

行业月度报告

家用电器行业

家电行业动态跟踪报告

中性

(维持评级)

2007年3月21日

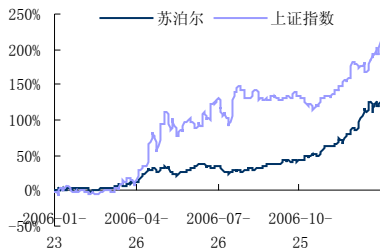
家用电器行业资深分析师: 王念春

 电话: 0755-82130833-1854
 E-mail: wangnc@guosen.com.cn

行业月度报告

苏泊尔——冉冉升起的厨房明星

近一年收益率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

家电行业 07 年投资策略报告《崭露头角、品牌溢价》—2007 年 1 月

苏泊尔公司深度研究报告《三年再造一个苏泊尔》—2007 年 1 月

苏泊尔年报点评《产品结构优化潜力不可小视》—2007 年 3 月

● 经济的持续增长推动消费升级不断深化

2007 年多个权威机构仍然预期中国经济增长率会超过 8% 的预期目标。城镇化的加快和收入水平的提升带来的消费升级是推动产品升级换代的内在动力。厨卫电器在小家电市场中占据主要的消费份额, 2006 年这个比率为 81%, 我们认为厨房电器将成为小家电市场中消费升级的先行者。

● 健康、安全需求推动厨房电器产品的升级换代

消费者在选择产品时越来越多的考虑健康、安全的因素, 价格并不是主导因素, 这样的消费选择改变正在从一、二线城市向城镇扩散。统计数据显示, 无论是传统的还是新兴的厨房家电, 升级换代的需求都不可小视, 包括电饭煲、电磁炉、电压力锅等等。

● 品牌成为消费选择的重要因素

在厨房家电这个领域, 我们认为品牌的因素也越来越重要, 品牌淘汰不断加快更加让消费者感受到购买“杂牌”带来的服务和售后的一系列不便利。对应到公司的盈利状况来说, 我们认为盈利会向优质的品牌公司倾斜和集中。

● 苏泊尔是厨房电器及相关产品行业中的典范, 维持“推荐”评级

公司的发展战略定位在炊具和厨房电器产品上, 我们认为在 SEB 的资本渗透下, 强强联合, 假以时日, 公司将发展成为全球的厨房电器品牌公司。收入和盈利能力增长正在获得突破, 这个趋势会在未来的业绩超预期释放中得到不断的确认。出口拉动和产品结构优化的突破将是业绩超预期的主要推动力。

从行业和公司了解到的动态来看, 公司 07 年一季度业绩继续保持优质和快速增长趋势, 我们因此对之前基于保守的心态做出的盈利预期作相应的调整。调整的主要理由是我们认为公司在产品结构不断优化的拉动下, 毛利率会继续如同 06 年的表现向上走, 可以抵消即便是由于新产品推广带来销售和管理费用的提升。

按照当前 1.76 亿股本计算, 公司 07—09 年每股收益 0.98、1.43 和 2.19 元, 按照向 SEB 增发 4000 万股后 2.16 亿股本计算, 考虑期权带来的费用增加, 公司 07—09 年每股收益 0.8、1.15 和 1.80 元。维持对公司的“推荐”评级。

厨房电器及相关产品消费升级不断扩展

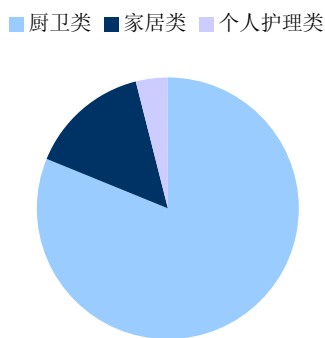
经济的持续增长推动消费升级

中国经济已经实现从 2003-2006 年两位数的 GDP 增长率，03 年 10%，04 年 10.1%，05 年 10.4%，06 年 10.5%，创下了亚洲金融危机以来的最高记录。2007 年多个权威机构仍然预期中国经济增长率会超过 8% 的预期目标。城镇化的加快和收入水平的提升带来的消费升级是推动产品升级换代的内在动力。

厨房电器成为小家电市场中消费升级的先行者

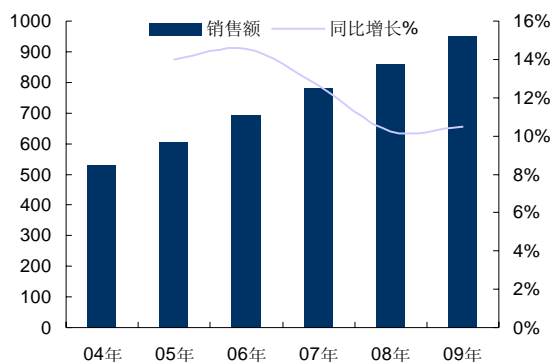
厨房电器在小家电市场中占据主要的消费份额，除了因为其种类较多外，我们认为厨房电器是人们收入提升后首要考虑的新置或更新换代产品有关，2006 年中国小家电国内市场销售额达到 853 亿元，其中厨卫小家电产品占据整体市场份额的 81% (图 1)。未来我们预期中国厨房家电的行业增长继续保持约 10% 的速度 (图 2)，部分产品会呈现超过 50% 的快速增长。出口则在国内企业创新能力和产品品质提高的情况下继续保持近 15%—20% 的增速。

图 1: 2006 年中国小家电分类市场规模 (%)



数据来源: 塞迪顾问、国信证券经济研究所

图 2: 2004-2009 年中国厨卫家电销售规模增长 (亿元、%)



数据来源: 塞迪顾问、国信证券经济研究所

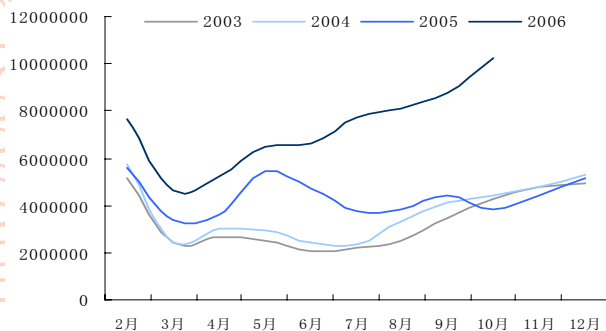
厨房电器中的传统和新兴产品的消费升级需求都不可小视

厨房电器在人们生活家电中属于锦上添花的产品，今天的各种厨房电器与 10 年以前早已大不相同。笔者经常在各大商场感叹厨房电器产品的层出不穷，各种功能的创新和品质的提升令人眼花缭乱。品种的多样性造成想要获取各种产品的销售增长数据比较不容易，我们认为可以从两端着眼，我们一直密切关注传统产品和刚刚导入市场的产品。

我们在 07 年策略报告中就已经指出，即使是最早进入家庭的电饭煲产品，更新换代带来的需求增长仍然不可小视，06 年 1-10 月的电饭煲产量同比增长 70%! 今天的电饭煲在加热方式、材料的选择、烹饪的多样性上与过去相比已经不可同日而语，我们预期这样的传统产品更换需求在 07 年还会继续持续和放大。而作为在中国需求快速成长的新型厨房电器电磁炉、电压力锅等，人们日益认识到他的安全性、高效能，导致消费需求快速放大，我们判断电磁炉未来两年的增长 60%，电压力锅更是超过 70% (图 3、4、5)。电压力锅具备安全性高、节能、操作智能化等优点，有替代高压锅、电饭煲、焖烧锅的发展趋势，从市场表现来看，主要有智能型和机

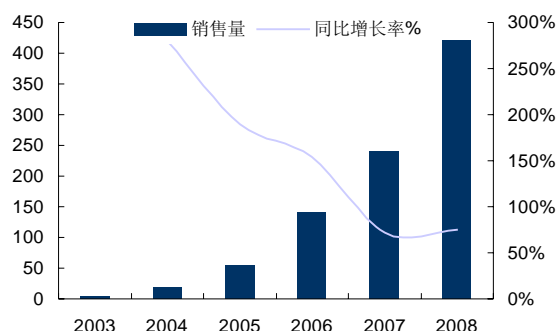
械型电压力锅，智能型电压力锅的市场销售份额快速增长，中怡康市场数据显示，2006年11月，智能型电压力锅零售量市场份额达到39%，比06年初增长了5.83个百分点，从零售额份额来看，智能型电压力锅已经占到51%的市场份额。

图 3: 2003-2006 年电饭煲产量月度变化情况 (台)



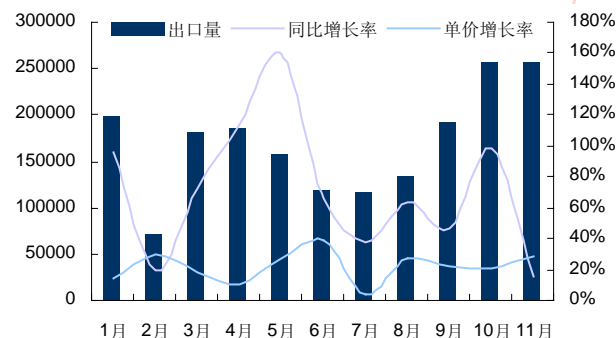
数据来源: 国务院发展研究中心、国信证券经济研究所

图 4: 电压力锅销售量增长预期 (万台、%)



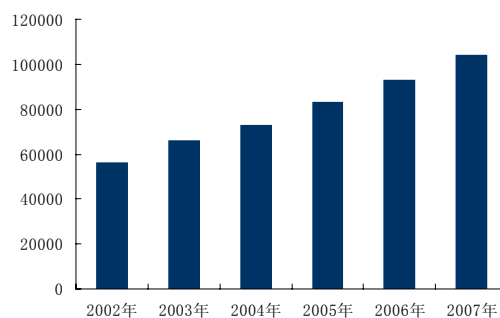
数据来源: 国信证券经济研究所

图 5: 06 年电磁炉出口量和单价增长情况 (台、%)



数据来源: 中华商务网、国信证券经济研究所

图 6: 02—07 年中国小家电出口规模 (亿台)



数据来源: 塞迪顾问、国信证券经济研究所

我们以上所表述的数据和市场表现都验证了一点: 就是厨房电器的消费升级正在不断演绎和深化, 这样的需求背景造就了一批企业盈利的快速提升。

企业的创新能力提升、产品品质与国外同类产品相比差距缩小

中国的厨房家电企业同比国外同行而言, 其制造和研发成本优势是非常明显的, 企业的创新能力不断提升, 产品品质已经有了显著的改善。外资同行已经不断感受到国内企业带来的竞争压力。从出口的情况来看非常明显, 厨房家电类总体统计看到的出口金额的快速增长(表 1), 我们主要关注的部分传统厨房电器产品, 已经出现产品均价稳定的状态, 不同于新产品在量的快速放大的同时价格下降很快。预期小家电乃至厨房家电类产品的出口在未来几年会继续保持较好的增长态势(图 6)。

品牌成为消费选择的重要考虑因素

在空调、冰箱、洗衣机这些基础的生活家电上, 品牌因素已经成为消费者购买时考虑的重要因素。在厨房家电这个领域, 我们认为品牌的因素也越来越重要, 在行业集中度不断提高、品牌淘汰不断加快的情况下, 品牌的消失更加让消费者感受到购买“杂牌”带来的服务和售后的一系列不便利。对应到公司的盈利状况来说,

我们认为自然盈利会向优质的品牌公司倾斜和集中。

表1: 2006年1-10月家电行业出口交货值增长情况(亿元、%)

	交货实际值(亿元)	同比增长%
家用电器行业	1459	18.73%
家用制冷电器	168	13.79%
家用空气调节器	594	20.34%
家用通风电器	99	21.65%
家用厨房电器	280	20.09%
家用清洁卫生电器	128	17.21%
家用影视设备	1103	19.38%
家用音响设备	434	4.19%

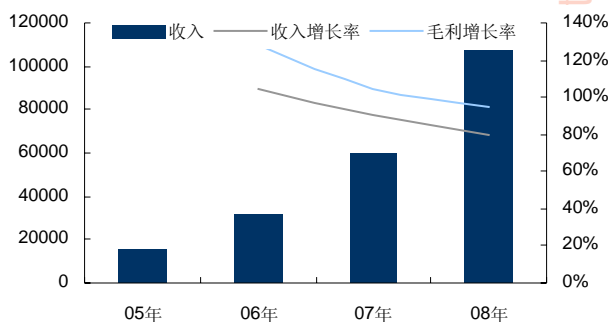
资料来源: 国家信息中心、国信证券经济研究所

苏泊尔: 冉冉升起的厨房明星

在家电的厨房电器领域的上市公司, 虽然他们的收入规模不如空调、电视等达到百亿收入水平。但他们的收入和盈利能力增长正在获得突破, 这个趋势会在明后年的业绩释放中得到不断的确认。我们认为出口拉动和产品结构优化的突破将是业绩超预期的主要推动力。在上市公司中, 苏泊尔是其中的典范, 前期我们也对其他类似的华帝股份和广州国光, 都给予谨慎推荐的评级, 本期行业专题报告我们提请投资者重点关注苏泊尔这个冉冉升起的厨房明星, 关注我们基于公司产品结构优化带来的毛利上升的盈利预期上调。之前的主要分析报告为07年1月份的公司深度报告《三年再造一个苏泊尔》。

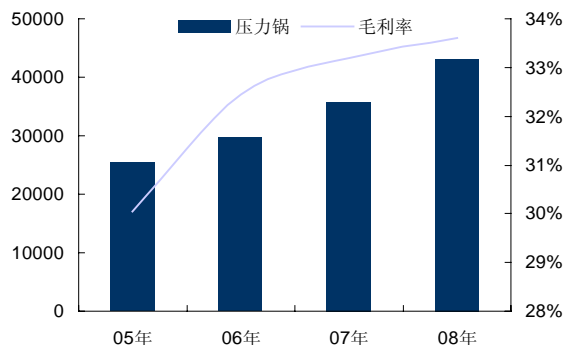
产品和品牌内涵向厨房电器延伸

图7: 公司炒锅收入和毛利增长预期(万元、%)



数据来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

图8: 公司压力锅收入和毛利率变化预期(万元、%)



数据来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

公司的发展起源于炊具产品, 作为传统产品, 如果不是产品结构发生根本性的变化, 这个行业的增长率一般来说平均不会超过GDP增长率太多。但从公司炊具中的代表性产品压力锅和炒锅2006年的销售表现来看(图7、8), 却都出现了较高的增长表现, 特别是炒锅, 06年公司炒锅产品收入同比增长104%。消费者对健康、生活品质的追求使得无油烟锅等产品尽管价格较高但仍然获得消费者的喜爱, 我们预期这种迎合消费升级的产品结构优化会得到很好的持续, 公司在该产品上的毛利增长率会继续高于收入增长率。

与国内炊具市场每年不超过约 150 亿元左右的市场销售额相比，厨房电器的市场规模更大，公司已经早期借助在炊具产品上积累的品牌美誉度发展了类似电饭煲等厨房电器产品，未来公司将在以下三类产品上投资和扩展：

外贸家电：电烤箱、烤炉等

健康家电：饮水机、净水器等

厨房类大家电：油烟机、燃气灶、消毒柜

表2：预期公司电器和炊具产品07和08年收入（百万元）及增长率

	07 年收入	07 年收入增长率	08 年收入	08 年收入增长率
电器：	1408	75%	2213	64%
炊具：	1558	26%	2025	36%
合计	2966	51%	4238	45%

资料来源：国信证券经济研究所

我们认为公司在电磁炉、电压力锅、新品油烟机等的拉动下，厨房电器类产品将获得快速增长（表 2）。

盈利预期上调

从行业和公司了解到的动态来看，公司一季度业绩继续保持优质和快速增长趋势，我们因此对之前基于保守的心态做出的盈利预期作相应的调整。调整的主要理由是我们认为公司在产品结构不断优化的拉动下，毛利率会继续如同 06 年的表现向上走，可以抵消即便是由于新产品推广带来销售和管理费用的提升，07-09 年的净利润率将存在上升空间。

详细的盈利预期见财务预测附表。

按照当前 1.76 亿股本计算，公司 07—09 年每股收益 0.98、1.43 和 2.19 元，按照向 SEB 增发 4000 万股后 2.16 亿股本计算，考虑期权带来的费用增加，公司 07—09 年每股收益 0.8、1.15 和 1.80 元。即使考虑增发带来的稀释，我们认为公司合理价值在 35—40 元，对应 08 年 PE 在 30—35 倍之间。我们在 08 和 09 年的盈利预测中，考虑了 SEB 收购带来的出口拉升。

盈利预测及市场重要数据	2006	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	2,079	2,952	4,310	6,637
(+/-%)	41%	42%	46%	54%
净利润(百万元)	102.21	171.62	252.45	385.34
(+/-%)	48%	68%	47%	53%
每股收益(元)	0.581	0.975	1.434	2.189
市盈率(P/E)	45.6	27.2	18.5	12.1
市净率(P/B)	6.0	5.3	4.7	3.9
EV/EBITDA	24.7	17.5	13.0	9.3
息率(%)	0.0%	1.5%	2.7%	4.1%
净资产值(百万元)	876	PE/G		0.49
总市值(百万元)	4,665	总股本(百万股)		176
企业价值(百万元)	8,525	流通股(百万股)		73
资产负债率(%)	50%	换手率(3个月)(%)		505.00
净资产收益率(%)	19.59%	52周价格波动(元)		6.5—27.3

附表 1: 财务预测表

利润表 (百万元)	2006	2007E	2008E	2009E	现金流量表 (百万元)	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	2078.9	2952.1	4310.0	6637.5	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	1522.3	2104.0	3054.5	4686.9	净利润	102.2	171.6	252.4	385.3
主营业务利润	556.7	848.0	1255.6	1950.5	少数股东权益	30.6	10.9	16.1	25.7
其他业务利润	1.7	1.8	1.8	1.8	折旧及摊销	41.1	43.6	54.8	60.7
营业费用	255.5	398.5	573.2	882.8	坏帐准备	0.0	(14.4)	9.9	17.0
管理费用	121.9	168.8	272.9	422.0	应收帐款的减少/(增加)	20.7	(81.4)	(141.4)	(242.3)
财务费用	26.4	12.0	15.3	16.4	存货的减少/(增加)	(60.6)	(155.0)	(244.5)	(423.3)
营业利润	154.5	270.5	395.9	631.2	待摊费用和其他流动资产的减少	(0.1)	(4.4)	(40.7)	(69.8)
投资收益	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	其他长期资产的减少/(增加)	3.8	0.0	0.0	0.0
补贴收入	1.4	1.0	1.0	1.0	应付帐款的增加/(减少)	81.7	157.2	231.6	401.1
营业外收支	(6.7)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.3	(0.0)	0.5
利润总额	148.8	266.2	391.6	626.9	其他流动负债的增加/(减少)	23.0	35.5	71.6	124.7
减:所得税	16.0	39.9	58.7	112.8	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	30.6	54.7	80.4	128.7	其它	31.3	0.0	0.0	0.0
净利润	102.2	171.6	252.4	385.3	经营活动产生的现金流净额	273.7	164.1	209.8	279.5
					投资活动产生的现金流				
资产负债表 (百万元)	2006	2007E	2008E	2009	收回投资与投资收益	202.0	271.5	129.7	83.6
现金及现金等价物	419.0	300.2	300.2	300.2	资本投资	26.0	(0.3)	0.0	0.0
应收帐款净额	190.1	285.8	417.3	642.7	其它	(214.4)	(271.2)	(129.7)	(83.6)
存货净额	381.3	536.3	780.8	1204.1	投资活动产生的现金流净额				
其他流动资产	84.2	88.6	129.3	199.1	筹资活动产生的现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	1074.5	1210.9	1627.6	2346.1	股权融资	50.3	68.6	126.2	192.7
固定资产净额	589.9	817.9	893.0	916.0	支付股利	102.4	57.3	46.1	(3.2)
无形资产	3.1	3.0	2.9	2.8	银行贷款的净增加	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及其他	10.6	10.6	10.6	10.6	其它	52.1	(11.3)	(80.1)	(195.9)
资产总计	1678.2	2042.5	2534.1	3275.5	筹资活动产生的现金流净额	103.8	(118.4)	0.0	0.0
短期借款	298.0	355.3	401.4	398.3	现金的净流入/(净流出)	269.1	418.4	300.0	300.0
应付帐款	350.9	508.1	739.7	1140.7	现金期初余额	372.9	300.0	300.0	300.0
其他流动负债	123.0	158.5	230.2	354.8	现金期末余额	102.2	171.6	252.4	385.3
流动负债合计	772.4	1022.8	1372.1	1895.1					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务指标	2006	2007E	2008E	2009E
其他长期负债	0.1	0.1	0.1	0.1	ROE	13.2%	19.6%	25.2%	32.2%
长期负债合计	0.1	0.1	0.1	0.1	ROA	6.1%	8.4%	10.0%	11.8%
负债合计	772.5	1022.9	1372.2	1895.2	已获利息倍数	6.79x	23.35x	26.73x	39.40x
少数股东权益	132.5	143.4	159.5	185.2	资产负债率	46.0%	50.1%	54.2%	57.9%
股东权益	773.2	876.2	1002.4	1195.1	流动比率	139.1%	118.4%	118.6%	123.8%
负债和股东权益总计	1678.2	2042.5	2534.1	3275.5	固定资产/总资产	35.2%	40.0%	35.2%	28.0%

数据来源: 公司数据及国信证券经济研究所

<http://bbs1.21our.com>

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

免责条款:

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。

<http://bbs1.21our.com>

国信证券有限责任公司

所长 岳克胜	常务副所长 蒋国云	副所长 姚鸿斌
首席经济学家 杨建龙	钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟
金融工程首席分析师 葛新元	首席估值分析师 汤小生	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
社会服务行业首席分析师 刘都	化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
金融行业首席分析师 朱琰	电力行业资深分析师 徐颖真	建筑与建材行业资深分析师 杨昕
家电行业资深分析师 王念春	批发零售行业资深分析师 谭丽	固定收益资深分析师 王磊
策略资深分析师 李颖俊	有色金属行业资深分析师 黄安乐	交通运输行业资深分析师 吴胜明
煤炭行业分析师 杨立宏	交通运输行业分析师 郑国	化工行业分析师 张剑峰
纺织品与服装行业分析师 方军平	IT行业分析师 王俊峰	医药行业分析师 丁丹
房地产行业分析师 陈林	石化行业分析师 陈爱华	金融行业分析师 李珊珊
农业与食品饮料行业分析师 黄茂	机械行业分析师 余爱斌	固定收益分析师 李晓峰
固定收益分析师 皮敏	固定收益分析师 黄飙	宏观经济分析师 林松立
策略分析师 崔嵘	金融工程分析师 王军清	

国信证券经济研究所销售交易部

销售/交易 负责人(华北) 王晓健 (010) 82252615 wangxj@guosen.com.cn	销售/交易(华北) 王立法 (010) 82252236 wanglf@guosen.com.cn	销售/交易(华北) 谭春元 (010) 82259782 tancy@guosen.com.cn
销售/交易(华东) 傅华星 (021) 68866025 fuhx@guosen.com.cn	销售/交易(华东) 盛建平 (021) 68864592 shengjp@guosen.com.cn	销售/交易(华东) 周立恒 (021) 68864011 zhouliheng@guosen.com.cn
销售/交易(华南) 刘宇华 (0755) 82130818 liuyh@guosen.com.cn	销售/交易(华南) 刘钦 (0755) 82130680 liuqin@guosen.com.cn	