

小家电

袁浩然 CPA

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

6-12 个月目标价: 34.40 元

当前股价: 29.40 元

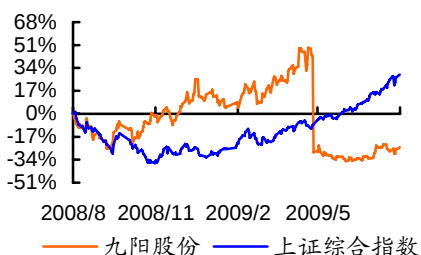
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3471.44
总股本(百万)	507
流通股本(百万)	127
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	1.11
每股净资产 (元)	4.76
资产负债率	34.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
九阳股份	12.56	4.00	34.03
上证综合指数	12.40	35.61	64.70



相关报告

《九阳股份-最大的对手是自己》2009-3-31

《九阳股份-长期投资价值在提升》
2009-2-27

《费用过高拖累业绩低于预期》2009-1-21

九阳股份

002242

推荐

豆浆机销售平稳增长，高毛利继续保持

投资要点:

- 公司上半年实现收入 21.81 亿元，同比增长 35%，其中豆浆机系列销售 17.41 亿元，增长 63%，电磁炉 2.25 元，减少 46%。上半年归属于母公司净利润为 3.17 亿元，同比增长 37%，EPS0.63 元，整体经营状况符合预期；由于上半年经济环境尚处于温和复苏阶段，煤气价格下滑又影响了电磁炉行业，加上小家电行业较强的季节性因素，09 年上半年销售环比 08 年下半年下滑 19%，而净利润基本与去年下半年基本持平。在宏观形势不利，外部竞争加剧的背景下，公司主营业务持续发展的原因在于：1.研发方面，通过新品开发合理规划产品线布局，内部提升产品质量和品质，不断提升营运效率；2.营销方面，加强渠道建设，保持高强度广告投放。
- 2009 年上半年公司主营业务毛利率为 39.8%，较 2008 年同期增加 3.3 个百分点。一方面，来自产品本身毛利率提升，更重要是高毛利的豆浆机销售占比大幅提高，促进综合毛利率提升。产品本身毛利率提升的原因在于，公司采取阳光招标，降低采购成本，同时利用新上线 ERP 系统，提升管理效率；通过销售增长实现规模效应。报告期内，豆浆机系列、电磁炉毛利率分别为 42%，27%，同比都增加约 1 个点。但是由于公司产品结构发生变化，高毛利的豆浆机系列销售增加 63%，销售占比增加 13.77 个点。而低毛利率的电磁炉产品销售大幅下降 46%，占收入比重下降 15.7 个百分点。形成公司综合毛利率同比上升 3.3 个百分点，而相比 08 年下半年，环比也上升了 0.8 个百分点，公司的高毛利率得以维持。
- 09 年上半年公司三项费用支出合计为 4.58 亿元，同比增长 72.34%，费用率 21%，费用率增加 4.5 个百分点。其中销售费用同比增长 83%，一方面公司销售保持较快增长，销售费用相应增加；另一方面 2009 年上半年公司对 VI 形象进行全面升级，加强了多层次的营销渠道、市场终端、售后服务和物流体系投入，终端建设费同比增长 2100 多万；同时报告期内公司继续加大广告投入，相关费用较去年同期增长 13%。以上措施，是报告期内公司在外部经营环境趋于不利的情况下，依然取得较好经营业绩的重要原因，并为公司未来的持续增长及长远发展构筑了更为坚实的基础；另外，公司管理费用增长 80%，一方面源于公司本身业务急剧扩张，另一方面，公司加大了研发投入，上半年公司推出系列新品，研发费用增幅达 90% 以上。另外公司本期营业外收支净收益额为 2,123 万元。主要是本期收到政府补贴 2291.5 万元，也促进了本期利润增长。
- 每股经营活动现金流 0.69 元，略高于 EPS。
- 公司中期分配方案：不分红 不送转
- 盈利预测和评级。预计 09、10 年 EPS 为 1.49 元，1.72 元。按照 09 年 20 倍 PE 估值，确定 6 个月目标价为 34.4 元，维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
营业收入(百万元)	1,943	4,323	5,181	6,437
同比 (%)		122%	20%	24%
归属母公司净利润(百万元)	315	536	756	874
同比 (%)		70%	41%	16%
毛利率 (%)	36.4%	38.1%	39.2%	36.6%
ROE (%)	75.0%	23.7%	30.0%	29.0%
每股收益(元)	0.62	1.06	1.49	1.72
P/E	47	28	20	17
P/B		4.8	3.9	3.1

资料来源: 中投证券研究所

1、豆浆机销售平稳增长，电磁炉受累于行业

表 1: 销售收入增长及构成

分产品	营业收入 (09H1)	收入占 比构成	营业收入 比同比	营业收入 (08H1)	收入占 比构成
豆浆机系列	1,741	80%	63%	1,067	66%
电磁炉	225	10%	-46%	420	26%
其他	215	10%	69%	127	8%
合计	2,181	100%	35%	1,614	100%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

2、产品结构调整，综合毛利率进一步上升

表 2: 毛利率变化

分产品	毛利率 (09H1)	毛利率 (08H1)	毛利率同比
豆浆机系列	42.0%	41.0%	1.02%
电磁炉	27.2%	26.2%	0.95%
合计	39.8%	36.6%	3.3%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

2009 年上半年公司主营业务毛利率为 39.8%，较 2008 年同期增加 3.3 个百分点。一方面，来自产品本身毛利率提升，更重要是高毛利的豆浆机销售占比大幅提高，促进综合毛利率大幅度提升。产品本身毛利率提升的原因在于，公司采取阳光招标，降低采购成本，同时利用新上线 ERP 系统，提升管理效率；通过销售增长实现规模效应。报告期内，豆浆机系列、电磁炉毛利率分别为 42%，27%，同比都增加约 1 个点。但是由于公司产品结构发生变化，高毛利的豆浆机系列销售增加 63%，销售占比增加 13.77 个点。而低毛利率的电磁炉产品销售大幅下降 46%，占收入比重下降 15.7 个百分点。形成公司综合毛利率同比上升 3.3 个百分点，而相比 08 年下半年，环比也上升了 0.8 个百分点，公司的高毛利率得以维持。

3、费用增长快主要源于终端投入，广告和研发

费用方面，09 年上半年公司三项费用支出合计为 4.58 亿元，同比增长 72.34%，费用率 21.01%，费用率增加 4.53 个百分点。其中销售费用同比增

长 82.5%，一方面公司销售保持较快增长，销售费用相应增加；另一方面 2009 年上半年公司对 VI 形象进行全面升级，加强了多层次的营销渠道、市场终端、售后服务和物流体系投入，终端建设费同比增长 2100 多万；同时报告期内公司继续加大广告投入，相关费用较去年同期增长 13%。以上措施，是报告期内公司在外部经营环境趋于不利的情况下，依然取得较好经营业绩的重要原因，并为公司未来的持续增长及长远发展构筑了更为坚实的基础；另外，公司管理费用增长 80%，一方面公司本身业务急剧扩张，另一方面，公司加大了研发投入，上半年公司推出系列新品，研发费用增幅达 90%以上。另外公司本期营业外收支净收益额为 2,123 万元。主要是本期收到政府补贴 2291.5 万元，也促进了本期利润增长。

4、每股经营活动现金流 0.69 元,略高于 EPS

5、公司中期分配方案：不分红 不送转

6. 损益表半年度同比、环比

表 3: 损益表半年度同比、环比

科目(单位: 百万)	2009 年 H1	2008 年 H1	同比	2008 年 H2	环比
一、营业总收入	2,181	1,614	35%	2,709	-19%
营业收入增长率					
二、营业总成本	1,772	1,294	37%	2,295	-23%
其中: 营业成本	1,312	1,023	28%	1,650	-21%
毛利率(简单测算)	39.8%	36.6%	3.3%	39.1%	0.8%
营业税金及附加	2	1		2	-3%
销售费用	302	165	83%	530	-43%
销售费用率	13.8%	10.2%	3.6%	19.6%	-5.7%
管理费用	184	103	80%	138	33%
管理费用率	8.5%	6.4%	2.1%	5.1%	3.3%
财务费用	-28	-2		-22	
资产减值损失	0	4		-4	
加: 公允价值变动收益					
投资收益及其它	0	0		0	
三、营业利润	409	320	28%	414	-1%
加: 营业外收入	27	3	736%	4	562%
减: 营业外支出	6	4	74%	4	46%
四、利润总额	430	320	35%	414	4%
减: 所得税费用	63	48	30%	46	37%
综合所得税率	14.6%	15.1%	-0.5%	11.1%	3.5%
五、净利润	367	272	35%	368	0%
净利润率	16.8%	16.8%		13.6%	3.3%
归属于母公司净利润	317	231	37%	306	3%
少数股东损益	51	40	26%	62	-18%
少数股东损益占比	13.8%	14.8%	1.1%	16.8%	-3.0%
六、总股本	507	507		507	
七、每股收益:	0.63	0.46		0.60	

资料来源: 中投证券研究所

7、盈利预测和估值

表 4: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2007 年 A	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E
一、营业总收入	1,943	4,323	5,181	6,437
营业收入增长率		122%	20%	24%
二、营业总成本	1,537	3,590	4,184	5,269
其中: 营业成本	1,236	2,674	3,150	4,084
毛利率(简单测算)	36.4%	38.1%	39.2%	36.6%
营业税金及附加	1	3	5	7
销售费用	190	696	710	795
销售费用率	9.8%	16.1%	13.7%	12.4%
管理费用	107	241	339	391
管理费用率	5.5%	5.6%	6.5%	6.1%
财务费用	-3	-24	-39	-33
资产减值损失	6	0	19	25
加: 公允价值变动收益				
投资收益及其它				
三、营业利润	406	733	997	1,168
加: 营业外收入	12	7	34	30
减: 营业外支出	2	8	10	10
四、利润总额	416	732	1,021	1,188
减: 所得税费用	52	94	139	169
综合所得税率	12.5%	12.8%	13.6%	14.2%
五、净利润	364	638	882	1,020
净利润率	18.7%	14.8%	17.0%	15.8%
归属于母公司净利润	315	536	756	874
少数股东损益	49	102	126	146
少数股东损益占比	13.5%	16.0%	14.3%	14.3%
六、总股本	507	507	507	507
七、每股收益:	0.62	1.06	1.49	1.72
净利润增长率				

资料来源: 中投证券研究所

(注:公司已拿到正式批复,合资企业的优惠税率可享受至 2010 年期满为止,即 2009 和 2010 年母公司税率还是 12.5%。)

基于公司最新信息,我们预计公司 09, 10 年 EPS 为 1.49 元, 1.72 元。按照 10 年 EPS 20 倍 PE 估值,公司 6 个月目标价为 34.4 元。对照现行市价,给予“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434