

# 成本之殇，增长略显疲态

中性

——爱仕达（002403）2011年半年报点评——

## 事件：

- 爱仕达（002403）公布了2011年半年报，报告期内公司实现营业收入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%；EPS为0.13元。略低于预期。

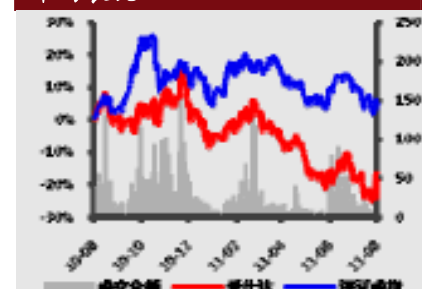
## 点评：

- **套装锅销售的下降拖累业绩** 在原材料价格和劳动力成本持续上升的情况下，公司一方面推进产品价格调整，同时加大了高毛利产品的销售支持力度，但是由于市场需求增速放缓，公司主营业务收入仅实现小幅增长，产品毛利率基本与去年同期持平。套装锅产品实现的销售收入占2011年上半年公司主营业务收入的34.23%，但毛利率仅15.63%，低于公司产品平均毛利率近13个百分点；炒锅毛利率相对较高，但过去一直销售占比不高。公司以提高总体盈利能力为出发点，加大了对高端炒锅的价格调整幅度及营销支持力度，使炒锅的毛利率由去年同期的47.69%提高到51.91%，销售收入从14757.80万元提高到16979.30万元，提高15.05%。与此同时，销售占比第一位的套装锅产品销售收入由去年同期的35695.23万元下降到35118.97万元，下降1.61%；毛利率由去年同期的18.54%下降到15.63%，下降2.92%。煎锅与汤奶锅表现平稳，销售小幅增长，毛利小幅下降；压力锅毛利率在报告期内有一定的提升，但销售收入持续下降，下降17.01%，反映了随着消费者生活习惯的改变，传统压力锅产品市场需求在持续下降。小家电产品毛利率由去年同期23.88%下降至20.56%，由于其营业收入占主营业务收入比例仅为6.91%，对公司整体业绩影响不大。
- **内销经营情况略好于外销** 公司上半年国外市场收入同比增长1.39%，毛利率下降4.77%，主要是受国际宏观经济形势的影响，需求增幅回落及国内同行间的竞争加剧，价格竞争导致出口产品毛利率不断下滑。国内市场的经营情况略好于国外市场，营收和毛利率均有提高，虽然同公司前期预期存在差距，但是毛利率的提高体现了公司产品的市场地位及通过掌握产品的市场定价权能够抵御市场不景气带来的负面影响。
- **成本之殇，公司产品总体毛利率下降0.12%** 公司生产用的主要原材料是铝和不锈钢，2011年上半年和2010年同期相比，铝价和不锈钢价格都出现了持续上涨。公司主要原材料A00铝锭和304/2B不锈钢(1.0厚度)的采购价格在2011年上半年较2010年同期增长分别达5.05%、9.61%，再加上劳动力价格的上涨，营业成本的上升给公司

## 分析师

李辉  
执业证号：S1250511010001  
电话：010-57631229  
邮箱：lihui@swsc.com.cn

## 市场表现



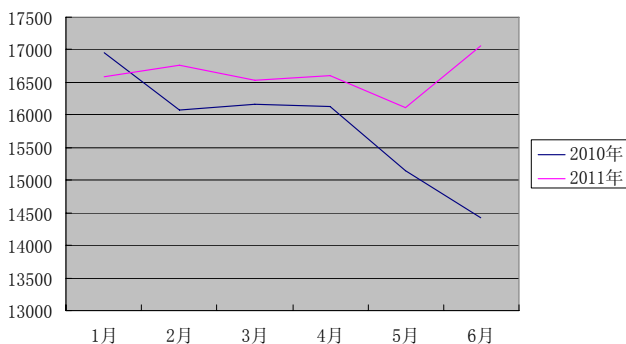
数据来源：西南证券研发中心

## 基本数据

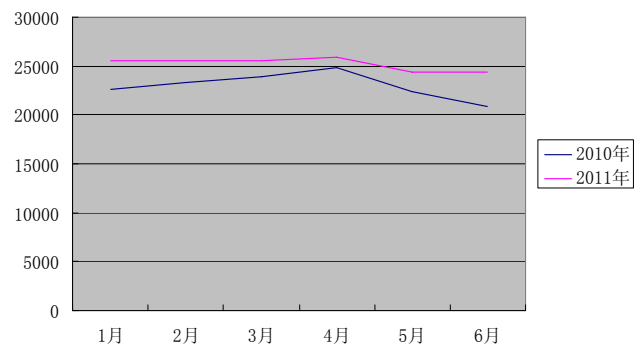
总股本(亿)	2.4
流通股本(亿)	0.92175
第一大股东	爱仕达集团有限公司
第一大股东持股比例	39.38%

经营带来压力。针对营业成本的上升，公司适时进行产品调价，由于公司在国内市场有良好的品牌知名度、市场影响力和相对完善的终端渠道，价格调整的力度和实施速度要比国外市场的效果好。受制于成本压力和国外市场价格调整的难度，公司产品总体的毛利率下降 0.12%。由于公司主营业务收入的增加，虽然毛利率下降，但毛利的总额仍然增加了 1011.51 万元

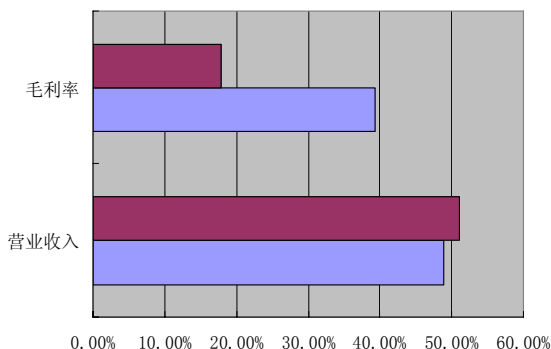
- **三费比率基本与去年同期基本持平** 公司管理费用率为 8.5%，同比上升了 3.6%。管理费用增加的两个主要项目是职工薪酬和技术开发费，职工薪酬增加一方面是因为管理人员平均薪酬增加，另一方面是从公司长期战略考虑，人才引进力度在加大；技术开发费用的增加是因为公司加大了技术研发投入。销售费用率为 15.4%，同比下降了 0.9%，公司加强了费用控制。财务费用率为-0.5%，同比下降了 2.1%。主要是由于公司 2010 年 5 月通过 IPO 募集资金后银行贷款减少，使财务费用大幅减少。

**图 1: A00 铝锭采购价格变化**


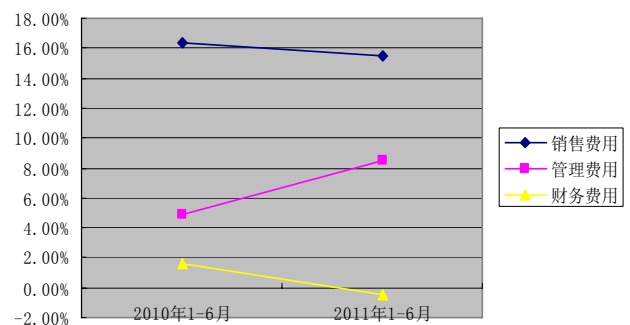
数据来源: 公司半年报

**图 2: 304/2B 不锈钢(1.0 厚度) 采购价格变化**


数据来源: 公司半年报

**图 3: 内销与外销毛利率变化**


数据来源: 公司半年报

**图 4: 三费同比变化**


数据来源: 公司半年报

- **风险提示** 重要原材料成本上升风险；产品市占率下滑。
- **盈利预测** 预期 2011、2012、2013 年每股收益 0.25、0.33、0.47 元，考虑公司未来的业绩增速预期以及行业状况，维持公司“中性”评级。

## 利润预测表

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	1590	2050	2421	2948
营业总成本	-1099	-1497	-1799	-2198
销售费用	-264	-349	-419	-498
管理费用	-87	-104	-117	-132
财务费用	-28	-13	-11	-9
营业利润	103	73	97	129
利润总额	102	76	99	137
所得税	-13	-10	-13	-15
少数股东损益	5	4	6	7
净利润	84	62	80	115

## 西南证券投资评级说明

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>