

优化产品结构提升盈利能力

谨慎推荐

分析师: 朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010 年 11 月 27 日爱仕达 (002403.SZ) 发布公告, 为了提高产品档次, 提升产品竞争力, 公司拟用超募资金 16331 万元, 投资建设年增 1000 万口新型不粘炊具项目。

2. 我们的分析与判断

爱仕达 (002403.SZ) 是我国中高端的炊具制造商, 公司此次投资建设年增 1000 万口新型不粘炊具预计 2 年内完工, 公司预计可新增销售收入 80000 万元, 利润 5425 万元, 我们判断, 此次提高新型不粘炊具的产能有助于公司提升产品档次, 强化产品竞争力。

我国炊具行业发展速度较快, 2006-2009 年行业复合增长率达到 15.94%, 高于全球的平均水平。预计 2010 年全国炊具市场规模在 220 亿元左右, 炊具销售预计达到 5.74 亿口, 但是大部分炊具产品档次不高。从国内的市场份额来看, 高端产品基本上被国外产品占据, 如双立人、菲仕乐、WMF 和 TEFAL 等品牌, 中高端的品牌主要由苏泊尔、爱仕达等构成, 中低端产品占据了市场份额的 70%。

目前, 我国农村市场占据了炊具市场的 50% 左右, 这些产品品种单一, 功能简单, 基本上在五金店、小卖铺等销售, 而城镇市场则表现为品种丰富, 产品以中高端为主。爱仕达 (002403.SZ) 在国内位居炊具行业第二, 排名在苏泊尔之后, 在消费升级的大背景之下公司面临着较好的发展机遇。

- 随着我国人均 GDP 接近 4000 美元, 消费升级促进炊具进入更新换代时期。庞大的中低端市场成为未来炊具增长的动力。目前爱仕达 (002403.SZ) 不粘锅市场份额第一, 压力锅市场份额第二, 公司此次投资新建新型不粘炊具有利于强化公司中高端产品份额。公司介入小家电虽然时间不长, 但是公司 650 万只智能厨房小家电项目未来增长空间较大。
- 销售网络和渠道优势。目前公司产品覆盖了国内 41 个大中城市, 并且已经逐步渗透到大多数二三线城市, 目前直销销售终端达到 2593 个, 形成了强大的营销网络。
- 公司拥有相对稳定的海外客户群体, 海外客户达到 304 个, 单个客户风险不大; 同时, 公司努力提升自主品牌的外销力度, 目前有 11 家海外经销商销售公司自有品牌产品。
- 自主创新的技术优势。公司 2008 年和 2009 年投入的研发经费占据了营业收入的 3.07% 和 3.11%, 目前拥有新型无油烟锅、复底铝锅等 380 项实用新型和外观设计专利。运用新材料、新技术能力逐步加强, 公司将硬质氧化技术应用到炊具生产中, 使炊具表面硬度增强, 使不粘锅也能实用金属铲, 公司成为应用硬质氧化工艺的炊具生产基地。

3. 投资建议

爱仕达 (002403.SZ) 在全国处于第二梯队, 在国内品牌中处于第一梯队, 公司在生产规模、技术创新、渠道管理等方面具备一定的竞争优势, 虽然公司 2010 年由于原材料价格上升和销售费用增长致使利润下滑, 但是我们预计公司 2011 年开始恢复性增长, 2010-2012 年每股收益为 0.3 元、0.54 元和 0.67 元, 首次给予公司“谨慎推荐”评级。

表 1: 爱仕达 (002403.SZ) 重要财务数据预测表

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	181.9	136.1	763.2	618.8	535.7	营业收入	1737.8	1590.0	2136.5	2850.3	3475.1
应收票据	1.0	3.6	4.0	5.3	6.5	营业成本	1279.0	1099.3	1561.3	2056.5	2505.5
应收账款	310.7	375.2	443.1	591.1	720.7	营业税金及附加	11.7	10.9	14.6	19.5	23.8
预付款项	26.7	34.1	44.5	58.3	75.1	销售费用	227.7	264.0	352.5	467.4	566.4
其他应收款	12.1	12.6	17.0	22.7	27.6	管理费用	73.8	87.3	102.6	148.2	180.7
存货	354.8	430.2	213.9	281.7	343.2	财务费用	47.5	27.5	11.4	-3.1	-2.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-5.8	2.2	2.4	2.4	2.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	-1.4	3.2	-2.0	0.0	0.0
固定资产	291.0	305.1	358.5	452.7	561.3	投资收益	-3.3	0.7	0.7	0.7	0.7
在建工程	5.3	0.8	100.4	150.2	175.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	99.1	102.6	90.3	160.0	199.2
无形资产	47.3	69.3	62.4	55.5	48.5	营业外收支净额	0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
长期待摊费用	1.0	5.9	5.3	4.7	4.1	税前利润	100.0	101.8	89.5	159.2	198.4
资产总计	1239.2	1381.6	2012.2	2240.9	2497.8	减: 所得税	19.0	13.4	11.6	20.7	25.8
短期借款	342.6	458.7	0.0	0.0	0.0	净利润	81.0	88.4	77.9	138.5	172.6
应付票据	150.8	120.0	3.1	4.1	4.9	归属于母公司净利润	75.3	83.8	72.8	129.4	161.2
应付账款	209.3	260.5	256.7	338.1	411.9	少数股东损益	5.7	4.6	5.1	9.1	11.3
预收款项	23.8	28.6	34.5	42.4	51.9	基本每股收益	0.42	0.47	0.30	0.54	0.67
应付职工薪酬	23.6	28.6	28.6	28.6	28.6	稀释每股收益	0.42	0.47	0.30	0.54	0.67
应交税费	-15.4	-23.9	-23.9	-23.9	-23.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	12.4	8.5	8.5	8.5	8.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	17.8%	-8.5%	34.4%	33.4%	21.9%
长期借款	90.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	22.7%	-11.7%	-17.9%	50.4%	25.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	22.6%	11.4%	-13.2%	77.8%	24.6%
负债合计	921.2	975.2	401.7	491.9	576.2	盈利性					
股东权益合计	318.0	406.4	1612.3	1750.7	1923.3	销售毛利率	26.4%	30.9%	26.9%	27.8%	27.9%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	4.3%	5.3%	3.4%	4.5%	4.6%
净利润	81	88	78	138	173	ROE	23.7%	20.6%	4.5%	7.4%	8.4%
折旧与摊销	30	36	55	64	74	ROIC	14.14%	11.67%	5.39%	7.49%	8.58%
经营活动现金流	237	20	169	52	114	估值倍数					
投资活动现金流	-129	-77	-199	-199	-199	PE	42.3	38.0	58.4	32.8	26.3
融资活动现金流	-41	32	658	3	2	P/S	1.8	2.0	2.0	1.5	1.2
现金净变动	67	-25	627	-144	-83	P/B	10.0	7.8	2.6	2.4	2.2
期初现金余额	79	182	136	763	619	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	146	157	763	619	536	EV/EBITDA	20.2	22.0	22.5	16.9	14.1

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）、兆驰股份（002429.SZ）、爱仕达（002403.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908