



未有评级

002403.SZ

价格:人民币 8.53

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2	(9)	(16.3)	(31.8)
相对新华富时 A50 指数	1	(5)	(6.6)	(19.5)

发行股数(百万)	240
流通股(%)	40.28
流通股市值(人民币 百万)	809
3个月日均交易额(人民币 百万)	21
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
爱仕达集团有限公司	39.38

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2012年8月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品:家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

爱仕达

短期业绩面临较大压力

爱仕达是我国最大的炊具研制、生产和销售企业之一,主要从事炊具产品的研制、生产和销售。公司炊具产品市场占有率在国内名列前茅,在炊具和厨房小家电制造技术和加工制造能力上处于国内领先、国际先进水平。2011年公司实现营业收入22.02亿元,同比增长7.43%;实现归属于母公司的净利润6,015.50万,同比下降3.35%;2012年1季度公司实现营业收入4.16亿元,同比下降19.76%;实现归属于母公司的净利润1,653万元,同比下降32.78%。

主要发现

- **外销产品主要出口欧美,内销增速相对平稳:** 欧洲和美国区域合计占公司出口份额的85%左右,欧美(特别是欧洲)经济的不景气为公司出口业务带来较大的不确定性;内销的整体情况优于出口,预计全年将保持10%以上的增速。从小家电的情况来看,2012年小家电内外销数量预计将达200万只,增速超过40%。
- **重点进行直营与代理的渠道整合,代理与新兴渠道占比将提高:** 公司之前直营店的比例太高,人力成本高、渠道拓展缓慢。2012年,预计公司代理加网购的占比将超过50%,超过直营渠道。另外,代理加网购渠道的净利率高于传统直营店,这有利于提升公司的盈利能力。
- **温岭厂区“退二进三”土地补偿超预期:** 公司于2012年4月公告了温岭厂区164,170平方米工业用地收储补偿方案。上述地块在政府收储公开挂牌出让后,预计可获得挂牌出让成交总价50%左右的补偿款。预计公司可获得的补偿款超过10亿元。

主要观点

- 我们认为,公司在传统渠道与新兴渠道的拓展方面进展明显,产品品质与订单管理等环节保障度较高。但是,今年国内外经济增速放缓的趋势还在持续,宏观经济的不确定性对于行业的压力仍然较大。同时炊具行业和小家电行业竞争不断加剧,内外部因素挤压公司收入和利润增长空间,公司全年的业绩增长面临较大压力。

主要风险

- 成本上升;国内外经济恶化对于行业的影响。

投资摘要

年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,050.4	2,202.7	2,306.75	2,575.75	2,950
增长率(%)	28.96	7.43	4.72	11.66	14.53
归属母公司股东的净利润(百万元)	62.24	60.16	60	74.5	87.67
增长率(%)	(25.76)	(3.35)	(0.26)	24.17	17.67
每股收益-摊薄(元)	0.2593	0.2506	0.25	0.3104	0.3653
每股净资产(元)	6.42	6.47	6.85	7.20	7.67
市盈率(倍)	64.25	35.28	34.12	27.48	23.35

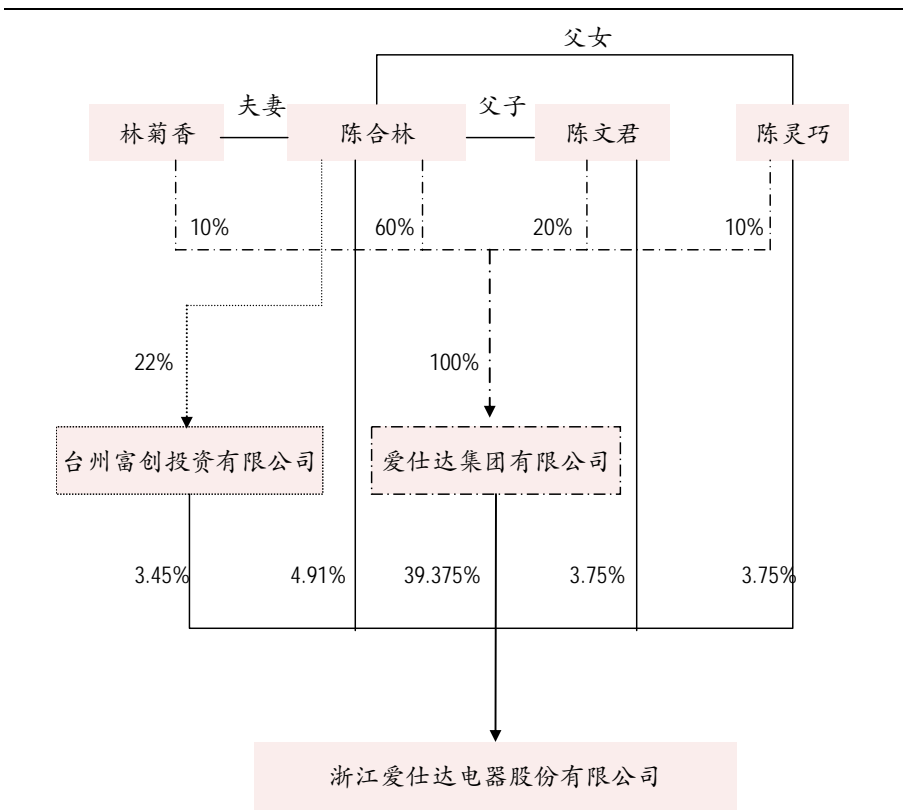
资料来源:公司数据及中银国际研究预测

公司简介

公司是我国最大的炊具研制、生产和销售企业之一，主要从事炊具产品的研制、生产、销售。公司炊具制造能力居世界前列，产品国内市场占有率名列前茅，产品畅销世界 50 个国家和地区，出口额居国内同行业首位。公司在炊具和厨房小家电制造技术和加工制造能力上处于国内领先、国际先进水平，“爱仕达”品牌被誉为“中国驰名商标”。公司的研发实力和制造能力获得了世界多家知名炊具企业的认可，并与其形成了长期、稳定、良好的合作关系，产品出口美国、德国、澳大利亚等 40 多个国家和地区。

公司现有总股本 2.4 亿股。控股股东为爱仕达集团有限公司，目前持有公司 94,500,000 股的股份，持股比例为 39.375%。陈合林先生、林菊香女士、陈文君先生、陈灵巧女士四人为公司的实际控制人。

图表 1. 公司股权结构图



资料来源：公司公告

2012 年 1 季度营业收入大幅下滑，费用增长侵蚀利润

2012 年 1 季度公司实现营业收入 4.16 亿元，同比下降 19.76%，这主要是因为炊具行业受到年初负面新闻影响以及终端需求疲软所致，公司炊具行业收入下滑 20%；实现归属于母公司的净利润 1,653 万元，同比下降 32.78%。1 季度，公司期间费用上升明显。销售费用率从去年同期的 15.37% 上升到当期的 19.37%。管理费用率从去年同期的 6.84% 上升到当期的 9.15%，上升幅度较大，主要是人工成本增加所致；财务费用率从去年同期的 -0.21% 上升到当期的 0.78%，主要是贷款增加引起的利息支出上升所致。

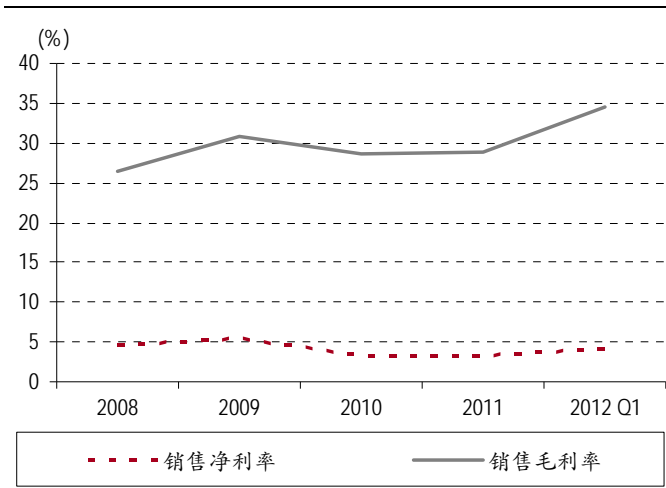
公司毛利率从去年1季度的28.57%提高到今年1季度的34.49%。净利率从去年同期的4.74%下降到今年1季度的3.97%。其中，营业外收入的大幅增加主要是因为政府补助增加所致

图表 2.2012 年一季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年一季报	2012 年一季报	同比(%)
营业收入	518.85	416.32	(19.76)
营业成本	370.59	272.74	(26.40)
毛利润	148.26	143.58	(3.16)
营业税金及附加	4.49	4.6	2.45
管理费用	35.5	38.1	7.32
销售费用	79.76	80.64	1.10
经营利润	28.51	20.24	(29.01)
资产减值	(0.91)	(1.86)	104.40
财务费用	(1.11)	3.26	(393.69)
公允价值变动损益		(2.44)	
投资收益	0.03	2.39	7,866.67
营业外收入	0.36	0.84	133.33
营业外支出	0.53	0.44	(16.98)
税前利润	30.39	19.19	(36.85)
所得税	5.4	2.14	(60.37)
少数股东损益	0.4	0.52	30.00
归属于母公司的净利润	24.59	16.53	(32.78)
基本每股收益(元)	0.10	0.07	(30.00)
毛利率 (%)	28.57	34.49	20.69
净利率 (%)	4.74	3.97	(16.22)

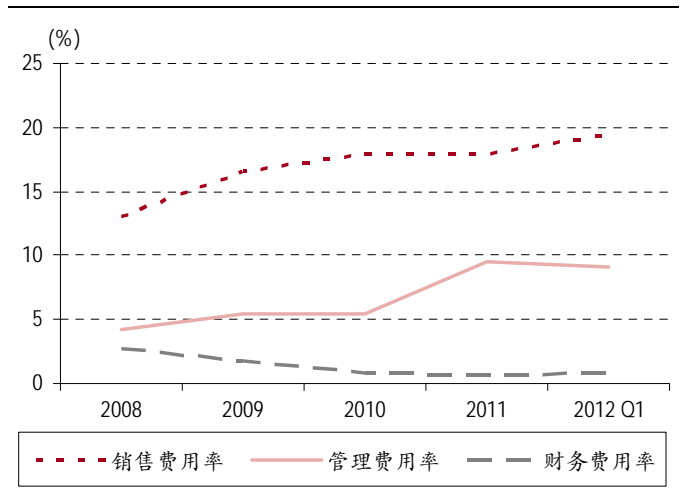
资料来源:公司数据, 中银国际研究

图表 3.利润率水平



资料来源:公司数据, 中银国际研究

图表 4.费用率水平



资料来源:公司数据, 中银国际研究

外销产品主要出口欧美，内销增速相对平稳

公司产品出口分布：欧洲 45%，美国 40%，中东地区 10%，其他地区 5%。因此，美国和欧洲的情况对于公司出口整体影响很大。从目前的情况来看，欧洲的整体经济形势比较严峻，整体情况比美国更差，预计全年出口情况弱于美国。

内销的整体情况优于出口，预计全年将保持 10% 以上的增速，增长的主要原因来自于销售体制转变和新兴渠道拓展。从小家电的情况来看，2011 年公司小家电内外销合计销量约 140 万只，2012 年预计将达 200 万只，增速超过 40%。

重点进行直营和代理的渠道整合，代理与新兴渠道占比提高

公司之前直营店的比例太高，虽然直营店为公司的收入增长做出很大贡献，但弊端也较多，主要体现在两个方面：第一就是费用高，人力成本高；第二是渠道拓展缓慢。2012 年，公司代理加上网购的占比将超过 50%，超过直营渠道。同时，代理加网购渠道的净利率高于传统直营店，这将有利于提升公司的盈利能力。

公司在加强直营店的经营同时，计划 2012 年底实现代理店数量 300-400 个，且注重单店经营效率和经营质量的提升。虽然三、四线城市也有一些小的直营店，但公司目前的直营店主要分布在一、二线城市，一、二线城市的占比在 70% 左右或更高。我们认为，公司 2012 年将着重直营与代理销售渠道的整合，以期更快地拉动终端销售量与销售额。

外销增速有所下滑，但是市场空间仍然广阔

随着全球经济增速下滑，近两年外销面对的整体环境有所下滑，批量的订单越来越少。尽管有所下滑，但外销的整体市场空间还在。公司引进了全自动化的生产设备，效率、品质有所提升，出口竞争力随之增强。另外，随着国内原材料以及人力成本的增加，制造业有向东南亚等地迁移的趋势。但东南亚国家在基础设施、产业链协同等方面同中国仍然有较大差距，缺乏成熟的产业链。因此，中国制造业的优势在短期内还可以维持。

预计半年业绩同比下滑 30%-50%，全年业绩存在较大压力

公司公告了 2012 年半年报业绩预告，预计半年盈利 1,620 万元-2,260 万，同比下滑 30%-50%，主要原因如下：

- 1) 欧洲主权债务危机不断深化和中东局势持续动荡，致使两地区居民消费信心不足，消费需求下降，公司对上述地区的出口销售低于年初预计；
- 2) 国内方面，受宏观经济下滑影响，净利率较高的经销商渠道销售收入增长低于年初预计。

尽管 2、3 季度是公司传统的旺季，但是从公司半年报业绩预告来看，公司的业绩低于市场预期，要实现 2012 年的业绩目标，压力较大。

温岭厂区“退二进三”土地补偿超预期

公司于2012年4月公告了温岭厂区164,170平方米工业用地收储补偿方案。上述地块在政府收储公开挂牌出让后,预计可获得挂牌出让成交总价50%左右的补偿款。预计公司可获得的补偿款超过10亿元,超出市场预期。

主要观点

我们认为,公司在传统渠道与新兴渠道的拓展方面进展明显,产品品质与订单管理等环节保障度较高。但是,今年国内外经济增速放缓的趋势还在持续,宏观经济的不确定性对于行业的压力仍然较大,同时炊具行业和小家电行业竞争不断加剧,内外部因素挤压公司收入和利润增长空间。因此,公司全年的业绩增长面临较大压力。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371