

电信运营/信息技术

爱施德 (002416)

主动备战 4G 时代，推进分销互联网化

——爱施德调研报告

 宋嘉吉 (分析师)	 王胜 (分析师)	 周明 (研究助理)
 021-38674943	 021-38674874	 0755-23976212
 songjiagi@gtjas.com	 Wangsheng014132@gtjas.co	 zhouming@gtjas.com
证书编号 S0880514020001	S0880514060012	S0880113080001

本报告导读:

公司存货大幅下降，主动备战 4G 时代；同时积极探索分销业务的 O2O 模式，以提高存货周转率和销售毛利率，我们预计 2014 年将是公司的业绩拐点。

投资要点:

- 维持“谨慎增持”，下调目标价至 15.18 元。公司主动清理 3G 库存备战 4G 时代，同时加快分销互联网化进程，预计将拉动公司业绩触底回升。因换机潮带来毛利率下滑，调整 2014-2015 年 EPS 至 0.02/0.32 元（分别下调 81%、65%）。因主业波动加剧，预计公司通过外延并购促使转型的步伐将加快，维持“谨慎增持”，目标价 15.18 元（下调 2%）。
- 清理 3G 库存，备战 4G 时代。据工信部数据，我国 4G 手机出货占比已经从 2014 年 1 月份的 10.2% 迅速上升至 10 月份的 63.3%，成为市场主流。爱施德吸取功能机到智能机转换的教训，主动提前清理 3G 库存。市场仍对其库存存在担忧，据财报数据，其库存从 2014 年 Q1 的 59 亿元迅速下滑至 Q3 的 28 亿元，主动清库以避免大幅的资产减值损失。而在可以预见的未来 3 年内，机型转换的风险正在下降。
- 分销业务互联网化，O2O 模式助力周转率和毛利率提升。公司依托近 4 万家的销售渠道终端，打造 B2B 电子商务平台，改善分销业务的作业流程和运营管理体系，深入开展 O2O 分销业务模式，预计将有效压缩中间流通环节，以提高存货周转率和销售毛利率。
- 贴现利率大幅下滑，财务费用压力减缓。爱施德前三季度财务费用高达 3 亿元，同比增长 165%，我们通过因子分解发现，负债规模扩大和利率上升的影响力各占约 50%。据 Wind 数据，6 个月期的票据年化贴现利率已经从 2014 年 1 月份的 7% 下滑至 10 月份的 4.5%，预计未来货币政策将保持宽松，公司财务费用压力将会有所缓解。
- 风险提示：存货减值及资金流动性风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	19,581	40,243	51,750	62,701	78,067
(+/-)%	52%	106%	29%	21%	25%
经营利润 (EBIT)	-277	1,266	520	717	820
(+/-)%	-151%	557%	-59%	38%	14%
净利润	-260	754	24	321	445
(+/-)%	-172%	390%	-97%	1229%	38%
每股净收益 (元)	-0.26	0.76	0.02	0.32	0.45
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-1.4%	3.1%	1.0%	1.1%	1.1%
净资产收益率 (%)	-6.8%	16.4%	0.5%	7.1%	9.3%
投入资本回报率 (%)	-6.3%	25.8%	9.6%	11.1%	9.6%
EV/EBITDA	-51.8	9.2	23.9	18.5	17.8
市盈率	-50.8	17.5	545.8	41.1	29.7
股息率 (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 15.18

上次预测: 15.47

当前价格: 13.21

2014.11.16

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.05-25.36
总市值 (百万元)	13,198
总股本/流通 A 股 (百万股)	999/960
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	6.31
日均成交值 (百万元)	96.20

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,346
每股净资产	4.35
市净率	3.0
净负债率	-15.95%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.10	0.05
Q2	0.16	0.01
Q3	0.27	-0.01
Q4	0.23	-0.03
全年	0.76	0.02

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	-4%	-29%
相对指数	-17%	-9%	-29%

相关报告

《主业深蹲调整，静待转型加速》2014.08.12

《手机及数码电子产品销售渠道综合服务商》2010.05.12

模型更新时间: 2014.11.16

股票研究

信息技术
电信运营

爱施德 (002416)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 15.18

上次预测: 15.47

当前价格: 13.21

公司网址

www.aisidi.com

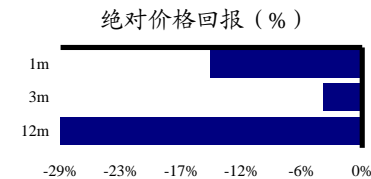
公司简介

公司是国内领先的手机及数码电子产品销售渠道综合服务商,以有效的服务模式提高品牌厂商对各类消费者的供应效率。

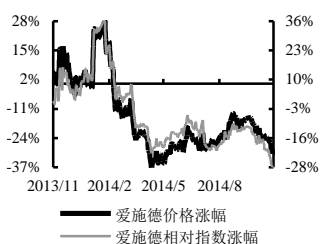
根据消费者需求、产品特性以及客户特点不同,公司通过增值分销服务大规模分销三星、索尼爱立信、摩托罗拉、宇龙酷派等多种品牌手机厂商产品;通过连锁零售服务销售富有个性化、功能化的以苹果产品为代表的数码电子产品;并为中国移动、中国电信、中国联通、苏宁、国美等提供手机销售渠道综合服务。

52 周价格范围 12.05-25.36

市值 (百万) 13,198



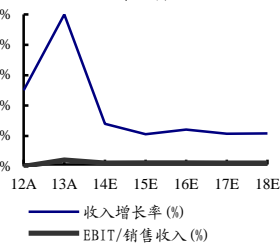
股票绝对涨幅和相对涨幅



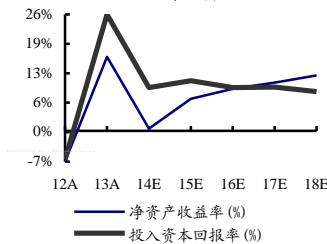
财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	19,581	40,243	51,750	62,701	78,067	94,954	115,657
营业成本	18,864	37,628	49,869	60,316	75,170	91,486	111,482
税金及附加	15	34	26	38	47	57	69
销售费用	781	997	999	1,191	1,483	1,804	2,197
管理费用	198	318	336	439	546	665	810
EBIT	-277	1,266	520	717	820	941	1,099
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	1	3	3	3	3	3
财务费用	69	184	402	226	206	192	154
营业利润	-374	971	-17	370	520	641	814
所得税	-82	223	7	94	130	160	203
少数股东损益	6	28	1	13	18	22	28
净利润	-260	754	24	321	445	547	692
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,842	3,511	4,874	3,876	2,750	2,276	2,007
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	43	38	16	-4	-22	-37	-49
无形及其他资产	55	116	94	121	148	175	202
资产合计	7,456	11,928	14,456	16,153	17,551	20,512	23,987
流动负债	3,484	7,146	8,849	10,312	11,347	13,838	16,788
非流动负债	0	0	1,000	1,100	1,200	1,300	1,305
股东权益	3,810	4,591	4,416	4,537	4,782	5,129	5,622
投入资本(IC)	3,312	3,824	4,242	5,060	6,636	7,605	9,804
现金流量表							
NOPLAT	-209	985	405	559	639	734	857
折旧与摊销	35	60	17	15	12	10	8
流动资金增量	354	-541	-879	-936	-1,662	-1,069	-2,318
资本支出	-63	-69	76	37	51	67	87
自由现金流	116	435	-381	-325	-959	-258	-1,367
经营现金流	87	780	-228	-254	-926	-249	-1,360
投资现金流	-57	-117	79	40	54	70	90
融资现金流	-357	345	1,512	-784	-254	-295	1,002
现金流净增加额	-327	1,008	1,363	-998	-1,126	-474	-269
财务指标							
成长性							
收入增长率	52.1%	105.5%	28.6%	21.2%	24.5%	21.6%	21.8%
EBIT 增长率	-151.2%	556.7%	-59.0%	38.0%	14.3%	14.8%	16.7%
净利润增长率	-172.3%	390.4%	-96.8%	1229.3%	38.4%	23.0%	26.5%
利润率							
毛利率	3.7%	6.5%	3.6%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%
EBIT 率	-1.4%	3.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
净利润率	-1.3%	1.9%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	-6.8%	16.4%	0.5%	7.1%	9.3%	10.7%	12.3%
总资产收益率(ROA)	-3.5%	6.3%	0.2%	2.0%	2.5%	2.7%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	-6.3%	25.8%	9.6%	11.1%	9.6%	9.7%	8.7%
运营能力							
存货周转天数	44	32	32	32	32	32	32
应收账款周转天数	19	10	10	10	10	10	10
总资产周转天数	130	88	93	89	79	73	70
净利润现金含量	-0.34	1.03	-9.41	-0.79	-2.08	-0.46	-1.97
资本支出/收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	46.7%	59.9%	68.1%	70.6%	71.5%	73.8%	75.4%
净负债率	-17.3%	-20.9%	-8.3%	7.0%	34.1%	43.5%	69.6%
估值比率							
PE	-50.8	17.5	545.8	41.1	29.7	24.1	19.1
PB	3.5	2.9	3.0	2.9	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	-51.8	9.2	23.9	18.5	17.8	16.2	15.5
P/S	0.7	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
股息率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

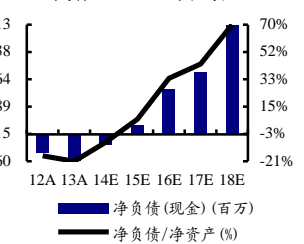
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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或期权并进行证券或期权交易, 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。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		