

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

调整策略, 公司业绩有望持续改善

爱仕达(002403)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(上调)

发布日期: 2012-05-18

报告关键要素:

近期我们调研了公司,了解到公司2012年人力成本控制,同时已明确销售转型方向,正在逐步推进。预计随着相关措施的落实,公司期间费用有望逐步下降,盈利能力有望持续改善。同时考虑到“退二进三”的巨额营业外收入,上调公司评级至“增持”。

点评:

- **一季度出口下降拖累整体表现。**公司一季度表现不佳,受出口业务同比下滑超过30%拖累,一季度营业收入整体下降19%。同时,由于营收下降,尽管期间费用增长不多,但期间费用率上升较快,也导致净利润率下降,净利润降幅较更大。今年春节较早与内外销产品提价是导致营业同比负增长主要原因,从二季度情况看,出口营收降幅已大幅降低,全年营收有望实现小幅增长。
- **强化人力成本控制,提升盈利能力。**2011年,公司盈利能力表现不佳,引进高端人才、开发ERP、推进人力资源项目和管理优化等投入较大,这些项目部分已经结束,相关投入将减少。同时2011年人力成本增长较快,同比增长超过4000万,今年公司针对性做了人力资源配置优化,强化生产环节去人工化措施,公司预期今年人力成本有望下降20%-30%。
- **销售策略转型,三四级市场渗透率与销售费用率均有望改善。**2012年,公司市场策略与渠道策略也有所调整。
 - ◆ 市场策略方面今年公司更注重店头投入,强化广告投入的到达率,媒体广告投入将较2011年有所减少。
 - ◆ 渠道方面,公司今年更关注盈利能力较强的经销商渠道与电商等新兴通路。公司现有渠道包括直营、经销商和电商等直营渠道,其中直营是现阶段公司主力,2011年直营渠道营业收入约占其整体营业收入的60%+。公司已察觉现有规模下直营模式效率不高,渠道维护成本较高。公司已采取措施大力发展经销商渠道与电商渠道,预计今年直营模式收入占比将下降至40%-50%。预计随着公司销售策略转向,公司三四级市场渗透率与盈利能力均有望逐步改善。
- **小家电业务稳步推进。**公司小家电业务正处于稳步推进中,收购步步高小家电业务后,公司最大的收益是获得了全部小家电专利、设备与部分研发人员,目前公司的豆浆机产品已下线。未来公司将更专注以西式厨房小家电为代表的新品类小家电。公司认为此类小家电正处于市场导入期,大家的起点差距不大,公司有能力在该市场争夺话语权。
- **退二进三收益巨大,产业链整合仍是重点。**公司温岭厂区土地将被政府以“退二进三”政策收储,公司有望获得巨额收益,根据公司已公告的补偿办法和当前地价估计,此项收益整体有望超过10亿元,除了异地购地、建厂外,公司还将专注于厨具、小家电业务的上下游整合和同业资源整合。

- **上调公司评级至“增持”。**我们预测公司2012年每股收益0.26元，2013年每股收益0.38元，对应动态市盈率分别为37倍和26倍。考虑到调整相关策略后公司有望迎来一两年持续改善过程，并极有可能在未来二个季度获得财务体现，上调公司评级至“增持”。
- **风险提示：**1、公司渠道调整具有不确定性，可能导致营收出现波动。2、“退二进三”收益具有不确定性，存在低于预期可能。

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	15.61	16.16	18.35	20.77	营业收入	22.03	23.70	28.14	32.94
现金	4.08	4.59	4.79	5.02	营业成本	15.66	17.06	20.32	23.83
交易性金融资产	0.04	0.04	0.00	0.00	营业税费	0.16	0.15	0.18	0.21
应收票据	0.41	0.24	0.28	0.33	销售费用	3.96	3.91	4.64	5.43
应收款项	4.55	4.85	5.76	6.75	管理费用	2.11	1.71	1.83	2.14
存货	5.72	5.62	6.70	7.86	财务费用	0.15	0.05	-0.02	-0.02
其他	0.82	0.82	0.82	0.82	资产减值损失	0.05	0.01	0.01	0.01
非流动资产	5.35	5.32	5.13	4.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.28	0.00	0.00	0.04
固定资产	3.46	3.69	3.66	3.54	营业利润	0.27	0.82	1.17	1.37
无形资产	1.22	1.16	1.10	1.04	营业外收入	0.59	0.00	0.00	0.00
其他	0.68	0.48	0.37	0.39	营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.00
资产总计	20.96	21.48	23.48	25.73	利润总额	0.83	0.82	1.17	1.37
流动负债	4.97	4.79	5.66	6.59	所得税	0.12	0.11	0.16	0.19
短期借款	2.05	0.00	0.00	0.00	净利润	0.71	0.70	1.01	1.18
应付帐款	2.57	2.90	3.46	4.05	少数股东权益	0.11	0.07	0.10	0.12
预收帐款	0.26	0.26	0.26	0.26	归属母公司净利润	0.60	0.63	0.91	1.06
其他	0.09	1.64	1.95	2.29	EPS (元)	0.25	0.26	0.38	0.44
长期负债	0.11	0.11	0.10	0.10	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.11	0.11	0.10	0.10	每股指标				
负债合计	5.07	4.90	5.76	6.70	每股收益	0.25	0.26	0.38	0.44
股本	2.40	2.40	2.40	2.40	每股经营现金	-0.15	0.24	0.03	0.04
资本公积金	10.53	10.53	10.53	10.53	每股净资产	6.47	6.74	7.11	7.55
未分配利润	2.42	3.05	3.96	5.02	增长率				
少数股东权益	0.35	0.42	0.52	0.64	营业收入增长率	7.43%	7.60%	18.74%	17.03%
母公司所有者权益	15.53	16.16	17.07	18.13	营业利润增长率	-62.96%	204.13%	43.59%	16.40%
负债及权益合计	20.96	21.49	23.36	25.47	净利润增长率	-3.35%	5.24%	43.59%	16.40%
现金流量表					获利能力				
(亿元)									
	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	28.91%	28.04%	27.78%	27.65%
经营活动现金流	-0.98	3.07	0.40	0.42	净利率	2.73%	2.67%	3.23%	3.21%
净利润	0.71	0.70	1.01	1.18	ROE	3.87%	3.92%	5.32%	5.84%
资产减值准备	0.05	0.01	0.01	0.01	ROIC	2.04%	4.79%	5.93%	6.29%
折旧摊销	0.46	0.48	0.53	0.56	偿债能力				

财务费用	0.15	0.05	-0.02	-0.02	资产负债率	23.62%	20.98%	22.63%	23.51%
投资收益	0.28	0.00	0.00	0.04	流动比率	3.14	3.37	3.24	3.15
营运资金变动	0.00	1.83	-1.13	-1.27	速动比率	1.99	2.20	2.06	1.96
投资活动现金流	-0.60	-0.40	-0.34	-0.36	营运能力				
资本支出	0.00	-0.40	-0.40	-0.40	资产周转率	1.06	1.12	1.26	1.35
其他投资	-0.60	0.00	0.06	0.04	存货周转率	2.75	3.00	3.30	3.27
筹资活动现金流	1.22	-2.10	0.02	0.02	应收帐款周转率	5.12	5.15	5.43	5.40
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	1.22	-2.10	0.02	0.02	PE	39.60	37.53	26.14	22.45
现金净增加额	-0.37	0.57	0.08	0.08	PB	1.53	1.47	1.39	1.31

资料来源：中原证券

备注：上述预测未考虑公司可能获得的营业外收入影响

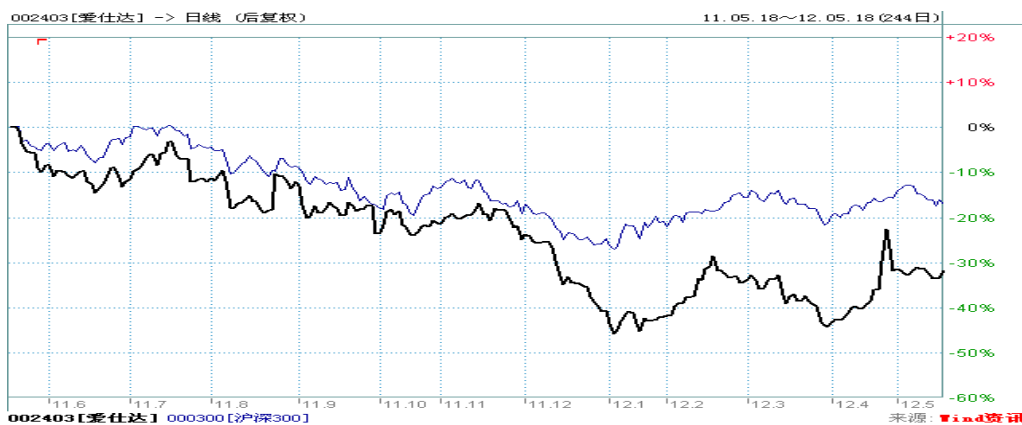
市场数据（2012-05-17）

收盘价（元）	9.90
一年内最高/最低（元）	15.18/8.00
沪深300指数	2574.65
市净率（倍）	1.51
流通市值（亿元）	9.57

基础数据（2012-03-31）

每股净资产（元）	6.54
每股经营现金流（元）	0.35
毛利率（%）	34.48
净资产收益率（%）	1.05
资产负债率（%）	21.5721.57
总股本/流通股（万股）	24000.00/9667.50
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。