

爱仕达 (002403.SZ) 家庭用具与器皿行业

评级：持有 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青

联系人
(8621)61357504
suqq@gjzq.com.cn

收购步步高小家电资产，有利于加快电器业务

事件

爱仕达 3 月 31 日公告：公司与东莞步步高家用电器有限公司于 2011 年 3 月 28 日签订《资产转让意向书》，步步高意将其拥有的小家电业务相关的“生产设备、检测设备、专利、生产物料、模具”等资产转让给爱仕达，最终转让价格由双方协商后在签订正式转让协议中确定，目前这部分资产正处于价值评估期。

评论

收购包含步步高小家电现有所有产品品类，可在较短时间扩充爱仕达小家电产品线及产能，利于小家电业务盈利能力的提升：

- 爱仕达的小家电业务预计 2010 年收入规模为 1.3 亿左右，产品线包含了电热水壶、电磁炉和电饭煲这三类。据向公司了解及我们估计，步步高小家电 2010 年收入约为 3 个亿左右，但处亏损状态；产品主要包含豆浆机（市场份额第 6，图表 3，收入估计 1 个多亿）、电热水壶、电磁炉和电压力煲这四类，产品品质技术较好。本次收购只包含生产设备、专利和模具等资产，步步高的经销商资源和品牌并不在收购范围。
- 本次收购对于爱仕达已有产品业务的作用体现在短期内可迅速扩大自产规模、提升小家电业务的盈利水平。公司之前小家电业务以委托加工为主，成本较高，因此提出 80% 小家电将自己生产，正在嘉善建设年产 650 万台小家电生产基地（预定 2011 年 10 月投产）。公司计划用半年左右的时间完成收购步步高小家电资产并将设备搬至嘉善，预计投产期和募投项目投产期一致，能够在 2011 年底开始贡献产能。
- 作用之二体现在收购来的豆浆机也可进一步完善爱仕达产品线，在公司整体广告营销策略下，使渠道和终端销售感受到产品线完善后的协同效益。

与募投项目的投入相比，若本次收购价格在 5000 万以下十分划算：爱仕达募投项目“年新增 650 万只智能型节能厨房系列小家电建设项目”的总投资额 1.64 亿元、收入贡献约 6.5 亿元；而估计本次收购资产的金额规模在 5000 万不到，这部分资产在步步高品牌和渠道体系下可创造每年 3 亿元的收入规模，因此应是一笔划算的收购行为。

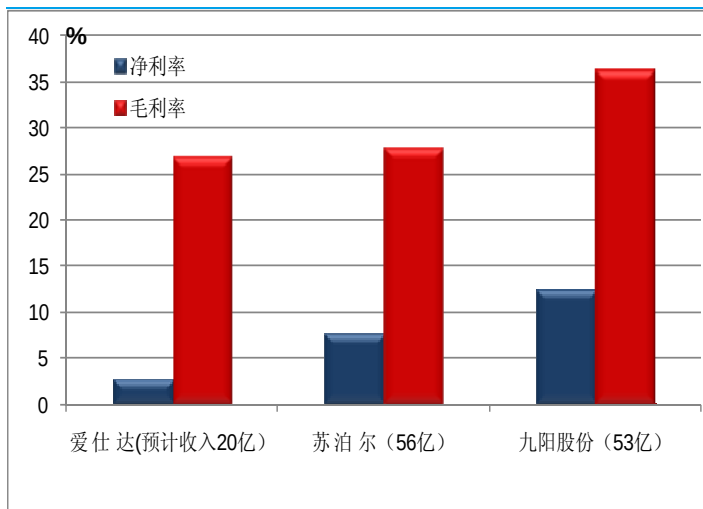
2010 年增收不增利，2011 年将规模利润兼顾：2010 年是公司利用上市契机，为了品牌建设、小家电业务拓展、渠道全国拓展和层次渗透而加大投入的一年，尽管增收不增利（根据业绩快报，2010 年收入增长 29%、净利润下滑 26%），公司的业务和渠道拓展的确有所收获（图表 2）。2011 年公司计划在规模趋势而上的基础上也要注重盈利，净利率有望回升。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测调整：预计 2010-2012 年收入 20.5、25.6、31.8 亿元，增幅 29.0%、24.8%、24.4%；净利润增速-25.6%、49.9%、24.7%，EPS0.260、0.390、0.486 元。

投资建议：作为次新股，由于公司仍处破发状态（发行价 18.80 元），目前股价对应 41X11PE，估值依然较高，因此暂时维持持有建议。

图表1：爱仕达盈利能力与同业比较

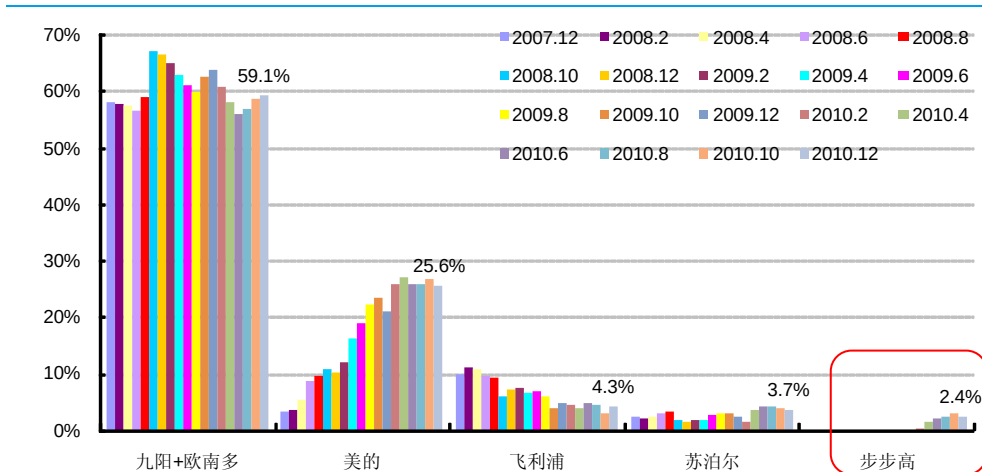


来源：国金证券研究所

图表2：渠道结构及未来发展规划

	目前占比	2011年占比	发展规划
直营模式	65%	57%	● 目标为 45% 的结构占比（15 个以内的直营客户） ● 直营主要做全国和区域性大卖场、连锁超市（共 46 家客户） ● 目前直营网点 2500 家，2011 年计划增加 500 个苏宁网点。
新兴渠道	5%	10%	网购、电视购物等
代理经销模式	30%	33%	● 目前有 200 家经销商但规模较小；2011 年计划增至 300 家； ● 2010 年进入日日顺 300 家门店；2011 年计划进到 800 家 ● 2010 年底在 1000 县建立专卖店，2011 年新开店或为 200 家

图表3：食品料理机（含豆浆机）城市零售市场份额



来源：中怡康，国金证券研究所

图表4：公司三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,475	1,738	1,590	2,050	2,558	3,182
增长率		17.8%	-8.5%	29.0%	24.7%	24.4%
主营业务成本	-1,105	-1,279	-1,099	-1,497	-1,882	-2,364
% 销售收入	74.9%	73.6%	69.1%	73.0%	73.6%	74.3%
毛利	370	459	491	554	676	818
% 销售收入	25.1%	26.4%	30.9%	27.0%	26.4%	25.7%
营业税金及附加	-4	-12	-11	-12	-15	-19
% 销售收入	0.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-181	-228	-264	-349	-427	-519
% 销售收入	12.3%	13.1%	16.6%	17.0%	16.7%	16.3%
管理费用	-66	-74	-87	-104	-120	-137
% 销售收入	4.5%	4.2%	5.5%	5.1%	4.7%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	119	145	128	89	114	143
% 销售收入	8.0%	8.4%	8.1%	4.4%	4.4%	4.5%
财务费用	-46	-48	-28	-13	3	3
% 销售收入	3.1%	2.7%	1.7%	0.6%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	22	6	-2	-4	-5	-5
公允价值变动收益	0	-1	3	0	0	0
投资收益	2	-3	1	2	2	3
% 税前利润	2.4%	n.a	0.6%	2.0%	1.7%	1.7%
营业利润	97	99	103	73	114	144
营业利润率	6.6%	5.7%	6.5%	3.6%	4.5%	4.5%
营业外收支	-1	1	-1	3	3	3
税前利润	96	100	102	76	117	147
利润率	6.5%	5.8%	6.4%	3.7%	4.6%	4.6%
所得税	-29	-19	-13	-10	-16	-22
所得税率	30.8%	19.0%	13.2%	13.0%	14.0%	15.0%
净利润	66	81	88	66	101	125
少数股东损益	5	6	5	4	7	8
归属于母公司的净利润	61	75	84	62	94	117
净利率	4.2%	4.3%	5.3%	3.0%	3.7%	3.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	66	101	125
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	19	22	26
非经营收益	0	0	0	14	-5	-5
营运资金变动	0	0	0	155	15	14
经营活动现金净流	0	0	0	254	133	159
资本开支	-51	-123	-79	-94	-171	-67
投资	1	-6	2	-1	0	0
其他	0	0	0	2	2	3
投资活动现金净流	-51	-129	-77	-94	-169	-65
股权募资	0	0	0	883	0	0
债权募资	-169	43	33	-552	0	1
其他	97	-85	-1	-15	-19	-28
筹资活动现金净流	-72	-41	32	316	-19	-27
现金净流量	-123	-170	-45	477	-55	68

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	79	182	136	613	558	625
应收款项	318	324	391	396	454	508
存货	425	355	430	410	463	550
其他流动资产	21	28	38	36	43	53
流动资产	843	889	995	1,454	1,519	1,737
% 总资产	76.0%	71.7%	72.0%	75.8%	71.0%	72.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	219	296	306	384	532	573
% 总资产	19.8%	23.9%	22.1%	20.0%	24.9%	23.8%
无形资产	36	48	75	78	86	94
非流动资产	265	351	386	465	621	669
% 总资产	24.0%	28.3%	28.0%	24.2%	29.0%	27.8%
资产总计	1,108	1,239	1,382	1,919	2,139	2,406
短期借款	299	426	549	0	0	0
应付款项	358	396	418	533	664	823
其他流动负债	40	9	5	49	66	82
流动负债	698	831	972	581	730	906
长期贷款	173	90	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	871	921	975	581	730	907
普通股股东权益	228	303	387	1,314	1,380	1,461
少数股东权益	9	15	19	23	30	38
负债股东权益合计	1,108	1,239	1,382	1,919	2,139	2,406

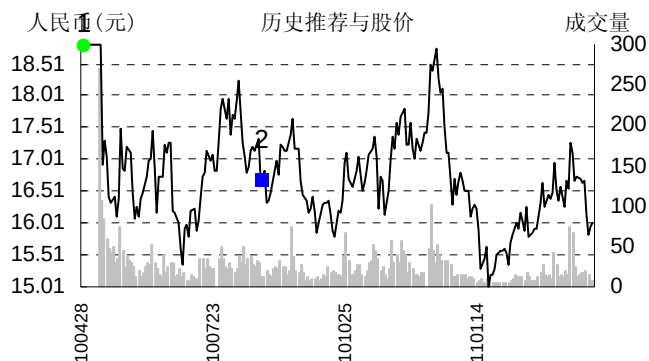
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.341	0.418	0.466	0.260	0.390	0.486
每股净资产	1.267	1.685	2.151	5.475	5.748	6.088
每股经营现金净流	0.548	1.319	0.112	1.059	0.553	0.664
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.078	0.117	0.146
回报率						
净资产收益率	26.91%	24.81%	21.65%	4.75%	6.78%	7.98%
总资产收益率	5.54%	6.07%	6.07%	3.25%	4.37%	4.85%
投入资本收益率	11.57%	14.14%	11.67%	5.80%	6.92%	8.12%
增长率						
主营业务收入增长率	8.52%	17.80%	-8.51%	28.96%	24.75%	24.41%
EBIT增长率	-15.68%	22.73%	-11.73%	-30.55%	27.26%	26.21%
净利润增长率	30.01%	22.61%	11.40%	-25.58%	49.93%	24.72%
总资产增长率	-12.60%	11.83%	11.50%	38.87%	11.50%	12.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.3	58.6	78.7	65.0	58.0	50.0
存货周转天数	132.8	111.2	130.3	100.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	42.4	54.4	78.0	75.0	73.0	70.0
固定资产周转天数	48.9	61.1	70.0	60.0	62.2	53.5
偿债能力						
净负债/股东权益	165.92%	104.46%	100.64%	-46.09%	-39.82%	-41.89%
EBIT利息保障倍数	2.6	3.1	4.7	6.8	-38.8	-49.0
资产负债率	78.61%	74.34%	70.59%	30.30%	34.10%	37.68%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-25	减持		12.63 ~ 14.15
2	2010-08-20	持有	16.71	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室