



上市公司新股动态研究报告

炊具行业第一民族品牌

世博会炊具行业唯一参展企业

公司是世博会炊具行业唯一参展企业，是中国机电产品进出口商会推荐的 125 个出口品牌中唯一一个炊具品牌。2005-2007 年，公司不粘锅和压力锅国内市场综合占有率分别名列第一、第二名，国内市场综合占有率仅次于苏泊尔，位居第二名，铝制炊具出口金额稳居同行业第一名。

知名品牌具备一定成本转嫁能力

炊具产品价格低廉，消费者对价格变动的敏感度不高；同时，公司作为大型的炊具出口企业由于规模大、质量稳定，拥有较强的议价能力，公司与部分客户在合同中约定，如果原材料价格、人民币汇率出现较大幅度波动或出口退税率发生变化时，公司的出口价格将会相应调整。

与日日顺合作，拓展三、四级市场

日前，公司与海尔日日顺的合作正式启动，爱仕达的炊具、小家电共计 220 多种产品将逐步进入 2,000 多家日日顺核心销售网络，填补了以往的市场空白。公司将与日日顺以专柜销售、演示推广、设置爱仕达家具生活馆以及配套行销等合作方式，全面打开爱仕达在国内三、四级的销售市场。

中高端市场的领先企业有望超行业平均增速

我国炊具行业已进入成熟阶段，我们预计未来几年国内炊具行业增速将降至 5% 左右，但随着居民生活水平的提高，中高端市场增速将超过行业平均增速，达到 8% 左右。随着公司募投项目的落实，困扰公司的产能不足的问题将得到缓解，公司作为中高端市场的领先企业，未来几年可获得超过行业平均水平的增速。

盈利预测与估值

我们预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 19.89 亿元、26.01 亿元和 32.53 亿元，EPS 分别为 0.48 元，0.70 元和 0.90 元。我们认为公司股票上市后的合理价格为 12.00-14.40 元，对应 2010 年 PE 为 25-30 倍。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
营业收入（百万）	1,589.97	1,988.51	2,601.09	3,253.18
营业收入增长率	-8.51%	25.07%	30.81%	25.07%
净利润（百万）	83.83	114.08	166.71	214.72
净利润增长率	11.40%	36.08%	46.13%	28.80%
EPS(元)(摊薄后)	0.35	0.48	0.70	0.90

爱仕达（002403）

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85130590

执业证书编号：S1440209080388

刘义

liuyi@csc.com.cn

010-85130305

发布日期：2010 年 04 月 26 日

预计上市合理价格：12.00-14.40 元

发行数据

发行价格（元）	
发行规模（万股）	6,000
发行后总股本（万股）	24,000
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2010-4-28
上市日期	
主承销商	宏源证券
主要股东	
爱仕达集团有限公司	39.38%（发行后）

募股资金投向

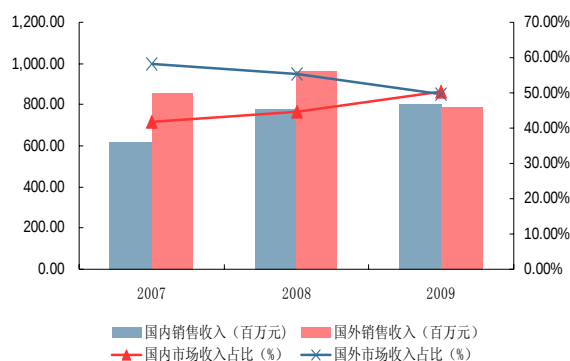
项目名称	金额（万元）
年新增 750 万只无油烟、改性铁锅项目	15,314
年新增 500 万只不锈钢及复合板炊具技改项目	14,266
年新增 650 万只智能型节能厨房系列小家电建设项目	16,412
技术研发中心技改项目	2,936
国内外营销网络建设项目	4,751
总金额	53,679



炊具行业第一民族品牌

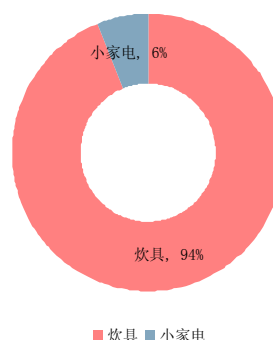
公司是我国最大的炊具研发、生产和销售企业之一，是我国最大的炊具出口企业。主要生产和销售炒锅、煎锅、压力锅、汤奶锅等炊具产品，2007 年公司开始进入厨房小家电领域，通过自行少量生产及委托协作厂商加工生产的方式销售电压力锅、电磁炉等厨房小家电产品。

图 1：2007-2009 年公司营业收入市场结构



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图 2：2009 年公司营业收入产品结构



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

公司是世博会炊具行业唯一参展企业，是中国机电产品进出口商会推荐的 125 个出口品牌中唯一一个炊具品牌。2005-2007 年，公司不粘锅和压力锅国内市场综合占有率分别名列第一、第二名，2007-2009 年公司炊具国内市场营业收入分别为 61,899.89 万元、77,675.08 万元和 80,105.19 万元，国内市场综合占有率仅次于苏泊尔，位居第二名。

公司 2007-2009 年炊具出口营业收入分别为 85,620.51 万元、96,105.17 万元和 78,891.48 万元，根据中国海关统计，公司铝制炊具出口金额稳居同行业第一名。公司出口主要以 OEM 和 ODM 为主，但自主品牌出口金额及占出口销售收入比例呈逐渐上升趋势，2007-2009 年自主品牌出口占出口销售收入的比例分别为 1.54%、2.18% 和 3.95%，公司的目标是争取到 2012 年自主品牌出口额占公司出口销售收入比重突破 20%。

盈利能力稳中有升

炊具行业是一个相对成熟的市场，利润水平比较稳定。近年来，受原材料价格上涨、人工成本上升等因素影响，部分中小炊具生产企业毛利率出现了一定程度的下降，但行业领先企业由于具有明显的品牌优势和规模优势，可以通过改善产品结构、提高产品价格等措施降低成本上升的影响，保持稳定的利润水平。

炊具产品价格低廉，消费者对价格变动的敏感度不高；同时，公司作为大型的炊具出口企业由于规模大、质量稳定，拥有较强的议价能力，公司与部分客户在合同中约定，如果原材料价格、人民币汇率出现较大幅度波动或出口退税率发生变化时，公司的出口价格将会相应调整。这些都保证了公司的毛利率将保持在一定的水平。



表 1：2007-2009 年公司主要产品毛利率变动

	2009 年	2008 年	2007 年
煎锅	29.10%	24.46%	25.80%
套装锅	22.68%	21.08%	20.86%
炒锅	45.69%	38.51%	33.78%
汤奶锅	29.84%	25.44%	20.71%
压力锅	42.31%	26.53%	22.79%
其他产品	32.81%	25.53%	15.03%
炊具产品综合毛利率	31.40%	26.39%	25.03%
小家电	23.84%	28.73%	26.77%
综合毛利率	30.86%	26.40%	25.10%

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

公司的小家电产品尚处于市场拓展阶段。2009 年为清理 OEM 方式生产的电磁炉和迅速推广电压力锅，公司进行了较大规模的降价促销活动，因此毛利率大幅下降。预计随着公司小家电生产规模的扩大和品牌知名度的提升，小家电产品的毛利率将会逐步回升。

与日日顺合作，拓展三、四级市场

公司已在国内 27 个省市的 41 个重要城市建立了办事处，并与家乐福、麦德龙、沃尔玛、大润发、世纪联华、物美等 31 家全国和区域性大型卖场、连锁超市建立了稳定的战略合作关系，直营销销售终端达到 2,593 个，在一、二级市场形成了强大的营销网络。

但是在三、四级市场，公司的营销网络建设仍很薄弱，公司也已注意到了这一劣势。日前，公司与海尔日日顺的合作正式启动，爱仕达的炊具、小家电共计 220 多种产品将逐步进入 2,000 多家日日顺核心销售网络，填补了以往的市场空白。公司将与日日顺以专柜销售、演示推广、设置爱仕达家具生活馆以及配套行销等合作方式，全面打开爱仕达在国内三、四级的销售市场。

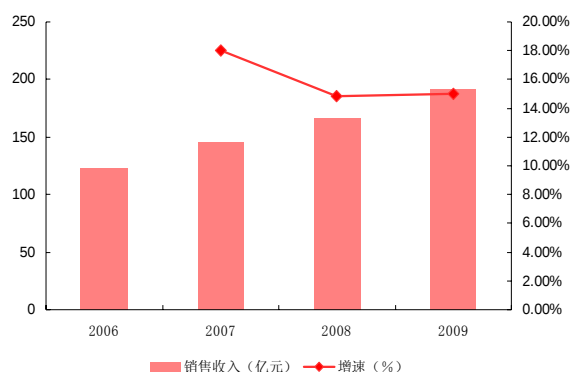
日日顺由海尔集团控股，是中国家电二、三、四级市场的重要力量，已经在全国拥有 6,000 多家终端销售网络，覆盖全国各地、县、镇广大二、三、四级市场。

领先企业有望超行业平均增速

根据中国五金制品协会统计，2006-2009 年我国炊具行业国内销售收入分别为 123.17 亿元、145.34 亿元、166.91 亿元和 191.95 亿元，年复合增长率为 15.94%。同时，随着国际炊具制造业向我国转移，我国的炊具出口业明显增加。根据中国海关统计，2005-2009 年，我国炊具出口金额分别为 18.27 亿美元、22.26 亿美元、24.88 亿美元、26.86 亿美元和 25.40 亿美元。2008 年和 2009 年，受全球金融危机影响，我国炊具出口有所下降，但至 2009 年末，金融危机的影响已经逐渐消除。

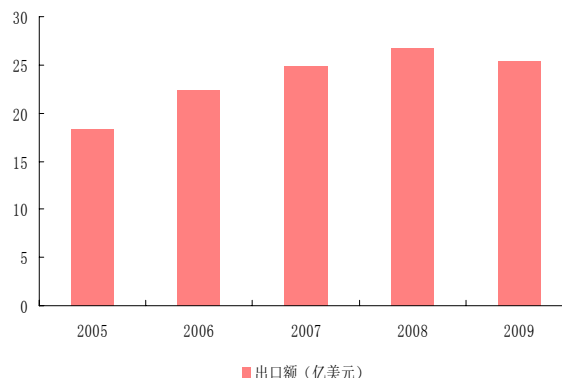


图 3：2006-2009 年炊具国内销售收入



资料来源：中国五金制品协会，中信建投证券研究发展部

图 4：2005-2009 年炊具出口额



资料来源：中国海关，中信建投证券研究发展部

据统计，目前我国炊具行业企业超过 3,000 家，其中大型企业数量很少，2007 年我国炊具企业销售收入超 10 亿元的仅有苏泊尔、爱仕达和双喜 3 家公司，行业集中度偏低。近年来随着原材料成本和人力成本的上涨，许多中小企业经营上步履维艰，部分企业开始退出竞争激烈的市场，行业出现整合趋势。

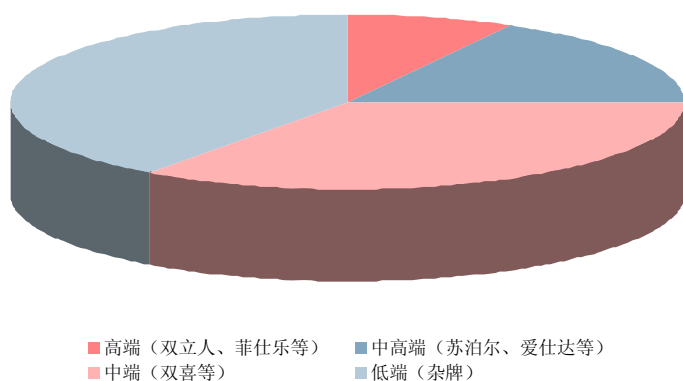
我国炊具行业已进入成熟阶段，我们预计未来几年国内炊具行业增速将降至 5% 左右，但随着居民生活水平的提高，中高端市场增速将超过行业平均增速，达到 8% 左右。随着公司募投项目的落实，困扰公司的产能不足的问题将得到缓解，公司作为中高端市场的领先企业，未来几年可获得超过行业平均水平的增速。

表 2：2007-2009 年公司产能、产量、销量情况

	产能 (万只)	产量 (万只)	销量 (万只)	产销率 (%)
2009 年	2,800	2,824.38	2,811.58	99.55
2008 年	2,700	2,966.15	3,016.70	101.70
2007 年	2,600	2,676.21	2,653.85	99.16

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图 5：国内炊具市场竞争状况



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部



募股资金项目

表 3：募集资金运用

单位：万元

项目名称	项目总投资	建设期（月）	投资计划			
			第一年	第二年	第三年	第四年
年新增 750 万只无油烟、改性铁锅项目	15,314	24	6,379	6,713	1,782	440
年新增 500 万只不锈钢及复合板炊具技改项目	14,266	24	6,159	6,357	1,405	345
年新增 650 万只智能型节能厨房系列小家电建设项目	16,412	30	4,959	6,317	4,437	699
技术研发中心技改项目	2,936	24	1,500	1,436		
国内外营销网络建设项目	4,751	24	2,500	1,751	500	
合计	53,679		21,497	22,574	8,124	1,484

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

募集资金主要用于提升炊具及小家电产能和营销网络建设。2009 年，公司炊具产能 2,800 万只，募投项目全部达产后，将新增产能 1,250 万只，其中铝制无油烟锅 250 万只，不锈钢制无油烟锅 150 万只，改性铁锅 350 万只，不锈钢炊具 350 万只，复合板炊具 150 万只，产能总体增加幅度为 44.64%。上述产品均为目前国内外市场的畅销产品，其中无油烟锅、改性铁锅以内销为主，不锈钢及其复合板炊具以外销为主。

2009 年，公司自制厨房小家电仅 36.99 万只，其余 70.57 万只为 OEM 方式生产。募投项目达产后，公司小家电生产能力将得到极大加强，实现规模经济效应。厨房小家电业务在公司收入结构中占据越来越大的份额，并成为公司重要的利润增长点。

盈利预测

基本假设：

- 1、募投项目进展顺利，公司产能扩大，营销网络得以加强。
- 2、销售费用率、管理费用率由于营业收入的增长而下降。



表 4：营业收入及毛利率假设

		2009	2010E	2011E	2012E
炊具	收入（百万元）	1,487.87	1,755.69	2,019.04	2,321.90
	增速（%）		18	15	15
	毛利率（%）	31.40	29.80	29.70	29.60
小家电	收入（百万元）	93.13	232.82	582.05	931.28
	增速（%）		150	150	60
	毛利率（%）	23.84	27.00	26.50	26.00
	收入合计（百万元）	1,589.97	1,988.51	2,601.09	3,253.18
	综合毛利率（%）	30.87	29.47	28.98	28.57

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

综上所述，公司 2010-2012 年预测利润表如下：

项目（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,589.97	1,988.51	2,601.09	3,253.18
减：营业成本	1,099.29	1,402.45	1,847.19	2,323.76
营业税金及附加	10.90	13.72	17.95	22.45
减：销售费用	264.02	314.18	395.37	474.96
管理费用	87.33	99.43	119.65	143.14
财务费用	27.52	15.46	11.22	18.31
资产减值损失	2.18	2.00	3.00	5.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.66	0.00	0.00	0.00
营业利润	102.64	141.27	206.72	265.56
加：营业外收入	1.38	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	2.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.82	141.27	206.72	265.56
减：所得税	13.43	21.19	31.01	39.83
净利润	88.38	120.08	175.71	225.72
少数股东损益	4.55	6.00	9.00	11.00
归属于母公司所有者的净利润	83.83	114.08	166.71	214.72

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

2010-2012 年摊薄后每股收益为 0.48 元、0.70 元和 0.90 元。

估值

我们选取 A 股中小家电上市公司作为参考，截至 2010 年 4 月 23 日，同类上市公司 2010 年平均 PE 为 23.95 倍，与公司业务结构最为相近的苏泊尔为 27.18 倍，我们认为公司股票上市后的合理价格为 12.00-14.40 元，对应 2010 年 PE 为 25-30 倍。



表 5：A 股同类上市公司估值

	2010 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 EPS	2011 年 PE
苏泊尔	0.92	27.18	1.15	21.81
九阳股份	1.42	19.21	1.61	16.92
华帝股份	0.49	25.45	0.60	20.77
平均		23.95		19.83

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

风险因素

- 1、原材料价格大幅上涨
- 2、人民币大幅升值



分析师介绍

刘珂昕：国防科大信息与通信工程硕士，清华 MBA，电子元器件行业分析师。对国内外电子行业发展状况有深入研究，与公司分析相结合判断投资机会。

刘义：中央财经大学金融学硕士，家电行业分析师。精于财务分析，致力于趋势分析把握投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。