

九阳股份

002242

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/27
RMB57.81	

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）	3873

财务数据

市净率 (X)	6.78
TRACING P/E (X)*	28.69
EPS (元)	0.48
股息率 (%)	1.38

*最近四季盈利计算。

相关研究

《08 年年报点评 费用下降空间较大》

2009/03/25

《下调业绩 仍在快速成长通道》

2009/02/02

《九阳能走多远？》

2008/09/09

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

仍在快速增长 股东追加限售期

——09 年 1 季报点评

经营预测与估值	2008A	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4323.4	963.3	5695.6	7704.9	8475.39
(+/-%)	122.5	37.3	31.7	35.3	10.00
归属母公司净利润(百万元)	538.1	128.0	800.6	915.7	1007.2
(+/-%)	71.7	25.5	48.8	14.4	10.0
EPS(元)	2.02	0.48	3.00	3.43	3.77
P/E(倍)	28.6		19.3	16.9	15.3

■ **业绩快速增长，但略低于预期。**09 年 Q1，公司的营业收入为 9.63 亿元，同比增长 37.3%，净利润为 1.28 亿元，同比增长 25.5%。虽收入增幅相比 08 年（100%以上）已明显回落，但仍处于快速增长之中。净利润增长略低于我们的预期。公司预计 09 年上半年净利润同比增长 30-50%。

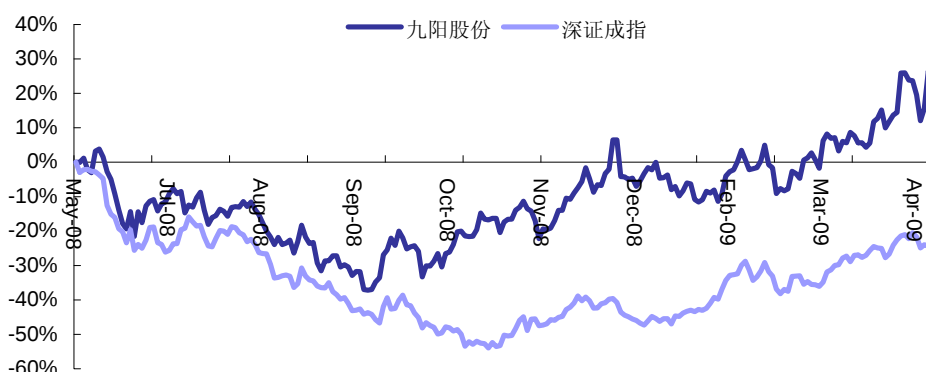
■ **毛利率明显提升。**09 年 Q1 公司的毛利率为 38.3%，同比增长 3.5 个百分点，与 08 年 Q4（38.1%）持平。毛利率提升是由于：原材料成本下降；市场竞争格局相对稳定，公司豆浆机等产品价格相对稳定。

■ **费用继续大幅上升。**09 年 Q1 公司的销售费用、管理费用同比增长分别为 82.7%、76.5%，明显快于收入增幅。09 年 Q1 期间费用率为 20.3%，虽比 08 年 Q4（26%）明显回落，但仍处于高位水平，潜在下降空间较大。

■ **二股东追加限售期 凸现对持续发展的信心。**第二大股东 Bilting 持有的 17.07% 股权于 09 年 5 月 28 日将解除限售，Bilting 承诺延长 2 年方上市流通。这一承诺凸现了股东对公司持续发展的信心，也减缓了近期减持压力。

■ **投资建议。**我们维持前期盈利预测，预计 09-10 年 EPS 分别为 3.00 元、3.43 元，09 年 PE 为 19.3 倍，虽然公司目前面临一定的估值压力，尤其是市值较高（154 亿元）。虽然目前宏观经济面临不确定性，但豆浆机行业和公司的成长确定性很强，且成长超预期可能较大，仍维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现

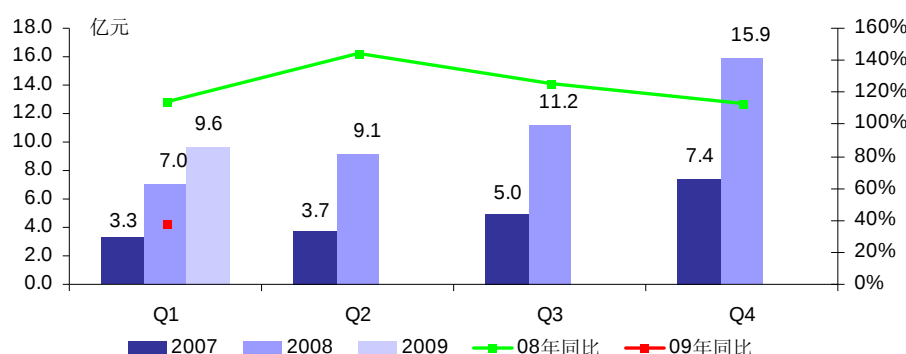


收入仍在快速增长 市场份额基本稳定

收入仍在快速增长。09 年 Q1, 公司的营业收入为 9.63 亿元, 同比增长 37.3%, 净利润 1.28 亿元同比增长 25.5%。虽收入增幅相比 08 年 (100%以上) 已明显回落, 但仍处于快速增长之中。净利润增长略低于我们的预期。公司预计 09 年上半年净利润同比增长 30-50%。

市场份额基本稳定。09 年 2 月公司食品料理机的市场份额为 64.8%, 相比 08 年底略有降低, 但整体看基本稳定。

图 1、07-09 年各季度九阳股份营业收入



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

表 1、食品料理机市场竞争格局

	08 年 4 月	08 年 6 月	08 年 10 月	08 年 12 月	09 年 2 月
九阳	57.4%	56.4%	67.0%	66.3%	64.8%
美的	5.3%	8.7%	10.8%	10.1%	12.1%
飞利浦	10.7%	9.7%	6.0%	7.1%	7.6%
西贝乐	7.7%	7.2%	3.7%	3.7%	4.0%
苏泊尔	2.5%	2.9%	1.8%	1.5%	1.8%
其他	16.4%	15.1%	10.7%	11.2%	9.8%

数据来源：中怡康，联合证券研究所。

备注：食品料理机包括豆浆机、榨汁机、料理机等。

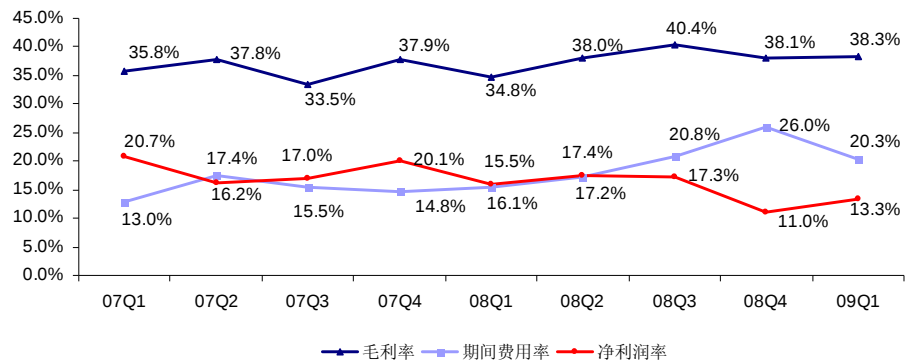
高费用率制约盈利能力提升 潜在提升空间较大

毛利率明显提升。09 年 Q1 公司的毛利率为 38.3%, 同比增长 3.5 个百分点, 与 08 年 Q4 (38.1%) 持平。毛利率提升是由于：原材料成本下降；市场竞争格局相对稳定，公司豆浆机等产品价格相对稳定。

费用继续大幅上升。09 年 Q1 公司的销售费用、管理费用同比增长分别为 82.7%、76.5%，明显快于收入增幅。09 年 Q1 期间费用率为 20.3%，虽比 08 年 Q4 (26%) 明显回落，但仍处于高位水平，潜在下降空间较大。

盈利能力环比提升，但仍低于前期高位水平。由于短期内公司的广告费和渠道费用投入较大，导致公司近期费用率过高，09 年 Q1 净利润率为 13.3%，虽然相比 08 年 Q4（11%），但相比之前的 17%以上净利率，目前的盈利能力仍处于较低水平。目前较低的净利率有两个原因：（1）公司为维持较高的毛利率和市场份额需投入较高的广告费；（2）渠道投入等费用近期较集中。我们认为：随着投入密集期的结束，公司 09 年净利率仍有提升空间。

图 2、07-09 年各季度九阳股份盈利能力



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

投资建议

我们维持前期盈利预测，预计 09-10 年 EPS 分别为 3.00 元、3.43 元，09 年 PE 为 19.3 倍，虽然公司目前面临一定的估值压力，尤其是市值较高（154 亿元）。虽然目前宏观经济面临不确定性，但豆浆机行业和公司的成长确定性很强，且成长超预期可能较大，仍维持“增持”评级。

风险提示

短期内费用投入较大，加剧短期内季度业绩波动

短期市场竞争加剧，影响公司市场份额和毛利率

表 2、盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3208	4062	5255	6577	营业收入	4323	5697	7710	8974
现金	2377	3159	3845	5047	营业成本	2674	3640	5138	6007
应收账款	47	54	73	85	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	5	27	38	45	营业费用	696	701	964	1122
预付账款	29	36	51	60	管理费用	241	301	391	430
存货	307	215	399	254	财务费用	-24	-60	-49	-80
其他	443	570	848	1086	资产减值损失	-0	10	0	0
非流动资产	468	974	1508	1763	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	219	690	1176	1390	营业利润	734	1103	1262	1491
无形资产	138	188	238	288	营业外收入	7	10	0	0
其他	111	96	95	85	营业外支出	8	10	0	0
资产总计	3676	5035	6764	8340	利润总额	734	1103	1262	1491
流动负债	1259	1681	2336	2719	所得税	94	165	189	298
短期借款	0	0	0	0	净利润	640	938	1073	1193
应付账款	1001	1347	1901	2222	少数股东损益	102	138	158	186
其他	258	334	435	497	归属于母公司净利润	538	800	915	1007
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	729	1066	1262	1480
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.02	3.00	3.43	3.77
其他	0	0	0	0					
负债合计	1259	1681	2336	2719	主要财务比率				
少数股东权益	139	277	435	621	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	267	267	267	267	成长能力				
资本公积	1397	1397	1397	1397	营业收入	122.5%	31.8%	35.3%	16.4%
留存收益	614	1413	2329	3335	营业利润	81.1%	50.2%	14.4%	18.1%
归属母公司股东权益合计	2278	3078	3993	5000	净利润	71.7%	48.6%	14.4%	10.0%
负债和股东权益	3676	5035	6764	8340	获利能力				
					毛利率	38.1%	36.1%	33.4%	33.1%
现金流量表					净利率	12.4%	14.0%	11.9%	11.2%
单位: 百万元					ROE	23.6%	26.0%	22.9%	20.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC				
经营活动现金流	953	1262	1212	1454	偿债能力				
净利润	640	938	1073	1193	资产负债率	34.3%	33.4%	34.5%	32.6%
折旧摊销	18	23	49	69	净负债比率				
财务费用	-24	-60	-49	-80	流动比率	2.55	2.42	2.25	2.42
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	2.30	2.29	2.08	2.33
营运资金变动	306	349	146	262	营运能力				
其它	13	12	-7	10	总资产周转率	1.79	1.31	1.31	1.19
投资活动现金流	953	-540	-575	-334	应收账款周转率	75	107	115	108
资本支出	265	500	525	284	应付账款周转率	3.69	3.10	3.16	2.91
长期投资	-10	-10	0	0	每股指标 (元)				
其他	1208	-50	-50	-50	每股收益	2.02	3.00	3.43	3.77
筹资活动现金流	1248	60	49	80	每股经营现金流	3.57	4.73	4.54	5.45
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.53	11.53	14.96	18.72
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	67	0	0	0	P/E	28.69	19.30	16.86	15.33
资本公积增加	1392	0	0	0	P/B	6.78	5.02	3.87	3.09
其他	-211	60	49	80	EV/EBITDA				
现金净增加额	1927	782	686	1201					

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。