

渠道拓展和产能改善夯实基础，期待长期稳定增长

2011年7月22日

中性/首次

爱仕达

调研快报

——爱仕达（002403）调研快报

| | | |
|---------|------------|----------------------------------|
| 王玉泉 | TMT 行业分析师 | 执业证书编号: S1480210100001 |
| 联系人: 李常 | 电子元器件行业分析师 | lichang@dxzq.net.cn 010-66507315 |

事件:

近期我们对公司进行了调研，就公司发展情况和未来发展方向进行了沟通。

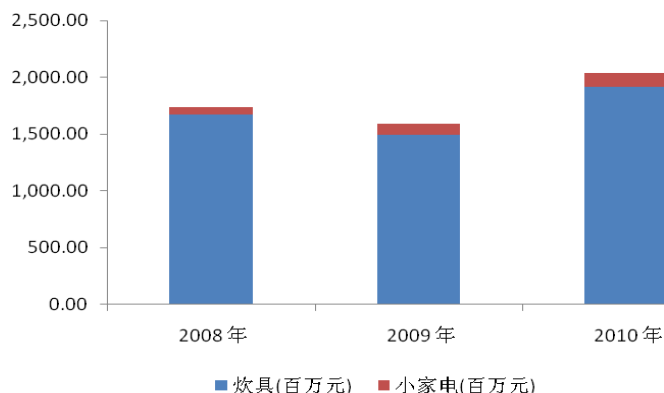
观点:

1、募投项目稳步进行，收购步步高小家电业务

公司主营产品分为炊具和小家电，其中小家电收入占比仅为 5%左右。公司的各项募投项目稳步进行，公司年增 750 万只无油烟锅、改性铁锅的募投项目已在 2010 年投产，年增 500 万只不锈钢及复合板炊具技改项目和年增 1000 万只新型不粘炊具项目将在 2012 年投产，因此公司的产能今年只是小幅增长，大量释放将发生在 2012 年。

公司收购了步步高的小家电业务，从传统的炊具进入到了厨房小家电领域。公司的小家电业务占比很小，仅为 5%左右，公司的募投项目有年新增 650 万只智能型节能厨房系列小家电的建设项目。此次收购包括生产设备、检测设备、生产物料和模具等资产，因此此次收购主要是利用其生产线和专利，使得公司能够快速扩产。公司小家电业务线上生产的产品有：豆浆机、电磁炉、电压力锅、电饼铛、料理机等。公司要想快速地扩大销售收入，小家电业务无疑是一个很好的选择，小家电产品线广，而且和公司的品牌相关度极高，可以利用公司原有销售渠道进行扩展。

图 1：公司各产品收入占比



资料来源：东兴证券研究所

2、直营和代理两种销售模式并重

公司同时进行直营和代理两种销售模式，直销售占比 65%，主要是一、二线城市的大型连锁超市和家电卖场；代理销售占比 35%。但是以大型超市卖场为主的国内营销网络的渠道建设费用和维护费用较高，给公司的费用控制带来较大挑战。未来公司将逐步调整销售模式，保留销售过亿的卖场进行直营，其余的逐步交给代理商去做，减少公司费用的同时，也会减轻公司的资金压力。此外公司还运营 10 多家专卖店，用以进行品牌建设，售后服务。

三四级市场对品牌炊具需求的快速增长为公司提供了巨大的市场空间，但是公司在三四级市场的网点不足、市场占有率和品牌影响力较低。因此公司在 2010 年下半年与日日顺进行合作，日日顺拥有庞大的县、乡、村级销售网络。目前，爱仕达进入到日日顺的有效终端超过 300 家，预计 2011 年有望实现销售收入 6000 万元。

3、有能力转移成本压力，继续大力营销

今年上半年炊具和小家电业内增速都出现下滑，公司的营业收入和营业利润保持小幅增长。尤其是今年上半年原材料涨价、人力成本提升的现象严重，公司通过推出新产品的方式进行提价，上调幅度约为 10%。

公司在 2010 年广告销售费和展览费近 9000 万，公司今年仍将保持去年的宣传力度，广告费和展览费预计和去年持平。

结论：

2011 年上半年行业增速下滑，在公司的努力下保持了营业收入和营业利润的小幅增长。公司为了实现跨越式的发展，渠道上加大代理商和三四级市场的销售力度，产品上在对炊具扩产的同时大力发展小家电业务。我们预计在行业转暖的时候，公司在渠道和产品上的投入将有所回报。预计公司 2011 年、2012 年 eps 为 0.29 元、0.35 元，对应 PE 为 47 倍、39 倍。我们认为公司目前市盈率过高，首次给予“中性”评级，密切关注公司的小家电业务整合情况和所处行业下半年的需求状况。

风险提示

- 1、对步步高业务的整合慢于预期。
- 2、各地保障房的建设进度。

表 1：盈利预测简表

| 指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1589.97 | 2050.40 | 2300.00 | 2784.00 | 3427.20 |
| (+/-)% | (8.51) | 28.96 | 12.17 | 21.04 | 23.10 |
| 净利润（百万元） | 83.83 | 62.24 | 70.59 | 85.19 | 106.83 |
| (+/-)% | 11.40 | (25.76) | 13.43 | 20.68 | 25.40 |
| 每股收益(元) | 0.47 | 0.26 | 0.29 | 0.35 | 0.45 |
| PE | 29.51 | 50.4 | 47.15 | 39.08 | 31.16 |

资料来源：东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

联系人简介

李常

清华大学电路与系统硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。