也多次在公开场合表示，并没有退出公司的意愿。因此，我们不能过分的从负面解读管理层减持公司股票这一行为。而应更多的从公司基本面和经营状况分析和判断公司未来的发展情况。

1.4 减持合法合规，系个人其他考虑

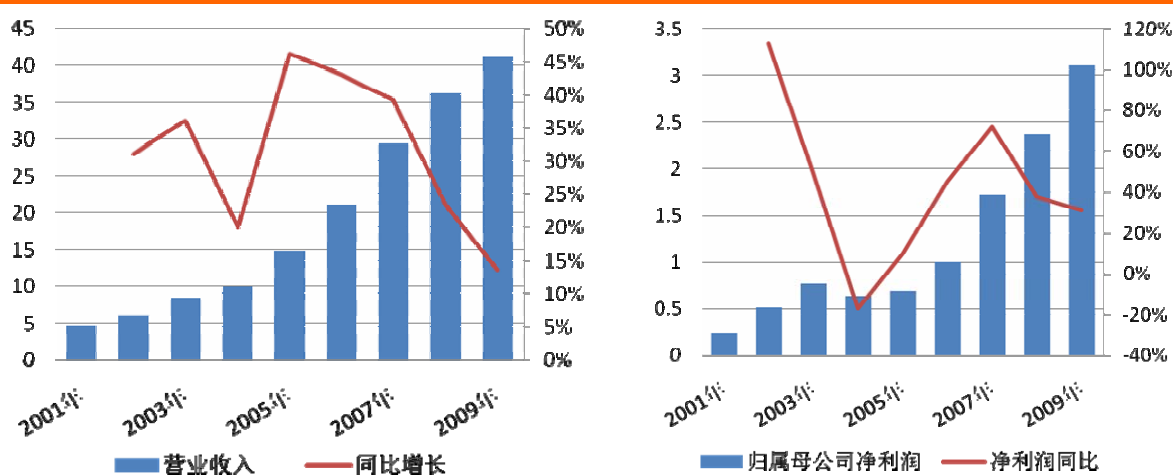
8 月 6 日，公司公告限售股份上市流通的核查报告。经核查，公司及股东严格履行各项承诺，限售股解禁以及管理层减持股本情况均是在合法、合规范围内进行的。本年度第三大股东以及管理层减持股本系个人原因，主要是个人有其他财务安排以及投资需求。

二、炊具和小家电行业龙头

2.1 先发优势成就国内行业龙头

苏泊尔是中国最大、全球第三的炊具研发制造商。公司凭借其在压力锅产品上的质量和技术优势，迅速成长为中国炊具类产品第一品牌。经过十多年的发展，公司规模不断壮大，成功地将产品线扩展至炊具、小家电。近期又开始向厨房大家电延伸。2001年至2010年10年间，公司收入年复合增长率27.3%，净利润年复合增长率11.9%。

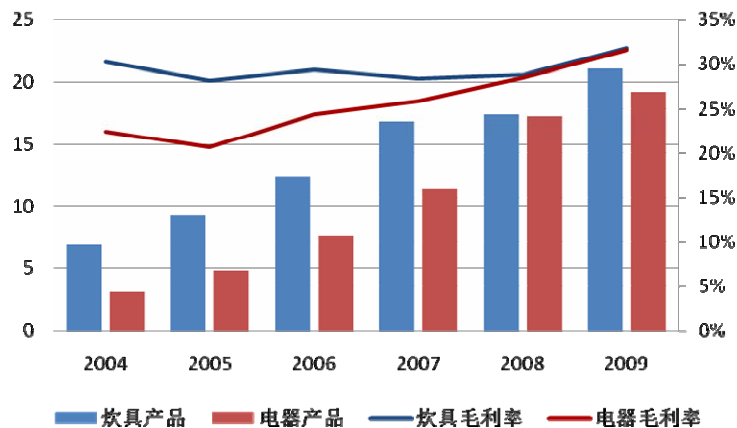
图 1：公司季度收入、净利润变化（单位：百万，%）



资料来源：Wind，中投证券研究所

公司炊具产品在国内市场已占据重要一席。多个产品，压力锅、炒锅等在国内市场占有率居首位。公司进驻小家电产业较早，并很快将在炊具上积累的品牌、技术、管理等经验外延到小家电产品。目前，公司主要小家电产品市场占有率仅次于美的，相比其他竞争对手，拥有很强的先发优势。

图 2：公司炊具、电器收入稳定增长（单位：百万，%）



资料来源：Wind，中投证券研究所

表 3: 主要产品市场竞争力(国内)

市场占有率第一名	市场占有率第二名
压力锅	电水壶
炒锅	电饭煲
蒸锅	电磁炉
煎锅	电压力锅

资料来源: 公司调研, 中投证券研究所

2.2 SEB 集团亚太地区战略平台

2006 年公司与法国 SEB 集团达成战略合作关系, SEB 集团持有公司 50% 以上股权, 成为公司实际控制人。

SEB 集团成立于 1857 年, 于 1975 年在巴黎证券交易所上市, 是全球最大的小家电和炊具生产商之一, 在欧洲、美洲、亚太等地区建有生产厂商, 业务遍及全球 120 多个国家和地区。苏泊尔公司已成为 SEB 集团在亚太地区的最主要的战略平台。

小家电和炊具在欧美等发达国家已发展日渐成熟, 行业增长趋于稳定。亚太地区的小家电和炊具普及才刚刚开始。从 SEB 全球销售收入来看, 近几年欧美等发达地区销售收入增长稳定在 2-5% 的个位数增长速度, 而 SEB 集团亚太区收入逐年呈现增长态势, 收入从 2007 年 2 亿欧元增长到 2009 年 6 亿欧元, 占比从 7% 提高到 2009 年 19%。亚太地区的增长成为 SEB 增长的主要动力。

图 3: SEB 按地区收入增长 (单位: 百万欧元)

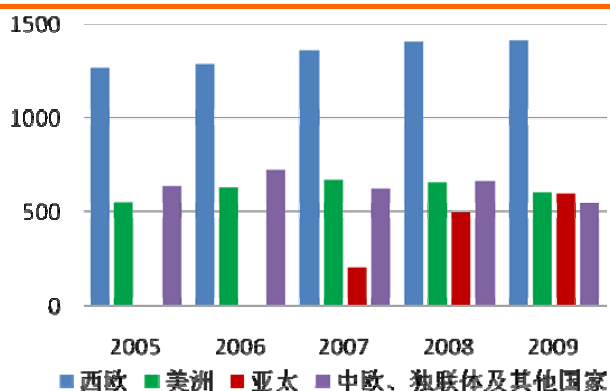
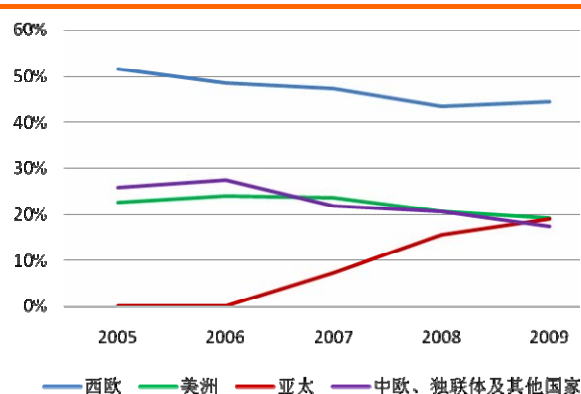


图 4: SEB 按地区收入占比 (单位: %)



资料来源: SEB 年报, 中投证券研究所

SEB 自 1968 年开始, 先后收购了 TEFAL, Moulinex, Rowenta, Krups, All-Cladhe 和 Lagostina 等世界知名电器和炊具品牌, 积累了丰富的全球品牌运作和经营管理经验。收购苏泊尔是 SEB 集团在中国最大一笔投资。根据 SEB 收购苏泊尔后整体战略计划, 苏泊尔将成 SEB 集团在中国的研发基地和战略平台。SEB 将对苏泊尔提供包括营销管理、渠道渗透、产品研发以及品牌管理等全方位的支持。SEB 将苏泊尔作为其在亚太战略布局中重要一环, 无论是从得到控股股东资源支持, 还是从订单转移上讲, 都有很大的上升空间。

表 4: SEB 全球主要产品列表

欧洲	Calor, Tefal, Rowenta, Moulinex, Krups, Lagostina 等
北美	T-Fal, Airbake, Mirro, Regal, Wearever, All-clad 等
南美	Panex, Arno, Volmo, Samurai, Clock, Penedo 等
亚洲	苏泊尔

资料来源: SEB 年报, 公司资料, 中投证券研究所

三、需求释放和消费升级推动内销增长

公司主要业务包括炊具和电器产品。2009 年炊具类产品收入 21 亿, 同比曾展 21.4%, 占比 51%。电器类产品受累于电磁炉销量低迷, 当年收入 19.2 亿, 同比增长 11.5%。

表 5: 收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入(2009)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2008)	收入占比构成
炊具	2,107	51.2%	21.4%	1,736	47.9%
电器	1,921	46.7%	11.5%	1,722	47.5%
橡塑	29	0.7%	-57.3%	69	1.9%
其他	59	1.4%	-38.6%	96	2.6%
合计	1,967	100.0%	-14.9%	2,310	100.0%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

3.1 消费升级、城镇化建设带动国内小家电市场增长

相比炊具市场, 我国小家电市场正进入快速发展期。小家电产品单位价值量较低, 寿命一般 2-3 年, 使用周期相对较短, 更新速度较快, 属低值易耗品, 具有可选消费品特征。目前我国小家电产品普及率相比发达国家较低。欧美发达国家小家电产品超过千种, 保有量也在 40% 以上。而我国小家电品种在 200 中左右, 保有量不足 10%。国内小家电市场仍是一块未被充分发掘的蛋糕。未来小家电销售增长主要来自城镇市场和农村市场消费升级带来需求释放。

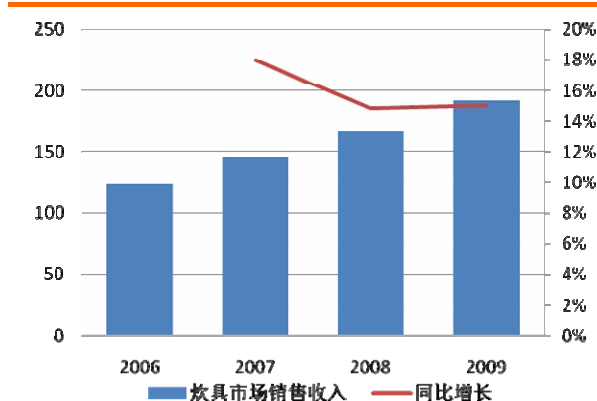
小家电消费具有一定刚性需求特征。目前城镇小家电市场具有一定消费黏性, 客户有较高品牌认知度, 未来小家电在城镇市场的更新需求更多的是新品的推出频率。农村小家电市场还尚未充分激活。未来需求一旦激活, 市场容量巨大。农村市场需求释放将是一个渐进的过程。

公司在小家电领域已崭露头角, 并把小家电作为未来增长的重点, 把握国内小家电行业快速增长的市场机遇, 巩固现有产品优势同时积极推广新品类。今年上半年推出一级能效电磁炉, 下半年计划推出新品类电蒸锅。配合不断深化的渠道建设, 通过规模扩张, 进一步扩大在小家电行业的市场地位。

3.2 农村市场需求释放和品牌集中度提高是国内炊具增长的重要亮点

近年来我国炊具行业保持平稳较快发展，2007 年以来全行业增长在 14% 以上，年复合增长率达 15.9%。2009 年国内炊具销售收入达 192 亿元。

图 5：国内炊具市场销售收入（单位：亿元，%）



资料来源：爱仕达招股说明书，中投证券研究所

随着国内经济的快速发展，居民可支配收入不断增加，以及城镇化建设的不断推进，未来炊具产品增长特点包括 1) 农村市场需求的释放带来全行业增长。2) 品牌集中度提高，龙头企业通过品牌优势、规模优势和先发优势能够有效抢占市场。

1. 农村市场需求释放

我国经济发展不平衡，农村和城市经济和居民消费水平相差较大，二元经济结构明显。90 年代以来，随着各种高新技术不断应用于生活用品，从简单的铁锅发展到现在不粘锅、无油烟锅以及电压力锅、电饭煲等，城市炊具市场不断发展成熟。而农村炊具市场还处在起步阶段，市场尚未完善。

表 6：城镇市场与农村市场对比

市场分类	成熟度	销售渠道	产品档次	产品品种
城市市场	较成熟，市场细分程度高	百货商场、超市、卖场	中高端为主	品种较丰富，新品推出快
农村市场	起步阶段，市场尚未完善	地摊、杂货铺、五金店	中低端为主	品种单一，新品推出慢

资料来源：爱仕达招股书，中投证券研究所

农村市场人口基数较大，炊具品牌认知度不高。相比城镇市场，未来农村炊具市场有较大增长潜力。随着我国经济的不断发展，农村居民收入的不断提高，以及城镇建设的不断推进，相信农村市场消费需求会逐步释放。农村炊具市场空间巨大。

2. 品牌集中度提高

目前国内炊具品牌相对分散，截止 2007 年，炊具生产企业数量 3000 家左右，销售收入 500 万元以上企业也有 900 多家。其中高端产品市占率相对较少，仅 8% 左右，基本为外资一线品牌占据。中高端品牌如苏泊尔、爱仕达等，合计市占率 20% 左右。中端品牌如双喜、顺达、爱妻等和低端杂牌炊具品牌占据国内大部分市场份额。

炊具品牌集中度较低，我们认为未来炊具产品的品牌集中度将得到较大提高，主要由于 1) 未来随着人们收入的提高，消费习惯转变，以及对健康饮食的注重，人们对炊具品牌认知度将会提升。2) 目前农村市场尚未打开，品牌产品销售受渠道限制，难有大的突破。当前在家电下乡政策鼓励下，农村市场家电销售渠道建设已开始逐渐铺开。未来随着品牌产品渠道下沉，炊具品牌集中度会进一步提升。

公司将在炊具业务领域占有绝对优势，2010 年炊具产品以推出高性价比产品为手段，扩大目标消费群体，提升公司在城镇、农村市场的占有率，不断巩固和扩大公司在各个炊具品类产品的领先优势。

四、渠道下沉，拓展三四级市场

2010 年公司将渠道建设作为工作重点，计划增加渠道覆盖率，加强终端推广和管理，通过渠道的铺设提升销售规模，扩大市场领先地位。

公司计划年底实现国内终端数量两万个左右。目前一二级市场以大卖场、百货店为主要销售渠道，公司已拥有较好优势，进店率在 80% 以上，竞争对手中，只有美的等行业龙头进店率在 90% 以上。

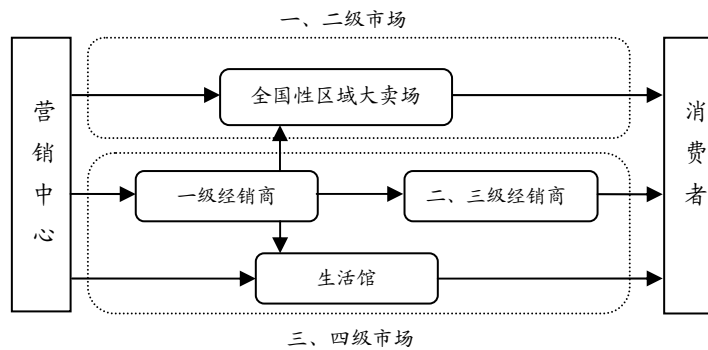
表 7: 公司计划年底实现渠道终端

市场分类	数量
一二级市场	卖场进店率 80%
三四级经销商	8000 左右
生活馆	700-800
合计终端	20000 左右

资料来源：公司调研，中投证券研究所

三、四级市场主要通过经销商以及生活馆进行销售，当前公司在三、四级市场相对弱势。三四级市场是公司未来加大投入的重点，预计 2010 年公司将实现拥有经销商 8000 左右，生活馆年末将达到 800 家左右。生活馆 2009 年销售收入占内销 5% 左右，预计今年将提升到 8% 左右。

图 6：渠道架构（单位：亿元，%）



资料来源：公司调研，中投证券研究所

五、SEB 订单转移推动出口增长

2009 年公司出口收入 1.2 亿元，占总收入 30%左右，同比增长 21.5%。

表 8：收入分地区（单位：百万，%）

分产品	营业收入(2009)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2008)	收入占比构成
内销	2,820	69.5%	12.4%	2,508	71.1%
外销	1,237	30.5%	21.5%	1,019	28.9%
合计	4,057	100.0%	15.0%	3,527	100%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

2009 年 SEB 集团在全球有 27 个工厂，分散在 21 个国家和地区。40%以上生产布局集中在欧洲地区，中国区生产占比 17%，另有 31%的产量通过外购获得。随着 SEB 集团与苏泊尔战略联盟绑定后，SEB 集团全球重新布局下，未来以苏泊尔为平台的亚太区增长将成为其未来发展重点之一。公司获得 SEB 足够支持有保证。

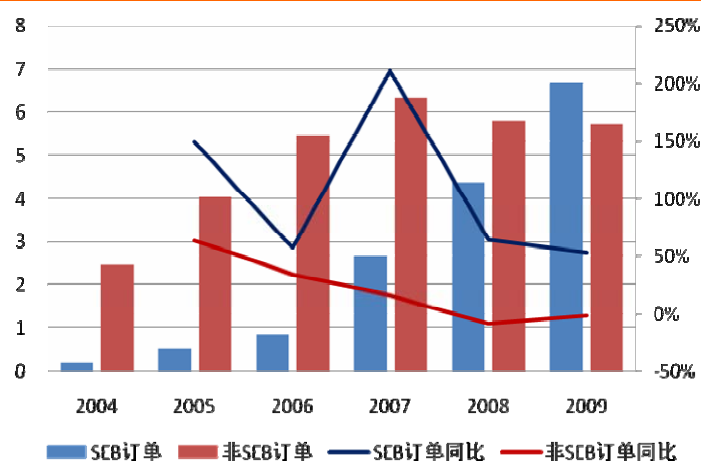
表 9：SEB 集团生产区域布局

生产区域	生产比例
法国	40%
欧洲（除法国）	3%
美国	2%
外包	31%
中国	17%
南美	7%

资料来源：SEB 年报，中投证券研究所

2007 年公司与 SEB 签订战略合作框架时即通过 SEB 与公司的协同，主要是向公司转移大量 OEM 订单，同时利用 SEB 在东南亚以及其他地区的营销网络帮助苏泊尔扩大出口市场。凭借 SEB 订单转移以及海外营销网络平台，公司出口仍有较大提升空间。

图 7: SEB 订单转移 (单位: 亿元, %)



资料来源: SEB 年报, 中投证券研究所

2009 年 SEB 在亚洲订单约 7-8 亿美元, 其中与苏泊尔产品同类的订单约占 50%。在 SEB 亚洲采购订单中, 公司炊具类产品占 SEB 同类采购量 71% 左右, 而小家电占同类采购 27% 左右。其他配件及塑胶件占 7% 左右。考虑到 SEB 自身的增长, 未来炊具类产品将会稳定增长, 而来自 SEB 小家电订单有较大上涨空间。

表 10: SEB 订单情况

订单情况	总额
SEB 亚洲订单	7-8 亿美元
同类产品	50%, 3-4 亿
苏泊尔订单占炊具采购量	71% 左右
苏泊尔订单占小家电采购量	27% 左右
其他配件	7% 左右
合计终端	20000 左右

资料来源: 公司调研, 中投证券研究所

六、产能扩充, 合理布局

公司日前建有 5 大产业基地。东莞基地产能已开始逐步向绍兴转移, 主要是考虑到长三角地区较好的小家电和炊具的零配件产业配套体系。同时从地理上能够较好的辐射华东和华中地区的销售。

国内方面, 公司不断拓展渠道, 小家电和炊具产品需求不断释放。外销上, SEB 订单转移不断深入, 同时依托 SEB 在东南亚地区的影响网络, 扩大出口。目前公司主要产品产销率均在 100% 以上, 产能瓶颈渐显。募投项目的建设和完成将有效解除公司产能紧张的问题。

表 11: 公司主要生产基地及产值 (单位: 亿元)

地点	主要产品	年底计划实现产值	2011, 2012 产值	备注
杭州:	苏泊尔家电	30 亿		
武汉:	苏泊尔炊具、废旧回收、压力锅	一期年底达产 15 亿	二期 2011 年 3 月达产 25 亿产能	
玉环:	炊具	12 亿		
绍兴:	生活电器	20 亿	2012 年计划达产 30-40 亿	
东莞:	电器			主要产能已开始向绍兴迁移
越南	炊具、小家电	2 亿	二期达产 5 亿	量很少, 主要为应对东盟关税

资料来源: 公司调研, 中投证券研究所

七、成本转嫁能力强, 盈利较稳定

炊具和小家电等原材料成本占比在 50-60% 左右。09 年下半年主要原材料价格上涨, 但在今年上半年欧洲债务危机下, 原材料回调, 预计中长期原材料价格大幅波动的可能性不大。

表 12: 原材料成本结构

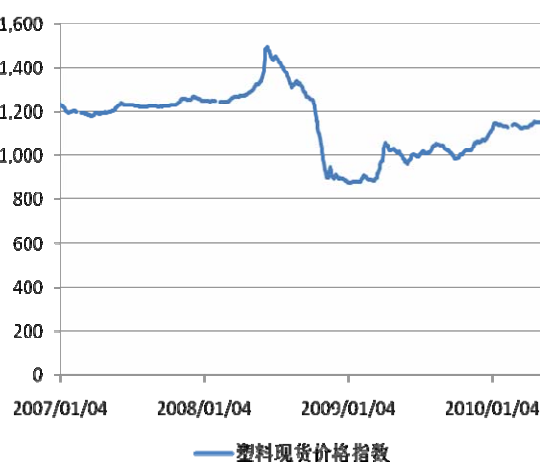
产品类别	铝、不锈钢等原材料占比	塑料、元器件等原材料	塑胶配件	包装成本	人工占比
炊具类	50% 左右		30% 左右	8-10%	5-8%
小家电类		60% 左右		8-10%	5-8%

资料来源: 公司调研, 中投证券研究

图 8: 铝、铜价格走势 (单位: 元/吨)



图 9: 塑料价格指数走势



资料来源: WIND, 中投证券研究

公司采取套期保值方式规避成本上升风险，同时也通过与 SEB 协同采购降低采购价格，有效防范原材料价格波动的风险。公司高毛利率受原材料价格波动也影响有限。

SEB 战略合作框架下，对公司的支持除订单转移外，还包括在技术、运营、营销和管理上的支持。经过这几年的磨合和调整，协同效应已开始从公司的日常经营管理中显现。

2008 年公司与 SEB 签订了《技术服务协议》，规定 SEB 向概念股是提供技术服务包括：信息技术、市场运营和财务管理等各个方面。2009 年公司引进 SEB 红点技术，有效拉动炒锅销售。

图 10: 公司毛利率、净利率 (单位: %)

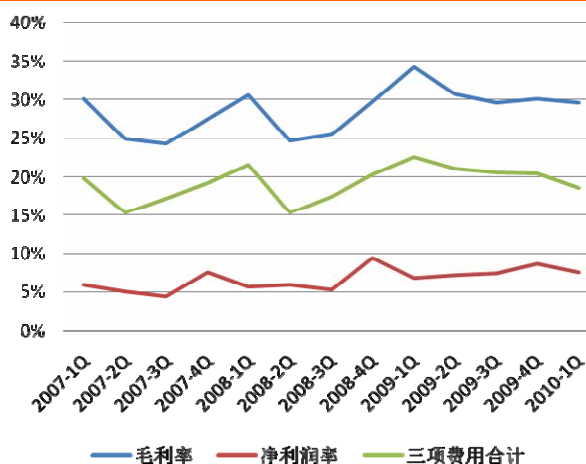
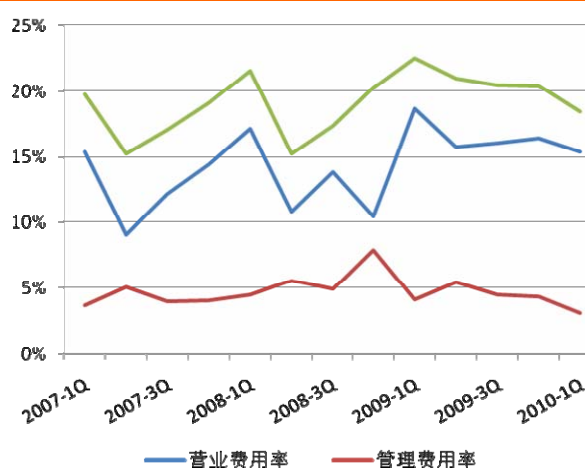


图 11: 三项费用率 (单位: %)



资料来源: 公司历年年报, 中投证券研究所

八、一季度利润表

表 13：一季度利润表

科目(单位: 百万)	2010Q1	2009Q1	同比
一、营业总收入	1,410	975	44.6%
营业收入增长率			
二、营业总成本	1,266	870	45.5%
其中: 营业成本	993	642	54.8%
毛利率(简单测算)	29.5%	34.1%	-4.61%
营业税金及附加	4	2	
销售费用	217	182	19.6%
销售费用率	15.4%	18.6%	-3.2%
管理费用	44	40	9.0%
管理费用率	3.1%	4.1%	-1.0%
财务费用	-1	-3	
资产减值损失	8	7	
加: 公允价值变动收益	-10	2	
投资收益及其它	9	-2	
三、营业利润	142	105	35.7%
加: 营业外收入	1	0	
减: 营业外支出	2	2	
四、利润总额	141	103	36.9%
减: 所得税费用	27	25	7.4%
综合所得税率	18.9%	24.1%	-5.2%
五、净利润	114	78	46.2%
净利润率	8.1%	8.0%	0.1%
归属于母公司净利润	106	66	60.7%
少数股东损益	9	12	
少数股东损益占比	7.5%	15.9%	
六、总股本	444	444	
七、按期末股数简单每股收益:	0.24	0.15	
毛利率减销售费用率	14.1%	15.5%	-1.4%

资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

九、收入、利润分季度

表 14: 收入分季度 (单位: 百万)

	百万	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010 年	营业收入	1,410				
	同比增长率	44.6%				
2009 年	营业收入	975	815	1,080	1,246	4,116
	占全年比例	23.7%	19.8%	26.2%	30.3%	100.0%
	同比增长率	3%	-1%	12%	41%	14%
2008 年	营业收入	949	821	967	885	3,622
	占全年比例	26.2%	22.7%	26.7%	24.4%	100.0%
	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%	100.0%
2006 年	营业收入	501	459	448	697	2,105
	占全年比例	23.8%	21.8%	21.3%	33.1%	100.0%

表 15: 净利润分季度 (单位: 百万)

	百万	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010 年	普通股利润	106				
	对应 EPS	0.24				
	同比增长率	61%				
2009 年	普通股利润	66	58	80	107	310
	占全年比例	21.2%	18.6%	25.7%	34.5%	100.0%
	对应 EPS	0.15	0.13	0.18	0.24	0.70
	同比增长率	23%	18%	55%	29%	31%
2008 年	普通股利润	53	49	51	83	237
	占全年比例	22.6%	20.7%	21.7%	35.0%	100.0%
	对应 EPS	0.12	0.11	0.12	0.19	0.53
	同比增长率	31%	48%	67%	23%	38%
2007 年	普通股利润	41	33	31	67	172
	占全年比例	23.7%	19.2%	17.9%	39.2%	100.0%
	对应 EPS	0.09	0.07	0.07	0.15	0.39

资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

十、盈利预测与估值

表 16: 盈利预测

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	3,622	4,116	5,702	7,344
营业收入增长率	23.5%	13.6%	38.5%	28.8%
二、营业总成本	3,305	3,713	5,121	6,584
其中: 营业成本	2,621	2,839	3,973	5,080
毛利率(简单测算)	27.7%	31.0%	30.3%	30.8%
营业税金及附加	7	7	15	20
销售费用	478	688	910	1,192
销售费用率	13.2%	16.7%	16.0%	16.2%
管理费用	207	187	208	270
管理费用率	5.7%	4.6%	3.6%	3.7%
财务费用	-8	-10	2	5
资产减值损失	0	3	13	17
加: 公允价值变动收益	1	10	-8	0
投资收益及其它	25	13	33	40
三、营业利润	344	425	606	800
加: 营业外收入	7	12	4	4
减: 营业外支出	5	10	5	5
四、利润总额	346	427	605	799
减: 所得税费用	47	72	102	135
综合所得税率	13.6%	16.8%	16.9%	16.9%
五、净利润	299	355	503	664
净利润率	4.7%	8.6%	8.8%	9.0%
归属于母公司净利润	237	310	437	578
少数股东损益	63	45	65	86
少数股东损益占比	1.2%	12.6%	13.0%	13.0%
六、总股本	444	444	577	577
七、按期末股数简单每股收益:	0.53	0.70	0.76	1.00
净利润增长率	37.6%	31.3%	40.9%	32.1%

资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

当前小家电需求旺盛, 公司市占率有望进一步提高。综合考虑, 我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 0.76 元, 1.00 元。按照 25 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 25 元左右, 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

研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

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

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