

快速增长仍可期

近期事件:

九阳股份 (002242) 发布全年业绩快报, 报告期内, 公司实现营业总收入 432,421.43 万元, 营业利润 73,927.85 万元, 利润总额 73,767.66 万元, 净利润 53,971.05 万元, 分别比上年同期增长 122.58%、82.27%、77.72% 和 72.24%。

我们的观点:

- 公司全年业绩基本符合我们在年报前瞻里的预期 (08 年每股收益 2.24 元), 主营产品豆浆机持续快速增长的同时维持较高的毛利率水平, 在电磁炉行业意外增长的同时公司增长超出行业增长, 是业绩高速增长的双动力。在中国家庭不断普及小家电的大背景下, 公司未来几年仍能客服宏观经济带来的负面影响, 保持较高的增长水平。
- 2008 年特别是下半年以来, 家电行业特别是白电行业受宏观经济增速下滑、房地产成交量低迷等各方面因素的影响, 增长情况不容乐观甚至出现衰退。相对于其他家电行业, 我国小家电产品普及率较低, 同时由于产品单价低, 并没有受到宏观经济环境明显的负面影响, 保持了较快的增长速度。
- “三聚氰胺”事件短期内给公司带来 9 月底和 10 月份豆浆机的旺销, 长期将影响国内消费者的消费习惯, 从而提高自制豆浆的家用豆浆机市场容量。九阳股份把豆浆机从一个产品做成一个行业, 就是靠不断宣传健康饮食的豆浆机文化扩展市场空间。作为豆浆机的主要生产厂商, 在此过程中把自己塑造成为豆浆机的代名词, 将持续从中获益。
- 公司良好的品牌塑造能力和优秀的渠道能力是维持豆浆机市场份额和毛利率的利器, 同时也为发展更多的小家电产品铺平了道路。公司对经销商管控能力较强, 串货行为几乎没有发生。合理的导购员制度提供了足够的激励, 使导购员持续处于高效率的工作状态之中, 提高了销售效果, 电磁炉 08 年远快于行业增长就是明证。
- 我们相信豆浆机市场未来几年仍将处于快速发展的过程中, 主要风险在于公司是否能维持较高的市场份额和毛利率水平。在豆浆机较高盈利水平的驱使下, 国内众多家电厂商如美的电器、东菱电器等已经进入这一行业。未来的格局变化还要看竞争对手的策略和公司的应对手段, 我们对九阳股份优秀的管理能力、良好的品牌形象和强大的销售网络保持乐观。
- 我们预计九阳股份未来三年的盈利预测分别为 2.26、2.70 和 3.35 元, 对应目前股价的市盈率水平分别为 18.54、15.47 和 12.48 元, 相对于小家电同行的估值水平不高, 维持“增持”的投资评级, 未来六个月的目标股价为 47.45 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

廖欣宇

家电行业分析师

8621-63325888*6090

liaoxy@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 2 月 26 日) 41.82 元

6 个月目标价 47.45 元

总股本/A 股 (万股) 26700/26700

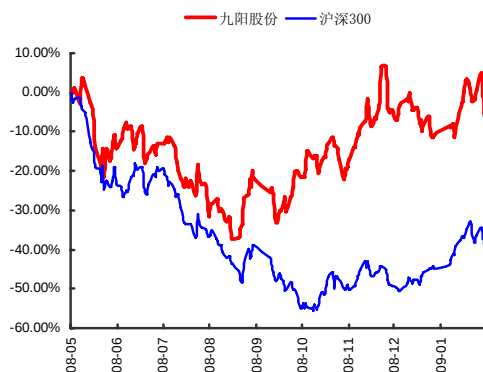
A 股市值 (百万元) 11166

国家/地区 中国

行业 家电

报告日期 2009 年 2 月 27 日

股价表现



评价周期	1 月	3 月	上市至今
绝对表现 (%)	2.00	13.03	-9.11
相对表现 (%)	-5.41	-5.71	27.76

资料来源: WIND

财务预测

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1943	4324	5773	7306
同比	108%	123%	34%	27%
净利润	313	539	722	895
同比	521%	72%	34%	24%
毛利率	36.4%	36.1%	34.3%	34.0%
ROE	65.4%	22.9%	23.2%	22.4%
每股收益	1.35	2.26	2.70	3.35

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：九阳股份三表预测

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	2867	3767	4675	营业收入	1943	4324	5773	7306
现金	450	1674	2181	2755	营业成本	1236	2765	3793	4823
应收账款	63	147	207	248	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	11	31	52	54	营业费用	190	508	638	807
预付账款	33	76	103	132	管理费用	107	331	430	544
存货	154	506	705	793	营业利润	406	740	991	1231
其他	248	432	520	694	营业外收入	12	13	17	22
非流动资产	188	1070	1546	2108	营业外支出	2	15	20	25
长期投资	0	0	0	0	利润总额	415	738	988	1228
固定资产	116	555	1000	1491	所得税	52	119	159	198
无形资产	59	59	59	59	净利润	363	619	829	1030
其他	13	456	486	558	少数股东损益	34	60	80	100
资产总计	1147	3936	5313	6783	归属母公司净利润	269	539	722	895
流动负债	686	1469	2015	2491	EBITDA	403	713	951	1196
短期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.35	2.26	2.70	3.35
应付账款	450	1001	1377	1749	主要财务比率				
其他	236	468	638	743	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
非流动负债	0	0	0	0	营业收入	108.1%	122.6%	33.5%	26.5%
负债合计	686	1469	2015	2491	营业利润	842.0%	82.4%	33.9%	24.3%
少数股东权益	50	110	191	291	归属于母公司净利润	520.9%	100.3%	33.9%	23.9%
股本	200	239	267	267	毛利率	36.4%	36.1%	34.3%	34.0%
资本公积	6	1373	1373	1373	净利率	13.9%	12.5%	12.5%	12.2%
留存收益	206	745	1467	2361	ROE	65.4%	22.9%	23.2%	22.4%
归属母公司股东权益	411	2357	3107	4001	资产负债率	59.8%	37.3%	37.9%	36.7%
负债和股东权益	1147	3936	5313	6783	流动比率	1.40	1.95	1.87	1.88
现金流量表					速动比率	1.17	1.60	1.51	1.55
单位: 百万元					总资产周转率	2.18	1.70	1.25	1.21
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	应收账款周转率	36	39	31	30
经营活动现金流	425	674	915	1101	应付账款周转率	3.38	3.81	3.19	3.09
净利润	363	619	829	1030	每股经营现金流	1.78	2.82	3.83	4.61
折旧摊销	0	17	41	67	每股净资产	1.72	9.86	13.00	16.74
营运资金变动	0	86	142	138	P/E	31.08	18.54	15.47	12.48
投资活动现金流	-161	-900	-517	-629	P/B	20.34	4.24	3.59	2.79
筹资活动现金流	1	1451	108	102	EV/EBITDA	27	15	11	9
现金净增加额	264	1224	506	574					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

廖欣宇：家电行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn