

九阳股份

002242

增持/ 维持评级

股 价	2009/01/23
RMB 41.00	

基础数据

总股本（百万股）	267
流通 A 股（百万股）	67
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2747

财务数据

市净率 (X)	5.15
TRACING P/E (X)*	24.06
EPS (元)	1.70

股息率 (%)

*最近四季盈利计算。

相关研究

《仍在快速成长之中》

2008/10/22

《九阳能走多远?》

2008/09/09

《小豆浆 大市场》

2008/05/14

分 析 师
 陈伟彦
 +755 - 82492946
 chenwy@lhq.com

下调业绩 仍在快速成长通道

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1942.8	2734.5	4156.9	5695.6	7704.9
(+/-%)	108.1	128.3	114.0	37.0	35.3
归属母公司净利润(百万元)	269.1	399.9	588.3	800.6	915.7
(+/-%)	520.9	114.1	118.6	36.1	14.4
EPS(元)	1.01	1.74	2.20	3.00	3.43
P/E(倍)	33.7	19.5	18.6	13.7	12.0

■ 事件：公司公告将 08 年利润同比增速目标由 90-140%下调为 70-110%。以 07 年备考净利润 3.15 亿元计算, 70-110%同比增长对应 EPS 为 2.0-2.5 元, 以合并报表口径计算同比增长 99-146%, 符合之前市场预期。

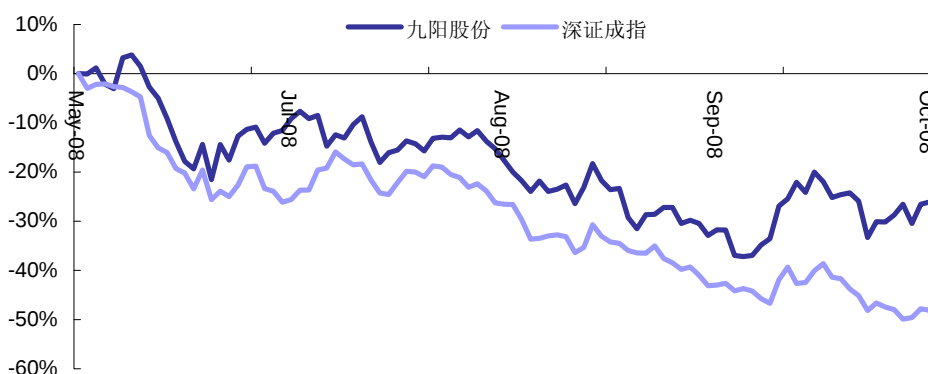
■ 公司 08 年 Q4 实际运营表现良好: (1) 收入增长符合甚至超过市场预期: 08 年收入可达 40 亿元以上, 08 年豆浆机销量可超过 1000 万台, 符合甚至超过市场预期; (2) 毛利率可维持稳定: 竞争对手的挑战在 08 年 Q4 并未实质体现, 根据我们对市场的观测, 公司的终端价格维持稳定, 加之 08 年 Q4 原材料价格的大幅下跌, 公司 08 年 Q4 毛利率应可稳定并有所提升。

■ 公司称下调盈利的主要原因是 08 年 Q4 费用大幅提升 (终端推广费、广告宣传费售后服务费等)。公司的期间费用率 08 年 Q1 开始逐季提升, 08 年 Q3 达 20.9%, 已超过苏泊尔 (17.3%)。我们认为 08 年 Q4 费用率的大幅上升更多是短期影响和财务调整, 09 年费用率有一定下降空间。同时, 广告费的投入提升了公司的品牌形象和品牌溢价, 有利于持续发展。

■ 我们维持之前的盈利预测, 08-10 年 EPS 分别为 2.20、3.00、3.43 元, 目前股价已接近我们前期目标价, 但考虑到在经济增速放缓和不确定性提升的背景下, 公司相对确定的快速成长前景, 我们维持“增持”评级。

■ 风险提示: 09 年 5 月 28 日第二大股东的 4558 万解禁股流通上市。

最近 52 周股价表现



08 年运营表现良好 09 年快速成长可期

收入快速增长。由于牛奶事件带来豆浆机消费理念的深入人心和市场份额的稳定，公司 08 年收入增长符合甚或超过市场预期，08 年收入可达 40 亿元以上，08 年豆浆机销量可超过 1000 万台，符合甚至超过市场预期。

表 1、九阳股份营业收入				亿元
	H1	Q3	Q4 (E)	1-12 月
2008	16.1	11.2	14.2	41.6
2007	7.0	5.0	7.4	19.4
08 年同比	130%	126%	91%	114%

数据来源：WIND，联合证券研究所。

零售均价稳定上升、毛利率可稳定。美的等竞争对手在 08 年 Q4 并未对公司构成实质影响，根据我们对市场的观测，公司的终端价格体系维持稳定。从九阳淘宝官方旗舰店披露的销售数据也可发现，豆浆机销售均价还有所提升。加之 08 年 Q4 豆浆机的主要原材料 - 塑料/铜价格的大幅下跌，08 年 Q4 毛利率应可稳定并有提升。

表 2、九阳豆浆机产品线					
型号	零售价	累计销量 (截至 08 年 12 月 9 日)	销量占比	累计销量 (截至 09 年 1 月 14 日)	销量占比
JYDZ-15B	332	3152	42.9%	3650	41.1%
JYDZ-20B	359	1791	24.4%	2108	23.8%
JYDZ-17A	449	673	9.2%	748	8.4%
JYDZ-29	499	435	5.9%	561	6.3%
JYDZ-23	399	374	5.1%	472	5.3%
JYDZ-33	499	18	0.2%	201	2.3%
JYDZ-22	399	156	2.1%	192	2.2%
JYDZ-9D	539	69	0.9%	83	0.9%
JYDZ-102	799	54	0.7%	62	0.7%
JYDZ-32B	459	21	0.3%	50	0.6%
JYDZ-103	899	19	0.3%	23	0.3%
JYDZ-28	479	15	0.2%	15	0.2%
JYDZ-16B	295	288	3.9%	340	3.8%
JYDZ-6B	229	278	3.8%	300	3.4%
JYDZ-25	350			20	0.2%
R15S01	659			9	0.1%
R12S02	629			4	0.0%
R12P01	569			2	0.0%
R10P01	499			17	0.2%
R10P02	489			3	0.0%
R08P01	439			10	0.1%
合计		7343	100.0%	8796	100.0%
零售均价		367		371	

数据来源：九阳淘宝官方旗舰店，联合证券研究所。

备注：以上产品线销量情况仅代表淘宝网上销售情况，起始时间约为 08 年 5

月；R系列产品为米润豆浆机系列，于08年12月新上市，是公司为09年市场开发的，其定价高于原有产品线。

费用率上升更多是短期影响。公司称下调利润目标的主要原因是08年Q4费用大幅提升（终端推广费、售后服务费和广告宣传费等）。公司的期间费用率08年Q1开始逐季提升（Q1增加广告和终端推广费4554万元），08年Q3期间费用率达20.9%，已超过业务类似的苏泊尔（17.3%）。我们认为08年Q4费用率的大幅上升更多是短期影响，09年费用率有较大下降空间。同时，广告费的投入提升了公司的品牌形象和品牌溢价，有利于公司的持续发展。

净利润增长符合市场预期。公司在公告中提到的07年备考净利润3.15亿元和合并净利润2.69亿元的差异在于07年6月和7月方分别完成对杭州九阳和苏州九阳的收购，这两家公司的净利润在合并报表中体现6月之后的净利润，而备考报表为体现可比性，包括了杭州九阳和苏州九阳07年全部净利润。以07年备考净利润3.15亿元计算，70-110%的同比增长对应净利润为5.5-6.6亿元，对应EPS为2.0-2.5元，以合并报表口径计算同比增长99-146%，这符合甚至可超过之前的市场预期（2.2元）。

表3、08年九阳股份各季度净利润

	08年同比	08FY	08年1-9月	08Q4	1-9月同比	Q4同比
假设1	70%	5.4	4.0	1.4	114%	6%
假设1	110%	6.6	4.0	2.6	114%	104%

数据来源：WIND，联合证券研究所。

备注：07年归属于母公司所有者的净利润取备考利润表数3.15亿元。

09年仍可持续增长。09年利润快速增长的动力在于以下几方面：

1、美的等竞争对手虽会使公司的市场份额面临压力，但从08年看，美的的市场份额虽有所提升，但仅为11%，且提升的市场份额更多来自飞利浦和其他品牌的下滑，九阳的市场份额还有所提升。专业的品牌形象、强大的渠道掌控能力和技术创新能力使公司09年仍可维持相对高位的市场份额。

表4、食品料理机城市市场竞争格局

	08年4月	08年6月	08年8月	08年10月
九阳	57.4%	56.4%	58.8%	67.0%
美的	5.3%	8.7%	9.5%	10.8%
飞利浦	10.7%	9.7%	9.4%	6.0%
西贝乐	7.7%	7.2%	5.5%	3.7%
苏泊尔	2.5%	2.9%	3.4%	1.8%
方成	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%
欧科	1.5%	1.0%	1.4%	1.3%
海厨	1.3%	1.0%	0.9%	0.7%
家成	1.0%	1.3%	1.1%	0.6%
洛贝	0.9%	1.1%	1.0%	0.7%
其他	10.2%	9.7%	8.3%	6.7%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：中怡康，联合证券研究所。

备注：食品料理机主要指家用豆浆机，还包括料理机、榨汁机等。

2、由于豆浆机消费理念的逐渐深入人心，09 年家用豆浆机行业仍处于快速成长通道，我们预计 09 年家用豆浆机销量同比增长可达 40%，达到 1780 万台。

3、虽然竞争对手的挑战对公司高毛利率可能造成负面影响，但考虑到原材料价格的低位振荡和相对集中的市场竞争格局，09 年公司的毛利率可相对稳定，保守估计 09 年豆浆机业务毛利率同比有所下降（2 个百分点）。

4、08 年 Q4 费用率的大幅上升为 09 年费用率节余提供了较大空间。

投资建议

由于我们之前对公司 08 年业绩目标较为谨慎，此次我们维持之前对 08-09 年的盈利预测，考虑到 2010 年母公司所得税优惠的结束以及毛利率的下降，下调 2010 年的盈利预测。预计 08-10 年 EPS 分别为 2.20、3.00、3.43 元，08/09PE 分别为 19 倍、14 倍。公司目前股价已接近我们前期设定目标价（44.6 元），但考虑到在 09 年宏观经济增速放缓和面临较大不确定性的背景下，公司具有相对确定的快速成长前景，我们维持“增持”的评级。

风险提示

第二大股东持有股权解禁的风险

- 1、解禁时间：09 年 5 月 28 日
- 2、解禁股数：4558.74 万股
- 3、股东名称：BILTING DEVELOPMENTS LIMITED
- 4、BILTING 的背景：
 - a) 成立时间：2004 年 10 月 19 日
 - b) 注册地点：英属维尔京群岛
 - c) 资产规模：07 年末总资产为 1479 万美元
 - d) 股东：新加坡自然人 Lee Puay Khng
 - e) 获取股权的时间和方式：2005 年 3 月 10 日（距离公司成立仅半年）Bilting 向九阳增资 350 万元人民币（09 年 1 月 23 日其持有股权的市值为 18.7 亿元），成为第二大股东。
 - f) 在九阳董事会的代表：从 05 年 3 月起的历次董事会上，Bilting 均提名黄淑玲为董事，代表 Bilting。
 - g) 黄淑玲：公司创始人之一（02 年山东九阳小家电有限公司成立时，仅持有 2% 股权，其余也全部为自然人股东，07 年末在公司第一大股东上海力鸿中仅持有 4.3% 股权），05 年 3 月在 Bilting 增资后成为公司董事长，07 年 9 月至今改任副董事长。

表 5、盈利预测表
百万元

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	959	2677	3313	4497	营业收入	1943	4157	5696	7705
现金	450	1921	2119	2797	营业成本	1236	2611	3640	5009
应收账款	63	118	195	316	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	11	20	28	38	营业费用	190	520	683	925
预付账款	33	65	96	131	管理费用	107	209	279	306
存货	154	137	249	281	财务费用	-3	-34	-50	-61
其他	248	416	627	932	资产减值损失	6	10	0	0
非流动资产	188	721	1239	1478	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	116	555	1017	1212	营业利润	406	839	1141	1522
无形资产	59	109	159	209	营业外收入	12	10	0	0
其他	13	57	63	57	营业外支出	2	10	0	0
资产总计	1147	3397	4553	5974	利润总额	415	839	1141	1522
流动负债	686	808	1020	1336	所得税	52	126	171	380
短期借款	0	0	0	0	净利润	363	713	970	1141
应付账款	450	522	655	902	少数股东损益	34	105	143	190
其他	236	286	365	434	归属于母公司净利润	269	588	801	916
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	403	822	1132	1521
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	2.20	3.00	3.43
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	686	808	1020	1336	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	50	155	298	488	成长能力				
股本	200	267	267	267	营业收入	108.1%	114.0%	37.0%	35.3%
资本公积	6	1373	1373	1373	营业利润	842.0%	106.8%	36.0%	33.4%
留存收益	206	794	1594	2510	净利润	520.9%	118.6%	36.1%	14.4%
归属母公司股东权益合计	411	2434	3235	4150	获利能力				
负债和股东权益	1147	3397	4553	5974	毛利率	36.4%	37.2%	36.1%	35.0%
现金流量表					净利率	13.9%	14.2%	14.1%	11.9%
单位: 百万元					ROE	65.4%	24.2%	24.7%	22.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC				
经营活动现金流	425	552	699	924	偿债能力				
净利润	363	713	970	1141	资产负债率	59.8%	23.8%	22.4%	22.4%
折旧摊销	0	17	41	60	净负债比率				
财务费用	-3	-34	-50	-61	流动比率	1.40	3.31	3.25	3.37
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.18	3.14	3.00	3.15
营运资金变动	0	-127	-231	-197	营运能力				
其它	65	-17	-31	-20	总资产周转率	2.18	1.83	1.43	1.46
投资活动现金流	425	-550	-551	-308	应收账款周转率	36	44	35	29
资本支出	91	500	501	258	应付账款周转率	3.38	5.37	6.18	6.44
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	516	-50	-50	-50	每股收益	1.01	2.20	3.00	3.43
筹资活动现金流	1	1469	50	61	每股经营现金流	1.59	2.07	2.62	3.46
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.54	9.12	12.12	15.54
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	187	67	0	0	P/E	40.68	18.61	13.67	11.96
资本公积增加	-40	1368	0	0	P/B	26.62	4.50	3.38	2.64
其他	-146	34	50	61	EV/EBITDA				
现金净增加额	264	1471	198	677					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。