

业绩低于预期 估值偏高

增持 维持

投资要点:

- 公司横向拓展意向较强
- 目前公司估值偏高, 须等待股价下调后的机会

报告摘要:

- 业绩低于预期, 同增下降。收入增长放缓, 净利润同比下降。**爱仕达2011年上半年实现营业收入10.26亿元, 同比增长4.2%; 归属于上市公司股东的净利润为0.32亿元, 同比下降4.96%; 基本每股收益为0.13元。公司预计2011年1-9月净利润同比增幅在-30%~10%之间。**管理费用率大幅上升, 净利率有所下降。**上半年毛利率为28.3%, 同比下降了0.2个百分点。管理费用率为8.5%, 同比上升了3.6个百分点; 销售费用率为15.4%, 同比下降了0.9个百分点; 财务费用率为-0.5%, 同比下降了2.1个百分点。上半年净利率为3.3%, 同比下降了0.4个百分点。
- 炊具需求放缓、成本上升明显。传统炊具缺乏成长性, 小家电布局带动公司发展尚需时日。**炊具上半年同增3.6%, 出口增长低于预期: 出口上半年仅同比增长1.39%, 海外需求增幅回落及国内同行间的竞争加剧。**原材料价格上涨致多个产品的毛利率下降。**上半年铝锭的价格同比上涨5.05%, 不锈钢价格同比上涨9.61%。**人工成本及研发费用的上升导致管理费用大幅攀升。**人工成本同比增加30%, 技术开发费用同比增加824%。
- 维持“增持”评级。**公司下调今年目标: 销售收入为22亿元, 净利润为7000万元。我们也下调了公司收入增速。预计爱仕达2011-13年收入增速分别为14%、19%、20%; 归属母公司股东净利润分别增长12%、44%、45%。2011-13年EPS分别为0.29、0.42、0.61元, 对应PE为46倍、32倍、22倍, 未来3年年复合增长率为33%, 今年PEG为1.39, 目前公司估值偏高, 须等待股价下调后的机会。
- 风险提示:** (1) 原材料成本和人工成本大幅上升; (2) 人民币升值冲击出口: 上半年公司出口超过内销, 占比达51.12%。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1589.97	2050.40	2338.67	2791.38	3340.90
同比增长率	-8.51%	28.96%	14.06%	19.36%	19.69%
归属母公司净利润(百万元)	83.83	62.24	69.50	100.11	145.93
同比增长率	11.40%	-25.76%	11.66%	44.05%	45.77%
每股收益(元)	0.349	0.259	0.290	0.417	0.608
P/E(倍)	37.96	51.13	45.79	31.79	21.81

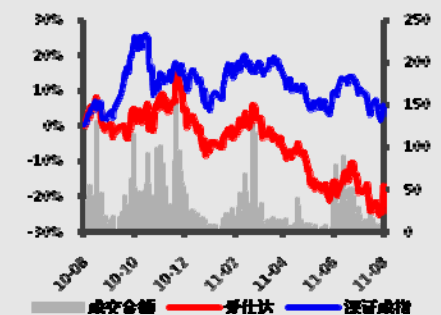
家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	2.4
流通股本(亿)	0.92175
股价(元)	13.26
第一大股东	爱仕达集团有限公司
第一大股东持股比例	39.38%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

爱仕达(002403): 卧薪尝胆 加大投入 迎竞争 (2011.04.27)

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响 (2011.07.19)

万和电气(002543): 盈利水平提升体现成本控制能力 (2011.04.22)

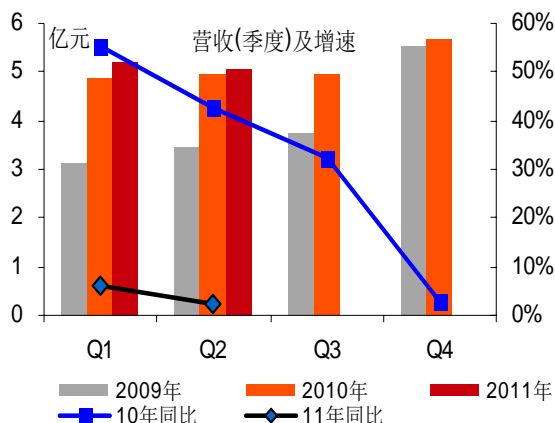
九阳股份(002242): 估值最低小家电公司平稳开局 (2011.04.19)

空调行业11年1月报: 低估值和高成长双重驱动 (2011.01.20)

业绩低于预期，同增下降

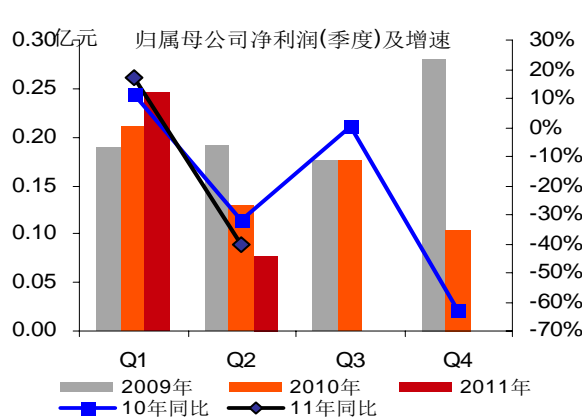
收入增长放缓，净利润同比下降。爱仕达 2011 年上半年实现营业收入 10.26 亿元，同比增长 4.2%；归属于上市公司股东的净利润为 0.32 亿元，同比下降 4.96%，这与 2011 年 7 月 21 日公司公告半年度业绩快报中净利润同比增长 3% 略有出入，由同比增长个位数调整为同比下降个位数，业绩低于预期；基本每股收益为 0.13 元。公司预计 2011 年 1-9 月净利润同比增幅在 -30%~10% 之间。

图 1: 爱仕达营收及增速 (单季)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 爱仕达净利润及增速 (单季)

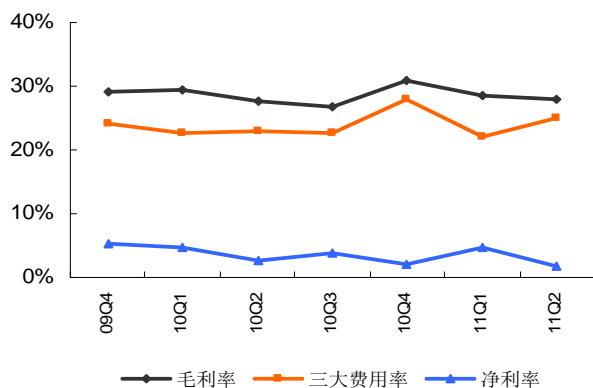


资料来源: 公司公告, 宏源证券

管理费用率大幅上升，净利率有所下降。公司 2011 年上半年毛利率为 28.3%，同比下降了 0.2 个百分点（其中，一季度毛利率为 28.6%，同比下降 0.8 个百分点，二季度毛利率为 28%，同比上升 0.4 个百分点）。上半年管理费用率为 8.5%，同比上升了 3.6 个百分点（其中，一季度管理费用率为 6.8%，同比上升了 2 个百分点，**二季度管理费用率为 10.1%**，同比上升了 5.1 个百分点）。公司上半年销售费用率为 15.4%，同比下降了 0.9 个百分点，其中二季度销售费用率为 15.5%，同比下降了 1.1 个百分点。公司上半年财务费用率为 -0.5%，同比下降了 2.1 个百分点，其中二季度财务费用率为 -0.7%，同比下降 2.2%。

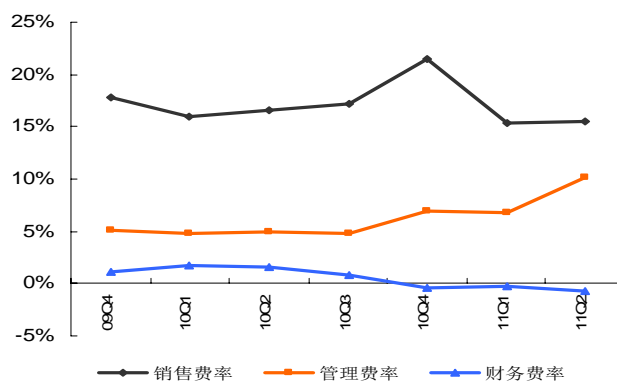
公司 2011 年上半年净利率为 3.3%，同比下降了 0.4 个百分点。其中，二季度净利率为 1.7%，同比下降了 1 个百分点。

图 3: 爱仕达盈利指标 (单季)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 爱仕达费用率趋势 (单季)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

原因分析：炊具需求放缓、成本上升明显

传统炊具行业缺乏成长

占公司 93% 业务量的炊具产业整体缺乏成长：炊具上半年同增 3.6%。

出口增长低于预期：出口上半年仅同比增长 1.39%。海外需求增幅回落及国内同行间的竞争加剧。

小家电布局带动公司发展尚需时日

公司于 2011 年 7 月 12 日宣布收购步步高小家电业务，符合公司整体发展战略。但相对主要竞争对手苏泊尔 50% 左右的小家电占比，爱仕达目前的小家电业务占比太小。而且，公司的嘉善小家电生产基地建设慢于预期，预计 2012 年年中方可量产，因此，小家电目前对于爱仕达业绩的贡献增长尚需时日。

优化产品结构减缓毛利率下滑

公司 2011 年上半年炊具的毛利率同比上升 0.14 个百分点。公司加大了**高端炒锅**的营销力度和价格调整，是的炒锅的增长和毛利率都有较大提高。但占比最大的套装锅遭遇“滑铁卢”。

上半年小家电的毛利率为 20.56%，同比下降了 3.32 个百分点。小家电竞争加剧导致整个行业的毛利率下滑。

原材料价格上涨致多个产品毛利率下降

2011 年上半年公司主要原材料铝和不锈钢的价格持续上涨，其中上半年铝锭的价格同比上涨 5.05%，不锈钢价格同比上涨 9.61%。煎锅、汤奶锅、套装锅、小家电的毛利率都同比下降。

销售费用较同期小幅减少

预计 2011 年公司在品牌建设方面、广告费用方面的投入与 2010 年基本持平。上半年销售费用率为 15.4%，同比下降了 0.9 个百分点。

人工成本及研发费用的上升导致管理费用大幅攀升

公司上半年管理费用率为 8.5%，同比上升了 3.6 个百分点。原因有两点：一是**人工成本**同比增加了 30%；二是技术开发费用同比增加了 824%。

财务费用大幅减少

由于公司 2010 年 5 月 IPO 募集资金后银行贷款减少，因此使得 2011 年上半年财务费用大幅减少，同比下降了 2.1 个百分点。

风险提示

- (1) 成本大幅上升：公司原材料持续价格持续上涨，人工成本及研发成本大幅上升。
- (2) 人民币升值冲击出口：上半年公司出口超过内销，占比达 51.12%。

盈利预测与估值

爱仕达收购步步高小家电业务，意图在小家电市场创造新的利润增长点，但距其效果显现需要一定时间。我们认为今年爱仕达还处于扩大产能、提高品牌知名度的积累时期，因此今年业绩增长将表现平平，待明后年产能释放、小家电业务大幅开展、渠道结构完善、品牌美誉度上升时，公司业绩将会进入高速增长期。

我们下调了今年公司收入增速。公司在去年年报中披露 2011 年销售收入计划指标为 25 亿元，净利润 8300 万元。但在今年中报披露，公司下调目标：销售收入为 22 亿元，净利润为 7000 万元。

我们预计爱仕达 2011-2013 年销售收入为 23 亿元、28 亿元、33 亿元，增速分别为 14%、19%、20%；归属母公司股东净利润分别为 0.7 亿元、1 亿元、1.46 亿元，分别增长 12%、44%、45%。2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.42、0.61 元，对应 PE 为 46 倍、32 倍、22 倍，未来 3 年年复合增长率为 33%，今年 PEG 为 1.39，目前公司估值偏高，须等待股价下调后的机会。明后年业绩值得期待，建议长期跟踪关注，暂维持“增持”评级。

表 1: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1737.80	1589.97	2050.40	2338.67	2791.38	3340.90
增长率(%)	17.80%	-8.51%	28.96%	14.06%	19.36%	19.69%
归属母公司股东净利润	75.25	83.83	62.24	69.50	100.11	145.93
增长率(%)	22.61%	11.40%	-25.76%	11.66%	44.05%	45.77%
每股收益(EPS)	0.314	0.349	0.259	0.290	0.417	0.608
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.029	0.042	0.061
每股经营现金流	1.059	0.117	-0.621	1.414	-0.911	1.854
销售毛利率	26.40%	30.86%	28.70%	26.21%	27.16%	28.13%
销售净利率	4.66%	5.56%	3.27%	3.20%	3.86%	4.70%
净资产收益率(ROE)	24.81%	21.65%	4.04%	4.33%	5.91%	8.00%
投入资本回报率(ROIC)	15.51%	17.42%	9.89%	6.26%	7.87%	8.27%
市盈率(P/E)	42.29	37.96	51.13	45.79	31.79	21.81
市净率(P/B)	10.49	8.22	2.07	1.98	1.88	1.74
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.002	0.003	0.005

资料来源：宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1737.80	1589.97	2050.40	2338.67	2791.38	3340.90
减: 营业成本	1279.03	1099.29	1461.85	1725.78	2033.33	2401.20
营业税金及附加	11.73	10.90	13.05	14.88	17.76	21.26
营业费用	227.70	264.02	367.82	371.44	443.34	530.61
管理费用	73.85	87.33	111.23	126.87	151.43	181.24
财务费用	47.52	27.52	17.58	10.89	17.95	20.98
资产减值损失	-5.78	2.18	3.38	3.38	3.38	3.38
加: 投资收益	-3.25	0.66	-1.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.37	3.25	-1.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	99.13	102.64	72.60	85.43	124.20	182.23
加: 其他非经营损益	0.84	-0.82	2.12	2.59	2.59	2.59
利润总额	99.97	101.82	74.72	88.02	126.78	184.82
减: 所得税	19.00	13.43	7.73	13.20	19.02	27.72
净利润	80.96	88.38	67.00	74.81	107.77	157.10
减: 少数股东损益	5.71	4.55	4.76	5.32	7.66	11.16
归属母公司股东净利润	75.25	83.83	62.24	69.50	100.11	145.93

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	178.55	135.40	494.69	269.79	27.91	167.35
应收和预付款项	350.52	425.49	605.80	530.46	822.48	792.81
存货	354.79	430.22	565.94	582.42	770.59	827.20
其他流动资产	1.41	3.69	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	2.09	1.86	1.64	1.42
固定资产和在建工程	296.31	305.88	341.34	788.13	884.92	861.71
无形资产和开发支出	47.28	69.32	67.44	60.00	52.56	45.12
其他非流动资产	1.00	5.93	4.73	2.37	0.00	0.00
资产总计	1229.87	1375.92	2082.02	2235.03	2560.09	2695.60
短期借款	342.56	458.73	60.23	0.00	188.68	0.00
应付和预收款项	396.30	417.63	446.20	591.57	630.19	811.89
长期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	83.00	93.17	10.63	10.63	10.63	10.63
负债合计	911.86	969.53	517.06	602.20	829.51	822.52
股本	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00
资本公积	21.12	21.12	1052.69	1052.69	1052.69	1052.69
留存收益	102.23	186.06	248.30	310.84	400.94	532.28
归属母公司股东权益	303.35	387.18	1540.99	1603.53	1693.63	1824.97
少数股东权益	14.66	19.21	23.98	29.29	36.95	48.12
股东权益合计	318.01	406.40	1564.96	1632.83	1730.58	1873.09
负债和股东权益合计	1229.87	1375.92	2082.02	2235.03	2560.09	2695.60

资料来源: 宏源证券

表 4: 现金流量表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	254.14	28.08	-149.00	339.39	-218.64	444.94
投资性现金净流量	-129.01	-77.30	-86.67	-497.80	-197.80	-97.80
筹资性现金净流量	-41.36	32.25	611.11	-66.49	174.56	-207.70
现金流量净额	83.77	-16.97	374.48	-224.90	-241.88	139.43

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、苏泊尔、九阳股份、爱仕达、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。