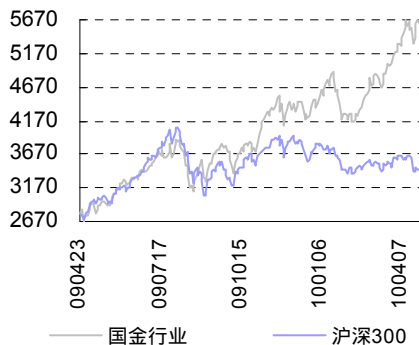


目标价格(人民币): 15.16-17.51元  
 询价价格(人民币): 12.63-14.15元  
 长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|               |         |
|---------------|---------|
| 发行 A 股上限(百万股) | 60.00   |
| 总股本(百万股)      | 180.00  |
| 国金家庭用具与器皿指数   | 5679.41 |
| 沪深 300 指数     | 3190.00 |
| 中小板指数         | 6512.60 |



## 稳固的炊具行业第二，炊电一体进军小家电

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.418  | 0.466  | 0.505  | 0.701  | 0.916  |
| 每股净资产(元)    | 1.69   | 2.15   | 5.65   | 6.09   | 6.73   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.32   | 0.11   | 1.32   | 0.87   | 1.10   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 16.78  | 29.75  | 29.75  | 29.75  | 29.75  |
| 净利润增长率(%)   | 22.61% | 11.40% | 44.71% | 38.59% | 30.77% |
| 净资产收益率(%)   | 24.81% | 21.65% | 8.95%  | 11.51% | 13.62% |
| 总股本(百万股)    | 180.00 | 180.00 | 240.00 | 240.00 | 240.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论、价值评估与投资建议

- 爱仕达是我国炊具行业中内销和出口规模均名列第二位的企业，内外销各占一半；并自 07 年起延伸至厨房小家电，09 年小家电收入占比近 6%。
- 国内炊具市场虽整体是大市场小品牌的格局；但在一二线城市的中高档市场，由于对炊具的品牌消费意识已建立、而且渠道壁垒较高，业已形成相当高的品牌集中度，因此苏泊尔、爱仕达等领导品牌的地位稳固。而且随着品牌商和连锁零售商渠道向三四级市场的下沉，以及中档消费者对炊具品牌意识的提高，整体市场份额将进一步向领导品牌集中，它们的增长速度优于行业。
- 用炊电品牌的关键成功因素评判，爱仕达上市后能够打开在既有炊具及新增长点厨房小家电领域的成长空间：
  - 品牌和研发竞争力——炊具领导品牌向厨房小家电的延伸在烹饪艺术上一致，且已有苏泊尔的成功先例，容易被渠道商和消费者接受。
  - 能见度竞争力——公司以直营模式与国内大型连锁超市所建立的关系稳固，并能伴其扩张而发展；同时公司已开辟了以炊电一体业态进入国美苏宁、发展了近 200 个三四级市场为主的经销商，也将进入三四级市场渠道商海尔日日顺的 2000 家网点，销售网络规模（渠道能见度）将快速扩大；广告宣传能见度也将同步跟上。
- 和苏泊尔相比，公司目前在炊具研发能力上实力相当，但在渠道网点规模、营运能力、人均效益上都有待提高。公司本次公开发行 6000 万股，募投项目正是针对公司目前竞争力短板的弥补。
- 盈利预测：预计公司 2010-2012 年收入分别为 20.4、25.3、31.1 亿元，对应增速 28.1%、24.4%、22.8%；按照发行后总股本全面摊薄 EPS 分别 0.505、0.701、0.916 元，净利润增速 44.7%、38.6%、30.8%。
- 我们认为能够给予公司和苏泊尔一样的估值水平，上市后合理价位给予 2010 年 30 倍、2011 年 25 倍估值，即 15.16-17.51 元。建议询价区间为 14.15-15.16 元，对应 2010 年 25-28 倍 PE。
- 风险提示：原材料价格上涨和汇率风险。

王晓莹 联系人  
 (8621)61038318  
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208  
 (8621)61038278  
 zhangbin@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 爱仕达：地位稳固的炊具行业第二名 .....           | 3  |
| 主营业务介绍 .....                     | 3  |
| 股权结构：骨干人员股权激励在上市前完成 .....        | 4  |
| 所处行业未来将持续增长 .....                | 5  |
| 炊具行业的未来持续稳定增长 .....              | 5  |
| 小家电行业未来增长空间巨大 .....              | 5  |
| 竞争力分析：成长性将高于行业平均水平 .....         | 5  |
| 目前市场地位：定位中高档，炊具内外销均为行业第二 .....   | 5  |
| 关键成功因素分析：爱仕达具备持续发展的核心素质和能力 ..... | 6  |
| 与苏泊尔相比，除炊具研发能力和直营渠道以外，还有差距 ..... | 7  |
| 募投项目是对公司目前竞争力短板的弥补 .....         | 10 |
| 盈利预测与投资建议 .....                  | 11 |
| 公司盈利预测 .....                     | 11 |
| 投资建议 .....                       | 13 |
| 风险提示 .....                       | 14 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....                | 14 |

## 图表目录

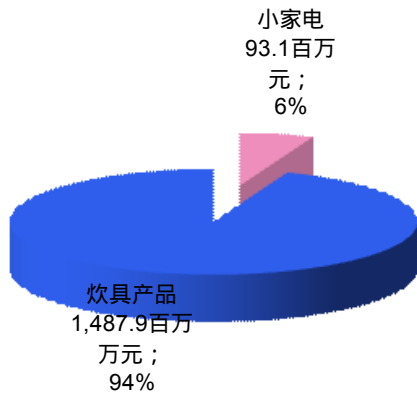
|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 1：目前业务仍以炊具为主 .....         | 3  |
| 图表 2：炊具产品呈多元化结构特点 .....       | 3  |
| 图表 3：近年来内销比重提高 .....          | 4  |
| 图表 4：内销毛利率提升显著 .....          | 4  |
| 图表 5：IPO 后公司股权结构图 .....       | 4  |
| 图表 6：爱仕达处于中高端市场 .....         | 5  |
| 图表 7：爱仕达的炊具内外销均为行业第二 .....    | 6  |
| 图表 8：国内销售模式结构示意图 .....        | 7  |
| 图表 9：公司研发实力强且近年来不断提高 .....    | 7  |
| 图表 10：爱仕达与苏泊尔的经营基本面情况对比 ..... | 8  |
| 图表 11：爱仕达营运能力尚不及苏泊尔 .....     | 9  |
| 图表 12：爱仕达人均效益尚低于苏泊尔 .....     | 9  |
| 图表 13：爱仕达综合竞争力分析 .....        | 9  |
| 图表 14：募投资金建设项目情况说明 .....      | 10 |
| 图表 15：近年来公司遭遇产能瓶颈问题 .....     | 10 |
| 图表 16：募投资金建设的厨房小家电产品情况 .....  | 11 |
| 图表 17：公司主要产品收入预测 .....        | 12 |
| 图表 18：公司主要产品收入预测（续） .....     | 13 |

## 爱仕达：地位稳固的炊具行业第二名

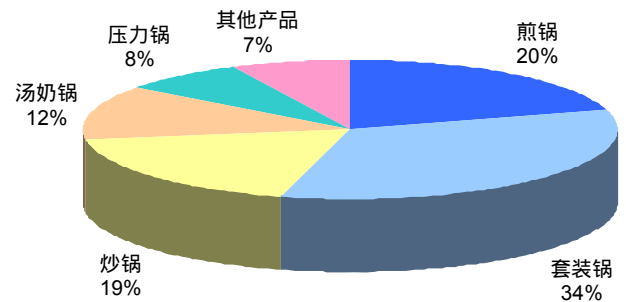
### 主营业务介绍

- 公司是一家主要从事“爱仕达”品牌炊具、厨房小家电等系列产品的研发、生产和销售的企业，主要经营炊具和小家电两个品类，09年炊具和小家电收入分别达15亿和0.9亿，占比分别为94%和6%。
- 从产品结构收入来看，炊具产品主要以煎锅、炒锅、套装锅和汤奶锅为主，2009年分别占主营业务的比重为20%、19%、34%和12%。公司通过品类的多元化经营来满足市场不同消费者的需求：煎锅、汤奶锅针对西方人烹饪习惯，炒锅主要针对中国家庭的烹饪习惯，套装锅则主要满足市场成套购置和礼品炊具的趋势。

图表1：目前业务仍以炊具为主



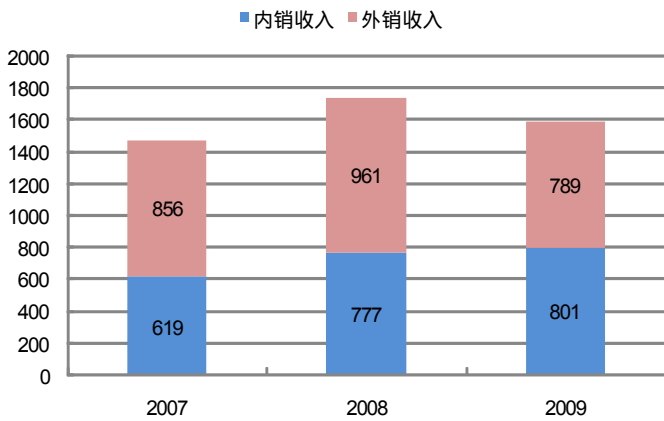
图表2：炊具产品呈多元化结构特点



来源：国金证券研究所

- 除了经营炊具产品外，公司于2007年涉足厨房小家电领域，近两年的收入增速分别为286%和34%，高于炊具产品的营业收入增速15%和-10%，形成了电压力锅、电磁灶、电饭煲、电水壶四个主要品类的产品系列。虽然近两年小家电增速较快，但目前主营业务收入中的比重依然较小，近三年分别为1.22%、4.00%和5.86%，未来将是公司提升业绩的一个突破点。
- 内外销两条腿走路：
  - 近年来内销比重分别为42%、45%和50%，呈现环比上升趋势，根据2009年公司的分地区销售收入来看，内外销比重基本为1:1。
  - 内销市场上用品牌形象良好以及新品和高性价比产品维持毛利水平；公司出口目前以ODM为主，由于客户以国外中高档炊具品牌为主，产品附加值高，近三年的平均外销毛利率水平高达22%。今后将在中东和中南亚等地大力推广自主品牌产品销售。内外销产品毛利率水平都处于较高水平，且呈现提升趋势，显示公司品牌、研发及工艺全方位较强的实力。
  - 在净利润率上两个市场差别不大。

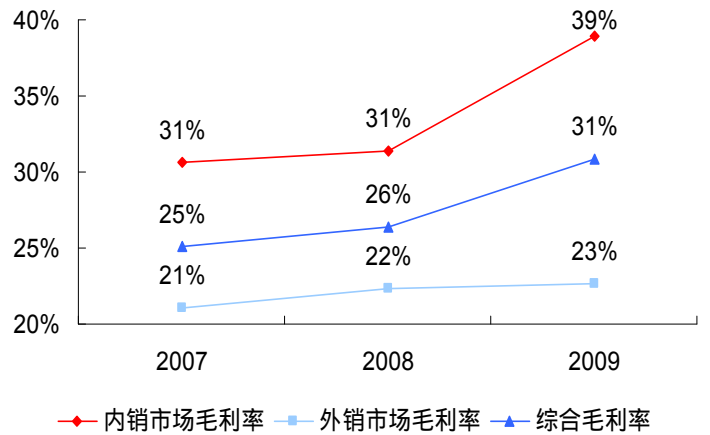
图表3：近年来内销比重提高



单位：百万元人民币

来源：国金证券研究所

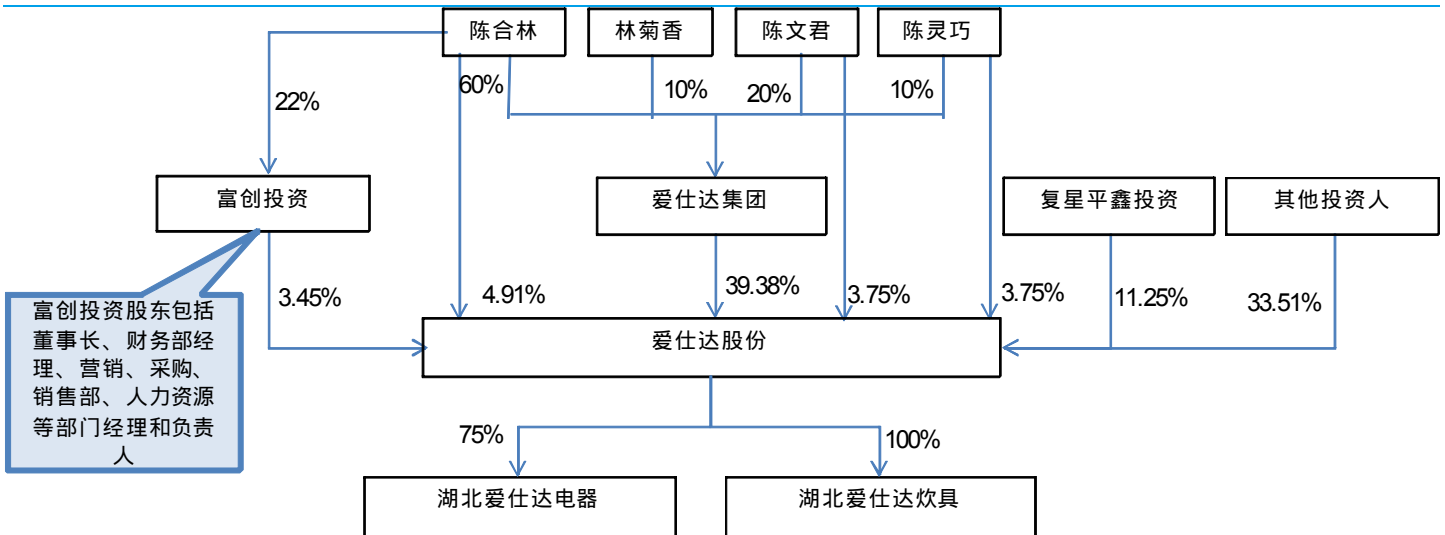
图表4：内销毛利率提升显著



股权结构：骨干人员股权激励在上市前完成

- 公司控股股东是爱仕达集团，实际控制人为陈合林、林菊香、陈文君和陈灵巧四人，本次发行后四人实际合计拥有上市公司 52.5% 的股权。
- 此外，公司主要岗位的中层领导都已经通过富创投资获得了股权，这些股权激励不仅有助于维稳现有团队的继续运作，随着公司上市发行也可进一步激励骨干人员。
  - 富创投资的股东覆盖了公司的高中层领导和骨干人员，持股比例最高达 22%，最低达 1%，大部分实业部门都获得了富创投资 1.5% 的股权，假设公司上市后每股 15 元，则这些骨干人员持有市值最低可达到 124 万，激励效果明显。

图表5：IPO 后公司股权结构图



来源：国金证券研究所

## 所处行业未来将持续增长

### 炊具行业的未来持续稳定增长

- 炊具内销市场将呈现持续稳定的增长：
  - 居民生活水平的提高将带来炊具产品的需求增长——国家统计局数据显示，09 年城镇居民人均可支配收入为 17174 元，同比 08 年增长 8.8%。一方面收入水平的增长提升人们对炊具产品的购买力，另一方面，收入水平的提高会促使人们改变居住条件，继而带动炊具需求的增长；另外，水电气及厨房装修等硬件配套设施的改善也推动了炊具的消费升级需求；根据中国五金制品协会预测，十一五期间我国炊具行业将保持 15% 以上的年增长率，至 2010 年国内市场炊具销量有望达到 5.7 亿只，销售额超过 200 亿。
  - 消费观念的转变利于推动炊具细分产品的需求增长——随着“一口锅煮天下”的传统消费习惯的逐步减退，居民对炊具的功能化、电气化、时尚化和更新速度的要求逐步提高。功能化的要求将促使炊具细分产品市场的打开，电气化将带来电饭煲、电压力锅等产品的市场需求。
  - 技术进步推动产业升级——随着收入水平的提高以及消费观念的逐步转变，智能化、多功能化、节能环保的产品正逐步替代传统经济适用型炊具。中高档产品由于满足了需求的趋势具有较高的附加值，继而带来利润的提升。
- 出口情况将受益于全球产能转移而逐步好转：海关统计数据显示，2009 年炊具出口金额为 25 亿元，同比下降近 6%。随着国际炊具企业向国内企业订单的不断转移，以及国内炊具企业自身积极拓展海外市场，未来行业出口将逐步好转。

### 小家电行业未来增长空间巨大

- 公司已经在小家电领域摸索了三年，形成了电压力锅、电磁灶、电饭煲、电水壶四个主要产品系列。由于目前我国人均小家电拥有量仅为 4-5 件，美国等发达国家人均拥有小家电高达 30 件，随着国内居民收入水平的提高以及国内庞大的家庭数量共同决定了国内小家电市场需求将迎来快速增长时期。

## 竞争力分析：成长性将高于行业平均水平

### 目前市场地位：定位中高档，炊具内外销均为行业第二

- 我国炊具市场中品牌格局划分明显，高端、中高端、中端和低端的市场份额分别为 8%、17%、40% 和 35%。目前高端市场多为国际知名品牌所占据，未来拓展的机会较小，爱仕达和苏泊尔等国内著名品牌目前处于中高端市场，品牌实力和渠道向三四级城市及农村市场的拓展与延伸，决定了其能够侵蚀那些不知名的品牌市场份额来提升自己的份额。

**图表6：爱仕达处于中高端市场**

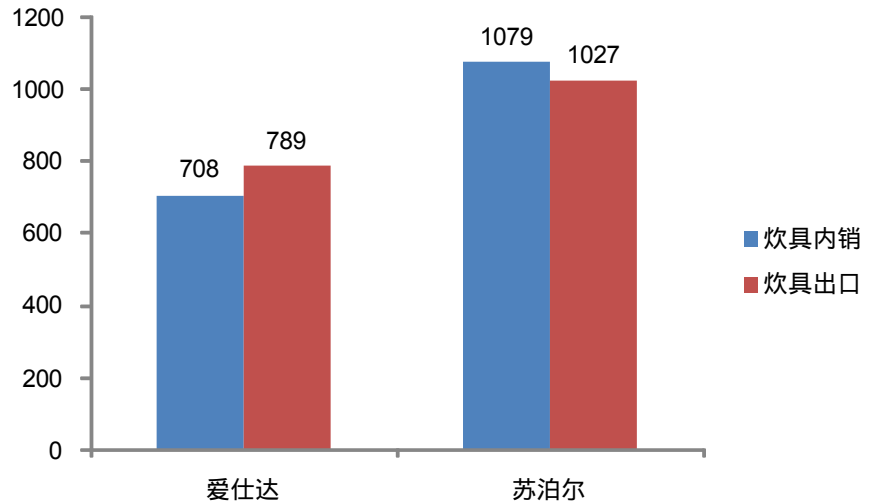
| 市场格局 | 份额  | 包含品牌                  |
|------|-----|-----------------------|
| 高端   | 8%  | 双立人、菲仕乐、WMF、TEFAL、美亚等 |
| 中高端  | 17% | 苏泊尔、爱仕达、家能等           |
| 中端   | 40% | 双喜、顺达、爱妻、炊大皇、金双喜等     |
| 低端   | 35% | 杂牌为主                  |

（说明：《中国五金与厨卫》2006 年数据）

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 爱仕达在国内市场中的炊具排名第二：根据中国五金制品协会统计数据，2005-2007 年公司不粘锅和压力锅的国内市场综合占有率分别名列第一、第二名；根据公司客户统计数据显示，其产品在家乐福、欧尚、易初莲花和好又多等国际和国内大型连锁卖场中同类产品的销量居领先地位。2007-2009 年炊具产品的国内市场综合占有率居行业第二。
- 爱仕达炊具出口额也仅次于苏泊尔，其中铝制炊具出口额在国内同类企业中排名第一。

图表7：爱仕达的炊具内外销均为行业第二



单位：百万元

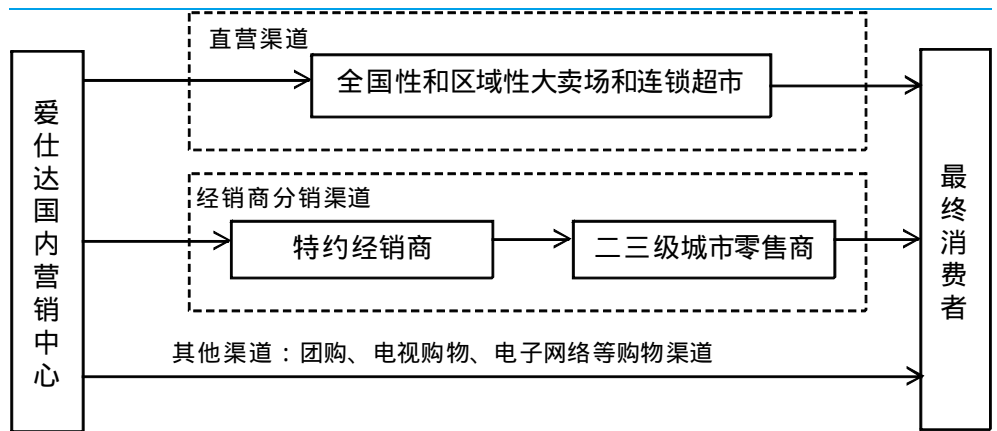
来源：公司招股说明书，公司调研，国金证券研究所

### 关键成功因素分析：爱仕达具备持续发展的核心素质和能力

- 我们认为评判炊电企业的关键成功因素的标准有三点，即：1) 品牌张力是否足以支撑产品延伸，2) 渠道能见度是否足够高，3) 研发创新能力是否即快又准。
- 爱仕达在炊具领域的品牌实力足够支撑厨房小家电业务的拓展：
  - 在国内市场上，爱仕达在连锁零售商渠道中销量第一的地位说明其炊具品牌实力。国际市场上，公司的研发实力和制造能力获得世界多家知名炊具企业的认可，自法国 SEB 控股苏泊尔后，原来与 SEB 竞争的多家国外品牌都将订单转移到了爱仕达。
  - 爱仕达多年来积攒的炊具方面的市场经验也足以发挥至厨房电器领域。因为深谙国内烹饪习惯，因此公司在发展小家电方面也能发挥出烹饪专家的技术和经验优势。
  - 另外，目前国美苏宁为了自身的发展都在引入“炊电一体”的经营模式，即引入炊具产品和厨房小家电一同销售，这对于公司而言是很大的发展机遇，因为国内只有爱仕达和苏泊尔在这方面有优势。
- 爱仕达目前的渠道资源和未来的渠道扩张能够令公司产品能见度支撑其炊具和小家电业务的增长：
  - 目前公司的国内渠道模式有三种：对于一二线的大城市采用直营销往全国性和区域性大型卖场、连锁超市的销售模式；对于二三线城市和农村市场则采用经销商分销模式；此外，还有一部分通过团购、电视购物和网络销售等方式进行。目前这三种渠道模式对收入的贡献比重约为 2:1:1。（图表 8）

- 公司目前已经和苏宁、国美等家电连锁进行合作，随着炊电合一业态的拓展以及家电连锁超市本身销售网络的下沉，能够助推产品销售；
- 目前爱仕达的渠道资源多集中在一二线城市，但是在三四级城市的渠道广度还不深，随着一些符合三四级消费需求的产品推出，公司也将对三四级和农村市场进行营销网络的拓展，因此这一块新增加的销售网点也将助推产品销售；近期公司与海尔日日顺（09年营业额约420亿、网点近9000家）确定了合作意向，今年爱仕达炊电产品都将进入其中的2000家网点销售。
- 对爱仕达的国内渠道结构的点评：目前收入的50%来源于直营方式，直营意味着公司自己去维护与合作关系，因此相比较经销商代理模式而言，直营模式与客户的关系更加紧密。因此这种经销模式不仅成为公司未来积极拓展其他销售渠道的基础，在一定情况下也是渠道资源的防御力量。

图表8：国内销售模式结构示意图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 爱仕达的炊具技术研发能力能够做到即快又准，但小家电方面处于跟随者地位：
  - 公司注重技术研发，目前拥有新型无油烟锅、复底铝锅、八保险压力锅、改进锅体的结构、电压力锅弹性受力结构技术等387项实用新型专利和外观设计专利，我们认为这种技术研发能力和行业多年的经验能够确保爱仕达研发出市场所需要的产品。

图表9：公司研发实力强且近年来不断提高

| 年份   | 新开发产品数 |
|------|--------|
| 2007 | 140    |
| 2008 | 151    |
| 2009 | 161    |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

与苏泊尔相比，除炊具研发能力和直营渠道以外，还有差距

- 市场普遍关心爱仕达与苏泊尔在经营方面的差异，因此我们一方面就产品特点、营销模式、技术研发、品牌宣传以及外贸订单五个经营基本面将这两家公司进行对比（图表10）；另一方面，针对目前的运营能力和效率将两家进行对比（图表11）。
- 与苏泊尔相比，爱仕达除炊具研发能力和在大型连锁零售商渠道中建立了稳固的直营模式以外，其他各方面都还有一定差距。总结：1，处于高于行业平均水平的较强企业；2，但与苏泊尔仍有差距；3，品牌实力将使爱仕达受益于行业品牌集中度上升趋势以及营销网络的拓展下沉；4，进军小家电也能带来业绩强有力增长。

图表10：爱仕达与苏泊尔的经营基本面情况对比

|          | 爱仕达  | 苏泊尔  | 比较分析  |
|----------|--|--|---|
| 产品及内外销结构 | <ul style="list-style-type: none"> <li>品牌定位中档偏高，以炊具为主，收入比重为 94%；小家电占比 09 年仅为 6%■</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>产品定位中档偏高，目前炊电各一半，今后电器业务比重将继续增加。</li> </ul>  | <p>爱仕达在炊具的内外销规模上与苏泊尔拉开的差距不大。</p> <p>爱仕达产品结构相对单一是劣势，不过也是提升未来业绩的增长点之一：近几年小家电行业以每年 20% 以上的速度增长，爱仕达经过 3 年的准备摸索后，借助上市募集资金扩充产能以及拓展营销，其小家电有望在今年开始发力，成为业绩增长的动力之一。</p> |
|          | <ul style="list-style-type: none"> <li>09 年内外销各占一半，炊具内销 7.08 亿元、炊具出口 7.89 亿元</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>内外销占比约为六四开，09 年炊具内销约 10.8 亿元、炊具出口约 10.3 亿元</li> </ul>   |   |
| 营销模式     | <ul style="list-style-type: none"> <li>一二级市场以直营方式进入大卖场和连锁超市，与连锁零售商关系密切，因此公司今后伴随连锁零售渠道下沉而发展网络的基础牢固。</li> <li>三四级市场和家电连锁渠道发展经销商模式。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>一二级市场：电器业务全部走经销商；炊具业务经销和直营兼有，经销为主。</li> <li>三四级市场：通过经销商、以“生活馆”的专卖店业态拓展市场。</li> </ul>  | <p>目前苏泊尔在渠道数量和拓展力度方面相比爱仕达优势明显。</p> <p>不过品牌集中度提高是炊电市场的发展趋势，未来一二级市场的中低档小品牌、三四级城市中的杂牌份额将被领导企业逐步侵蚀。因此爱仕达虽然比不过苏泊尔，但增速定能优于行业。</p>                                   |
|          | <ul style="list-style-type: none"> <li>目前直营网络共有全国 41 个大中城市 2593 个销售终端，单店营业额相当高；同时已发展了近 200 个经销商，进入了国美苏宁近 200 家店。</li> <li>直营模式、经销模式、另外还有一部分通过团购、电视购物和网络销售等方式进行对收入的贡献比重约为 2:1:1。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>近年来公司非常注重终端网络的拓展，销售数据可统计终端超过 1 万家，其中生活馆 09 年已有 532 家。</li> </ul>  |   |
| 技术研发     | <ul style="list-style-type: none"> <li>炊具研发能力强，具有丰富的炊具领域专业技术，在新材料、新技术、新工艺等方面处于领先地位，已建立企业研发中心，并被评为“浙江省企业技术中心”。</li> <li>小家电研发上虽然是新进入者，不过已有实力参与电压力锅国家标准的起草。</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>公司执行产品性能越来越高，创新产品越来越多的经营策略。</li> <li>与 SEB 合作，提升公司研发能力：SEB 在全球有十个品类做到第一，目前 SEB 好的技术苏泊尔都享用了，未来在推出新品时，核心技术将用到 SEB 的，产品的研发和新品推出速度会更快。</li> </ul> | <p>爱仕达在炊具行业研发实力较强，小家电产品处于跟随者地位。</p>   |
| 品牌宣传     | <ul style="list-style-type: none"> <li>过去由于资金受限，爱仕达的品牌宣传力度不大，09 年广告宣传费投入合计不到 1300 万。</li> <li>今年以来公司已加大投入，包括世博会进入民企馆，后期还将进行品牌形象的宣传，包括电视广告、宣传车、纸面广告等方式。</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>09 年广告宣传费支出达 6100 多万元，几年计划增长 45%。</li> <li>收效：2009 年广告投入增加 20%，总体炊具提示知名度达 82%，无提示知名度提高了 11 个百分点，达 38%。</li> </ul>                             | <p>苏泊尔的知名度高于爱仕达，但爱仕达今后将启动品牌宣传工作，将能提升品牌知名度。</p>  |
| 外销方面     | <ul style="list-style-type: none"> <li>铝制锅受到外销客户的认可，近年来出口额在同类产品中居于首位</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>目前 50% 出口收入来源于 SEB 转移的订单，非 SEB 客户主要是通过 OEM 和 ODM 方式运作</li> </ul>  | <p>苏泊尔有 SEB 的订单支持，爱仕达则有 SEB 竞争对手的订单，双方出口竞争力相当。</p>  |
|          | <ul style="list-style-type: none"> <li>以 OEM、ODM、自主品牌三种模式运营，目前自主品牌占出口比例较小，计划未来三年占比突破 20%，利于提升盈利能力</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>未来还将继续受益 SEB 订单的转移，即使在 09 年经济危机导致出口全面下滑的情况下，因为有了 SEB 订单支撑，苏泊尔出口依然获得了小幅增长</li> </ul>   |   |

来源：国金证券研究所

图表11：爱仕达营运能力尚不及苏泊尔

| 对比项目     | 公司  | 2007 | 2008 | 2009 |
|----------|-----|------|------|------|
| 应收账款周转天数 | 爱仕达 | 64   | 59   | 79   |
|          | 苏泊尔 | 38   | 34   | 41   |
| 存货周转天数   | 爱仕达 | 133  | 111  | 130  |
|          | 苏泊尔 | 68   | 58   | 65   |
| 应付账款周转天数 | 爱仕达 | 42   | 54   | 78   |
|          | 苏泊尔 | 52   | 48   | 58   |
| 营运周期     | 爱仕达 | 154  | 115  | 131  |
|          | 苏泊尔 | 53   | 44   | 48   |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表12：爱仕达人均效益尚低于苏泊尔

| 对比项目           | 公司  | 2007 | 2008 | 2009 |
|----------------|-----|------|------|------|
| 人均 EBIT (千元/人) | 爱仕达 | 21   | 26   | 23   |
|                | 苏泊尔 | 31   | 35   | 44   |
| 人均净利 (千元/人)    | 爱仕达 | 11   | 14   | 15   |
|                | 苏泊尔 | 19   | 27   | 35   |
| 人均资产 (千元/人)    | 爱仕达 | 200  | 224  | 250  |
|                | 苏泊尔 | 266  | 298  | 367  |
| 人均净资产 (千元/人)   | 爱仕达 | 32   | 28   | 28   |
|                | 苏泊尔 | 22   | 35   | 40   |

图表13：爱仕达综合竞争力分析

#### 竞争程度

1.国内炊具市场虽整体是大市场小品牌格局；但在一二级城市的中高档市场业已形成相当高的品牌集中度，因此领导品牌的地位稳固。

2、而且，随着品牌商和连锁零售商渠道向三四级市场的下沉，以及中档消费者对炊具品牌意识的提高，整体市场份额将进一步向领导品牌集中，它们的增长速度优于行业。

#### 产品替代

1.目前厨房小家电产品是未来发展趋势，为了适应厨房产品电气化对煤气化产品的替代趋势，公司推出了相应的电压力锅等系列家电产品；

2.通过差异化产品设计减小产品间的替代作用；

3.总体而言产品替代性不强

#### 产品需求方

1.随着人均收入水平的不断提高，以及消费升级理念的推进，人们对炊具的细分要求随之增长，因此炊具行业未来将持续稳定增长

2.小家电行业将迎来十年期的快速增长：中国家庭平均小家电拥有量4-5件，显著低于欧美家庭拥有的30件，发展空间相当大

**公司竞争力分析结论**

#### 供应商

1. 目前公司采购价格随行就市，并不具备很强的议价能力；

2.有25%的铝锭可以通过套保锁定原材料成本；

3. 新建产能将大幅提高已有产能，生产量加大也将带来议价能力的提升

#### 定价能力

产品价格弹性  
与竞争对手相比  
选择替代方的成本  
属于价格的制定者  
转移成本能力

#### 新竞争对手

1. 行业壁垒主要在于品牌、渠道和技术实力；

2.苏泊尔和爱仕达目前是实力较强的两个国内品牌，在品牌知名度、营销资源和技术实力方面显著领先于其他企业；

3.行业呈现出品牌集中度上升的趋势，新进者很难在以上三方面胜出现有企业；

4. 目前中低端竞争已经比较激烈，加上原材料价格上涨显著，新进者很难通过品牌保证产品能力能力，生存环境不佳。

#### 新竞争对手

规模  
产品特殊性  
资金需求量  
成本转移  
容易进入销售渠道  
成本优势

#### 供应商

集中采购  
对主要原材料的依赖  
供应商的选择  
储存成本  
自我生产能力

来源：国金证券研究所

### 募投项目是对公司目前竞争力短板的弥补

- 募投项目主要针对公司劣势，具有“对症下药”的功效：前文已述，爱仕达目前相比苏泊尔，在产品结构、终端网络资源以及技术方面存在一定差距。本次募投资金也将主要投向这些方面，弥补竞争短板。具体项目包括：包括年新增 750 万只无油烟、改性铁锅项目，年新增 500 万只不锈钢及复合板炊具技改项目，年新增 650 万只智能型节能厨房系列小家电项目，技术研发中心技改项目以及国内外营销网络建设项目。

图表14：募投资金建设项目情况说明

| 建设项目                       | 项目总投资<br>(万元) | 建设期(月) | 建设项目情况说明  |
|----------------------------|---------------|--------|---|
| 年新增 750 万只无油烟、改性铁锅项目       | 15,314        | 24     | 达产后炊具产品年新增产能 1250 万只，总体产能达 4050 万只/年，年产铝制无油烟锅 250 万只，不锈钢制无油烟锅 150 万只，改性铁锅 350 万只，不锈钢炊具 350 万只，复合板炊具 150 万只。（不锈钢及复合板炊具项目产品定位为中高端产品，主要面对国外市场销售） |
| 年新增 500 万只不锈钢及复合板炊具技改项目    | 14,266        | 24     |   |
| 年新增 650 万只智能型节能厨房系列小家电建设项目 | 16,412        | 30     | 将发展以电压力锅、电饭煲为支柱产品的爱仕达厨房小家电产业，新增小家电产品结构情况是，电压力锅增加 200 万只，电饭煲增加 180 万只，电磁炉增加 100 万只，电热水壶增加 170 万只   |
| 技术研发中心技改项目                 | 2,936         | 24     | ——  |
| 国内外营销网络建设项目                | 4,751         | 24     | 未来三年内增加城市市场销售终端数量至 4000 个以上；积极拓展高档百货、电视、电子网络购物等新型炊具销售渠道的开拓；开拓国内二三线城市和农村市场   |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 各项环节准备到位，未来三年即将发力：新建产能将在两年内完全释放，理论上按产能算 2010 年将能实现收入逾 20 亿，2012 年完全达产后理论上将合计实现 35 亿的收入。
- 募投项目将对公司有四个好处：1，能够解决遇到的产能瓶颈问题；2 可以迎合目前国内外市场对无油烟锅和改性铁锅的消费需求；3，分享厨房小家电行业快速增长的行业蛋糕；4，调整产品结构应对未来炊具行业增长缓慢导致企业业绩下滑的经营风险。

图表15：近年来公司遭遇产能瓶颈问题

|        | 2007  | 2008   | 2009  |
|--------|-------|--------|-------|
| 产能(万只) | 2,600 | 2,700  | 2,800 |
| 产量(万只) | 2,676 | 2,966  | 2,824 |
| 销量(万只) | 2,654 | 3,017  | 2,811 |
| 产销率(%) | 99%   | 101.7% | 99.5% |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 进军厨房小家电不仅可实现公司炊电复合的经营目标，在营销等资源上实现协同效应，同时通过发挥已有技术优势，推广爱仕达厨房小家电产品健康、节能、环保的品牌定位和产品特点增加产品附加值，提升产品盈利能力。

图表16：募投资金建设的厨房小家电产品情况

| 产品   | 产品规格系列                                    | 市场定位   | 产量(万台) |
|------|---|--------|--------|
| 电压力锅 | 微电脑操作与机械操作二大系列：4L、5L、6L 三大规格              | 高、中、低档 | 220    |
| 电饭煲  | 微电脑操作与机械操作二大系列：3L、4L、5L 三大规格；圆形煲及方形煲两大类   | 高、中、低档 | 180    |
| 电磁炉  | 触摸才做、旋转操作、数码按键操作三种系列，2000W 与 2200W 功率两种规格 | 中、高档   | 100    |
| 电热水壶 | 不锈钢与塑料二种系列，1.8L、1.7L、1.5L、1.2L、1L 五种规格    | 中、高档   | 170    |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 营销网络拓展将配合产能扩张情况：

- 内销战略一，炊具复合战略：将炊具和厨房小家电产品结伴进入国美、苏宁等大型连锁家电卖场销售，增加公司在城市的市场营销网络覆盖率；
- 内销战略二，积极拓展高档百货、电视、电子网络购物等新型炊具销售渠道的开拓，提高品牌知名度和美誉度，增加市场份额
- 内销战略三，国内经销商仅有 200 家，今后将通过开发复合二三线城市和农村市场消费需求的优质廉价产品，增加国内经销商数量，争取未来三年内这一块市场的销售比重大幅提高。
- 外销战略：将以高附加值炊具产品和自主品牌炊具产品作为外销拓展的重点，将在东南亚及港澳、日韩及澳洲、中东、北美、中南美、欧洲、非洲等地设立 13 个销售办事处，全方位拓展和提升海外出口业务。公司对国际市场的目标是：未来三年内，贴牌出口年增长不低于 10%，自主品牌出口额到 2012 年展出口营业比重突破 20%。我们认为海外营销网络拓展建设以及自主品牌的推广销售工作，一定程度上可以对冲未来人民币升值带来的出口额减小以及毛利率下滑风险。

## 盈利预测与投资建议

### 公司盈利预测

- 根据对公司的竞争力判断、产品结构分析、以及募投项目进展，主要假设详见图表 17、18。
  - 产品均价和毛利率与产品结构的变化和原材料价格有关；预计未来三年各类炊具产品的均价将随着原材料价格的上涨而有所上涨。其中炒锅略有下降是考虑到复合钢炒锅产品生命周期到达成熟期后可能需要采取降价销售的策略。
  - 套装锅由于适应礼品、团购和乔迁新居需求，加上相比单件购买优惠，预计未来几年增速将较快，但同时对于炒锅、汤奶锅的单件产品增长有一定的抑制，因此后两者增速预计相对缓慢。
  - 压力锅由于受到电压力锅的替代，因此增速预计也将较缓。
  - 小家电业务借助公司炊电一体的模式和国美苏宁对于这种业态的引入，加上公司加强广告宣传和经销商渠道建设，预计将保持大幅增长的势头。
- 预计公司 2010-2012 年收入分别为 20.37、25.33、31.11 亿元，对应增速 28.1%、24.4%、22.8%；按照发行后总股本全面摊薄 EPS 分别 0.505、0.701、0.916 元，净利润增速 44.7%、38.6%、30.8%。
- 详细的三张表见报告附表。

图表17：公司主要产品收入预测

| 项 目            | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>产品 I 炊具</b> |          |          |          |          |          |          |
| 销售收入 (百万元)     | 1,444.40 | 1,661.59 | 1,487.87 | 1,840.46 | 2,150.49 | 2,542.61 |
| 增长率 (YOY)      |          | 15.04%   | -10.45%  | 23.70%   | 16.85%   | 18.23%   |
| 毛利率            | 25.03%   | 26.39%   | 31.39%   | 29.63%   | 28.44%   | 27.94%   |
| 销售成本 (百万元)     | 1,082.84 | 1,223.06 | 1,020.75 | 1,295.18 | 1,538.95 | 1,832.16 |
| 增长率 (YOY)      |          | 12.95%   | -16.54%  | 26.89%   | 18.82%   | 19.05%   |
| 毛利 (百万元)       | 361.56   | 438.53   | 467.12   | 545.28   | 611.54   | 710.45   |
| 增长率 (YOY)      |          | 21.29%   | 6.52%    | 16.73%   | 12.15%   | 16.17%   |
| 占总销售额比重        | 97.91%   | 95.61%   | 93.58%   | 90.36%   | 84.90%   | 81.72%   |
| 占主营业务利润比重      | 97.63%   | 95.59%   | 95.20%   | 91.12%   | 84.87%   | 80.82%   |
| <b>其中：套装锅</b>  |          |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/件)     | 141.17   | 131.58   | 119.70   | 122.00   | 125.00   | 130.00   |
| 增长率 (YOY)      |          | -6.79%   | -9.03%   | 1.92%    | 2.46%    | 4.00%    |
| 销售数量 (千件)      | 2,702.04 | 3,747.31 | 4,205.18 | 5,466.73 | 6,833.42 | 8,541.77 |
| 增长率 (YOY)      |          | 38.68%   | 12.22%   | 30.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| 销售收入 (百万元)     | 381.45   | 493.07   | 503.36   | 666.94   | 854.18   | 1,110.43 |
| 增长率 (YOY)      |          | 29.26%   | 2.09%    | 32.50%   | 28.07%   | 30.00%   |
| 毛利率            | 20.86%   | 21.08%   | 22.68%   | 21.50%   | 21.70%   | 22.00%   |
| 销售成本 (百万元)     | 301.88   | 389.13   | 389.20   | 523.55   | 668.82   | 866.14   |
| 增长率 (YOY)      |          | 28.90%   | 0.02%    | 34.52%   | 27.75%   | 29.50%   |
| 毛利 (百万元)       | 79.57    | 103.94   | 114.16   | 143.39   | 185.36   | 244.29   |
| 增长率 (YOY)      |          | 30.63%   | 9.84%    | 25.60%   | 29.27%   | 31.80%   |
| 占总销售额比重        | 25.86%   | 28.37%   | 31.66%   | 32.75%   | 33.72%   | 35.69%   |
| 占主营业务利润比重      | 21.49%   | 22.66%   | 23.27%   | 23.96%   | 25.72%   | 27.79%   |
| <b>其中：煎锅</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/件)     | 49.36    | 47.73    | 49.82    | 52.00    | 54.00    | 56.00    |
| 增长率 (YOY)      |          | -3.30%   | 4.38%    | 4.38%    | 3.85%    | 3.70%    |
| 销售数量 (千件)      | 8,198.53 | 8,442.13 | 6,046.66 | 7,255.99 | 7,981.59 | 8,779.74 |
| 增长率 (YOY)      |          | 2.97%    | -28.38%  | 20.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
| 销售收入 (百万元)     | 404.68   | 402.94   | 301.24   | 377.31   | 431.01   | 491.67   |
| 增长率 (YOY)      |          | -0.43%   | -25.24%  | 25.25%   | 14.23%   | 14.07%   |
| 毛利率            | 25.80%   | 24.46%   | 29.10%   | 28.00%   | 27.50%   | 28.00%   |
| 销售成本 (百万元)     | 300.27   | 304.38   | 213.58   | 271.66   | 312.48   | 354.00   |
| 增长率 (YOY)      |          | 1.37%    | -29.83%  | 27.19%   | 15.02%   | 13.29%   |
| 毛利 (百万元)       | 104.41   | 98.56    | 87.66    | 105.65   | 118.53   | 137.67   |
| 增长率 (YOY)      |          | -5.60%   | -11.06%  | 20.52%   | 12.19%   | 16.15%   |
| 占总销售额比重        | 27.43%   | 23.19%   | 18.95%   | 18.53%   | 17.02%   | 15.80%   |
| 占主营业务利润比重      | 28.19%   | 21.48%   | 17.87%   | 17.65%   | 16.45%   | 15.66%   |
| <b>其中：炒锅</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/件)     | 99.05    | 87.64    | 96.79    | 101.00   | 100.00   | 100.00   |
| 增长率 (YOY)      |          | -11.52%  | 10.44%   | 4.35%    | -0.99%   | 0.00%    |
| 销售数量 (千件)      | 3,153.97 | 3,451.13 | 2,884.86 | 3,317.58 | 3,582.99 | 3,869.63 |
| 增长率 (YOY)      |          | 9.42%    | -16.41%  | 15.00%   | 8.00%    | 8.00%    |
| 销售收入 (百万元)     | 312.40   | 302.46   | 279.23   | 335.08   | 358.30   | 386.96   |
| 增长率 (YOY)      |          | -3.18%   | -7.68%   | 20.00%   | 6.93%    | 8.00%    |
| 毛利率            | 33.78%   | 38.51%   | 45.69%   | 44.00%   | 42.00%   | 41.00%   |
| 销售成本 (百万元)     | 206.87   | 185.98   | 151.65   | 187.64   | 207.81   | 228.31   |
| 增长率 (YOY)      |          | -10.10%  | -18.46%  | 23.74%   | 10.75%   | 9.86%    |
| 毛利 (百万元)       | 105.53   | 116.48   | 127.58   | 147.43   | 150.49   | 158.65   |
| 增长率 (YOY)      |          | 10.37%   | 9.53%    | 15.56%   | 2.07%    | 5.43%    |
| 占总销售额比重        | 21.18%   | 17.40%   | 17.56%   | 16.45%   | 14.15%   | 12.44%   |
| 占主营业务利润比重      | 28.49%   | 25.39%   | 26.00%   | 24.64%   | 20.88%   | 18.05%   |
| <b>其中：汤奶锅</b>  |          |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/件)     | 38.28    | 53.56    | 54.85    | 57.00    | 59.00    | 60.00    |
| 增长率 (YOY)      |          | 39.92%   | 2.41%    | 3.92%    | 3.51%    | 1.69%    |
| 销售数量 (千件)      | 4,186.38 | 3,731.36 | 3,390.36 | 3,661.59 | 3,844.67 | 4,036.90 |
| 增长率 (YOY)      |          | -10.87%  | -9.14%   | 8.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
| 销售收入 (百万元)     | 160.25   | 199.85   | 185.96   | 208.71   | 226.84   | 242.21   |
| 增长率 (YOY)      |          | 24.71%   | -6.95%   | 12.23%   | 8.68%    | 6.78%    |
| 毛利率            | 20.71%   | 25.44%   | 29.84%   | 29.00%   | 27.50%   | 28.00%   |
| 销售成本 (百万元)     | 127.07   | 149.01   | 130.47   | 148.18   | 164.46   | 174.39   |
| 增长率 (YOY)      |          | 17.27%   | -12.44%  | 13.58%   | 10.98%   | 6.04%    |

来源：国金证券研究所

图表18：公司主要产品收入预测（续）

|                 |          |          |          |          |          |          |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>其中：压力锅</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 平均售价（元/件）       | 91.62    | 105.07   | 104.38   | 108.00   | 110.00   | 112.00   |
| 增长率（YOY）        |          | 14.68%   | -0.66%   | 3.47%    | 1.85%    | 1.82%    |
| 销售数量（千件）        | 1,542.31 | 1,425.97 | 1,076.19 | 1,162.28 | 1,220.40 | 1,281.42 |
| 增长率（YOY）        |          | -7.54%   | -24.53%  | 8.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
| 销售收入（百万元）       | 141.31   | 149.83   | 112.33   | 125.53   | 134.24   | 143.52   |
| 增长率（YOY）        |          | 6.03%    | -25.03%  | 11.75%   | 6.94%    | 6.91%    |
| 毛利率             | 22.79%   | 26.53%   | 42.31%   | 40.00%   | 38.00%   | 36.00%   |
| 销售成本（百万元）       | 109.10   | 110.08   | 64.80    | 75.32    | 83.23    | 91.85    |
| 增长率（YOY）        |          | 0.89%    | -41.13%  | 16.22%   | 10.51%   | 10.36%   |
| 毛利（百万元）         | 32.20    | 39.75    | 47.53    | 50.21    | 51.01    | 51.67    |
| 增长率（YOY）        |          | 23.43%   | 19.57%   | 5.64%    | 1.60%    | 1.28%    |
| 占总销售额比重         | 9.58%    | 8.62%    | 7.07%    | 6.16%    | 5.30%    | 4.61%    |
| 占主营业务利润比重       | 8.70%    | 8.66%    | 9.69%    | 8.39%    | 7.08%    | 5.88%    |
| <b>其中：其他炊具</b>  |          |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）       | 44.31    | 113.44   | 105.75   | 126.90   | 145.93   | 167.82   |
| 增长率（YOY）        |          | 156.01%  | -6.78%   | 20.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
| 毛利率             | 15.03%   | 25.53%   | 32.81%   | 30.00%   | 30.00%   | 30.00%   |
| 销售成本（百万元）       | 37.65    | 84.48    | 71.05    | 88.83    | 102.15   | 117.48   |
| 增长率（YOY）        |          | 124.38%  | -15.89%  | 25.02%   | 15.00%   | 15.00%   |
| 毛利（百万元）         | 6.66     | 28.96    | 34.70    | 38.07    | 43.78    | 50.35    |
| 增长率（YOY）        |          | 334.86%  | 19.80%   | 9.72%    | 15.00%   | 15.00%   |
| 占总销售额比重         | 3.00%    | 6.53%    | 6.65%    | 6.23%    | 5.76%    | 5.39%    |
| 占主营业务利润比重       | 1.80%    | 6.31%    | 7.07%    | 6.36%    | 6.08%    | 5.73%    |
| <b>产品II 小家电</b> |          |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）       | 18.00    | 69.43    | 93.13    | 186.26   | 372.51   | 558.77   |
| 增长率（YOY）        |          | 285.72%  | 34.13%   | 100.00%  | 100.00%  | 50.00%   |
| 毛利率             | 26.77%   | 28.73%   | 23.84%   | 28.00%   | 29.00%   | 30.00%   |
| 销售成本（百万元）       | 13.18    | 49.48    | 70.93    | 134.10   | 264.48   | 391.14   |
| 增长率（YOY）        |          | 275.40%  | 43.34%   | 89.08%   | 97.22%   | 47.89%   |
| 毛利（百万元）         | 4.82     | 19.95    | 22.20    | 52.15    | 108.03   | 167.63   |
| 增长率（YOY）        |          | 313.97%  | 11.30%   | 134.90%  | 107.14%  | 55.17%   |
| 占总销售额比重         | 1.22%    | 4.00%    | 5.86%    | 9.14%    | 14.71%   | 17.96%   |
| 占主营业务利润比重       | 1.30%    | 4.35%    | 4.52%    | 8.71%    | 14.99%   | 19.07%   |
| 销售总收入（百万元）      | 1475.20  | 1737.80  | 1589.97  | 2036.72  | 2533.00  | 3111.38  |
| 销售总成本（百万元）      | 1104.86  | 1279.03  | 1099.29  | 1438.29  | 1812.44  | 2232.30  |
| 毛利（百万元）         | 370.35   | 458.77   | 490.67   | 598.43   | 720.57   | 879.08   |
| 平均毛利率           | 25.10%   | 26.40%   | 30.86%   | 29.38%   | 28.45%   | 28.25%   |

来源：国金证券研究所

### 投资建议

- 我们认为公司的估值与苏泊尔完全可比，因为业务模式都是炊电复合，内外销并举。尽管爱仕达目前的竞争力总体而言与苏泊尔还有差距，小家电业务更是刚刚开始；不过正如我们竞争力分析中的结论，两家公司在近几年将是一种竞合的状态，在分享行业成长的基础上，抢占的是其余品牌的份额，因此都能获得高于行业的增长。
- 因此给予公司和苏泊尔一样的估值水平，上市后合理价位给予 2010 年 30 倍、2011 年 25 倍估值，即 15.16-17.51 元。建议询价区间为 14.15-15.16 元，对应 2010 年 25-28 倍 PE。

## 风险提示

- 人民币大幅升值影响出口，带来整体业绩增长低于预期的风险：由于爱仕达一半的收入由出口贡献，因此业绩对汇率变化弹性较大。公司面临着汇率上升时收入增长减速从而影响整体业绩增长的风险。
- 原材料价格大幅上涨压缩利润空间的风险：近期原材料价格在通胀预期的影响下逐渐走高，钢材价格已经较去年年底上涨近 20%，铜、铝等金属价格也在不断攀升。虽然公司也通过一些套期保值手段锁定了部分成本价格，但依然存在上游整体价格攀升导致企业业绩低于预期的风险。

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表（人民币百万元）

|              | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 1,475  | 1,738  | 1,590  | 2,037  | 2,533  | 3,111  |
| 增长率          |        | 17.8%  | -8.5%  | 28.1%  | 24.4%  | 22.8%  |
| 主营业务成本       | -1,105 | -1,279 | -1,099 | -1,438 | -1,812 | -2,232 |
| % 销售收入       | 74.9%  | 73.6%  | 69.1%  | 70.6%  | 71.6%  | 71.7%  |
| 毛利           | 370    | 459    | 491    | 598    | 721    | 879    |
| % 销售收入       | 25.1%  | 26.4%  | 30.9%  | 29.4%  | 28.4%  | 28.3%  |
| 营业税金及附加      | -4     | -12    | -11    | -12    | -15    | -19    |
| % 销售收入       | 0.3%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%   |
| 营业费用         | -181   | -228   | -264   | -326   | -393   | -467   |
| % 销售收入       | 12.3%  | 13.1%  | 16.6%  | 16.0%  | 15.5%  | 15.0%  |
| 管理费用         | -66    | -74    | -87    | -102   | -119   | -140   |
| % 销售收入       | 4.5%   | 4.2%   | 5.5%   | 5.0%   | 4.7%   | 4.5%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 119    | 145    | 128    | 158    | 194    | 254    |
| % 销售收入       | 8.0%   | 8.4%   | 8.1%   | 7.8%   | 7.6%   | 8.2%   |
| 财务费用         | -46    | -48    | -28    | -7     | 14     | 15     |
| % 销售收入       | 3.1%   | 2.7%   | 1.7%   | 0.3%   | -0.5%  | -0.5%  |
| 资产减值损失       | 22     | 6      | -2     | -4     | -4     | -5     |
| 公允价值变动收益     | 0      | -1     | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 2      | -3     | 1      | 1      | 2      | 2      |
| % 税前利润       | 2.4%   | n.a    | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   |
| 营业利润         | 97     | 99     | 103    | 149    | 205    | 266    |
| 营业利润率        | 6.6%   | 5.7%   | 6.5%   | 7.3%   | 8.1%   | 8.6%   |
| 营业外收支        | -1     | 1      | -1     | 1      | 2      | 2      |
| 税前利润         | 96     | 100    | 102    | 150    | 206    | 268    |
| 利润率          | 6.5%   | 5.8%   | 6.4%   | 7.4%   | 8.1%   | 8.6%   |
| 所得税          | -29    | -19    | -13    | -22    | -31    | -40    |
| 所得税率         | 30.8%  | 19.0%  | 13.2%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 净利润          | 66     | 81     | 88     | 127    | 175    | 228    |
| 少数股东损益       | 5      | 6      | 5      | 6      | 7      | 8      |
| 归属于母公司的净利润   | 61     | 75     | 84     | 121    | 168    | 220    |
| 净利率          | 4.2%   | 4.3%   | 5.3%   | 6.0%   | 6.6%   | 7.1%   |

### 现金流量表（人民币百万元）

|          | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 0    | 0    | 0    | 127   | 175   | 228   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 0    | 0    | 0    | 19    | 22    | 26    |
| 非经营收益    | 0    | 0    | 0    | 17    | -3    | -4    |
| 营运资金变动   | 0    | 0    | 0    | 154   | 14    | 14    |
| 经营活动现金净流 | 0    | 0    | 0    | 316   | 209   | 264   |
| 资本开支     | -51  | -123 | -79  | -96   | -173  | -68   |
| 投资       | 1    | -6   | 2    | -1    | 0     | 0     |
| 其他       | 0    | 0    | 0    | 1     | 2     | 2     |
| 投资活动现金净流 | -51  | -129 | -77  | -96   | -171  | -66   |
| 股权募资     | 0    | 0    | 0    | 883   | -12   | 0     |
| 债权募资     | -169 | 43   | 33   | -552  | 0     | 1     |
| 其他       | 97   | -85  | -1   | -15   | -36   | -50   |
| 筹资活动现金净流 | -72  | -41  | 32   | 316   | -49   | -49   |
| 现金净流量    | -123 | -170 | -45  | 537   | -11   | 149   |

### 资产负债表（人民币百万元）

|          | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 79    | 182   | 136   | 673   | 662   | 811   |
| 应收款项     | 318   | 324   | 391   | 393   | 450   | 497   |
| 存货       | 425   | 355   | 430   | 394   | 446   | 519   |
| 其他流动资产   | 21    | 28    | 38    | 34    | 42    | 50    |
| 流动资产     | 843   | 889   | 995   | 1,494 | 1,600 | 1,877 |
| % 总资产    | 76.0% | 71.7% | 72.0% | 76.3% | 72.0% | 73.7% |
| 长期投资     | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 219   | 296   | 306   | 384   | 532   | 573   |
| % 总资产    | 19.8% | 23.9% | 22.1% | 19.6% | 24.0% | 22.5% |
| 无形资产     | 36    | 48    | 75    | 78    | 86    | 94    |
| 非流动资产    | 265   | 351   | 386   | 465   | 621   | 669   |
| % 总资产    | 24.0% | 28.3% | 28.0% | 23.7% | 28.0% | 26.3% |
| 资产总计     | 1,108 | 1,239 | 1,382 | 1,959 | 2,221 | 2,546 |
| 短期借款     | 299   | 426   | 549   | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 358   | 396   | 418   | 513   | 641   | 780   |
| 其他流动负债   | 40    | 9     | 5     | 65    | 87    | 111   |
| 流动负债     | 698   | 831   | 972   | 578   | 728   | 890   |
| 长期贷款     | 173   | 90    | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 871   | 921   | 975   | 578   | 728   | 891   |
| 普通股股东权益  | 228   | 303   | 387   | 1,355 | 1,461 | 1,615 |
| 少数股东权益   | 9     | 15    | 19    | 25    | 32    | 40    |
| 负债股东权益合计 | 1,108 | 1,239 | 1,382 | 1,959 | 2,221 | 2,546 |

### 比率分析

|            | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 0.341   | 0.418   | 0.466   | 0.505   | 0.701   | 0.916   |
| 每股净资产      | 1.267   | 1.685   | 2.151   | 5.647   | 6.087   | 6.728   |
| 每股经营现金净流   | 0.548   | 1.319   | 0.112   | 1.319   | 0.869   | 1.101   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.152   | 0.210   | 0.275   |
| 回报率        |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 26.91%  | 24.81%  | 21.65%  | 8.95%   | 11.51%  | 13.62%  |
| 总资产收益率     | 5.54%   | 6.07%   | 6.07%   | 6.19%   | 7.57%   | 8.63%   |
| 投入资本收益率    | 11.57%  | 14.14%  | 11.67%  | 9.76%   | 11.03%  | 13.02%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 8.52%   | 17.80%  | -8.51%  | 28.10%  | 24.37%  | 22.83%  |
| EBIT增长率    | -15.68% | 22.73%  | -11.73% | 23.41%  | 22.21%  | 30.97%  |
| 净利润增长率     | 30.01%  | 22.61%  | 11.40%  | 44.71%  | 38.59%  | 30.77%  |
| 总资产增长率     | -12.60% | 11.83%  | 11.50%  | 41.77%  | 13.36%  | 14.67%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 65.3    | 58.6    | 78.7    | 65.0    | 58.0    | 50.0    |
| 存货周转天数     | 132.8   | 111.2   | 130.3   | 100.0   | 90.0    | 85.0    |
| 应付账款周转天数   | 42.4    | 54.4    | 78.0    | 75.0    | 73.0    | 70.0    |
| 固定资产周转天数   | 48.9    | 61.1    | 70.0    | 60.4    | 62.8    | 54.7    |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 165.92% | 104.46% | 100.64% | -49.00% | -44.57% | -49.14% |
| EBIT利息保障倍数 | 2.6     | 3.1     | 4.7     | 23.7    | -14.0   | -16.7   |
| 资产负债率      | 78.61%  | 74.34%  | 70.59%  | 29.52%  | 32.76%  | 35.01%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；  
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；  
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室