

九阳股份(002242)

豆浆机快速增长，中期业绩符合预期

——九阳股份 2009 半年报点评

王稹 方馨
 21-38676720 021-38676685
 wangzhen@gtjas.com fangxin@gtjas.com

本报告导读：
 上半年净利润增长37%，每股收益0.63，符合预期。
 预计09-10年EPS为1.38元和1.71元，维持“增持”。

投资要点：

- 九阳股份 2009 年上半年实现营业收入 21.81 亿、利润总额 4.30 亿、归属于上市公司股东的净利润 3.17 亿，分别比上年同期增长 35.13%、34.62%和 37.05%，每股收益 0.63，符合预期。
- 从分类数据的收入来看，豆浆机系列 17.41 亿，电磁炉 2.25 亿，营养煲 1.90 亿，其他类 0.20 亿，分别同比增长 63.13%、-46.35%、64.73%、125.64%和 35.06%。除电磁炉外，各类产品保持较高的增长，特别是豆浆机增长势头良好，而电磁炉销售不佳与煤气价格下降全行业销量大幅下降有关。从近期的销售来看，各类产品仍然保持较好的增长势头，而电磁炉的销售也有所恢复。
- 从盈利能力来看，豆浆机系列 42.01%，电磁炉 27.17%，营养煲 35.11%，其他类 39.91%，同比都有所提升，这与原材料价格下跌、产品售价相对稳定、规模效应体现有关。我们预计 2009 年全年的综合毛利率应较 2008 年略有提高。
- 销售费用与管理费用分别增加 82.51%和 79.93%，费用率较去年同期大幅提高。这主要因九阳加大渠道建设、广告宣传所致。分别 2008 年上下半年略有不同的经营策略，我们估计 2009 年全年的销售费用率与管理费用率将略有下降，特别体现在第四季度。
- 公司调整募集资金投资项目，主要是营销网络建设，新（改）建豆浆 5S 店 1300 家。公司依然重视渠道建设，销售终端已达 2 万余个，更多 5S 店的建设有助于增加各主要产品的销售。
- 中报预计 1-9 月归属于母公司所有者的净利润同比增长小于 40%。
- 我们预计 2009-2010 年九阳股份每股收益为 1.38 元和 1.71 元，维持“增持”评级，给予 41.8 元的目标价。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010A	2011E
营业收入	1,943	4,323	5,535	7,029	8,586
(+/-)%	108.1%	122.5%	28.0%	27.0%	22.2%
经营利润（EBIT）	403	711	936	1,158	1,406
(+/-)%	913.5%	76.4%	31.7%	23.6%	21.4%
净利润	329	538	702	869	1,055
(+/-)%	658.9%	63.6%	30.4%	23.8%	21.5%
每股净收益（元）	0.65	1.06	1.38	1.71	2.08
每股股利（元）	-	0.80	0.41	0.51	0.62

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010A	2011E
经营利润率（%）	20.7%	16.4%	16.9%	16.5%	16.4%
净资产收益率（%）	80.0%	23.6%	25.3%	25.7%	25.6%
投入资本回报率（%）	3146.7%	2065.7%	143.4%	118.7%	113.0%
EV/EBITDA	36.2	20.6	15.6	12.5	10.3
市盈率	45.3	27.7	21.3	17.2	14.1
股息率（%）	0.0%	2.7%	1.4%	1.7%	2.1%

评级：

增持

上次评级：增持

目标价格：

¥ 41.80

上次预测：¥ 35.20

当前价格：

¥ 29.40

2009.08.05

交易数据

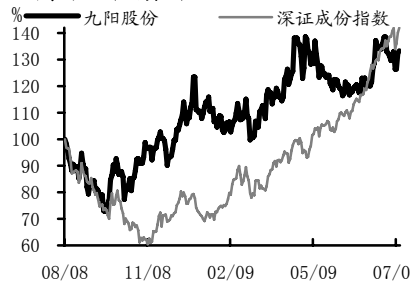
52 周内股价区间（元）	24.81 ~ 59.49
总市值（百万元）	14,717
总股本/流通 A 股（百万股）	507/127
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.25
日均成交量（百万股）	2.3
日均成交值（百万元）	82.4

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	2,278.05
每股净资产	8.53
市净率	3.4
资产负债率	34.2%

EPS（元）	2008A	2009
Q1	0.20	0.25
Q2	0.26	0.38
Q3	0.33	0.40
Q4	0.27	0.35
全年	1.06	1.38

52周内股价走势图



升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	11.1	2.6	33.3
相对指数	-2.0	-37.4	-14.5

相关报告

2008 年度业绩说明会纪要

(09.03.29)

分类产品增长良好，综合毛利率略有上升

(09.03.25)

投入是为了更好的产出

(09.02.27)

模型更新时间: 2009.08.05

股票研究

九阳股份(002242)

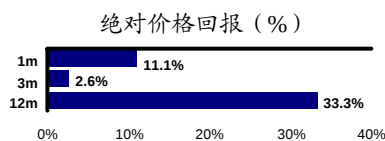
评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥41.80

上次预测: ¥35.2

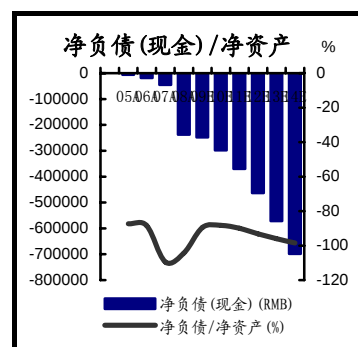
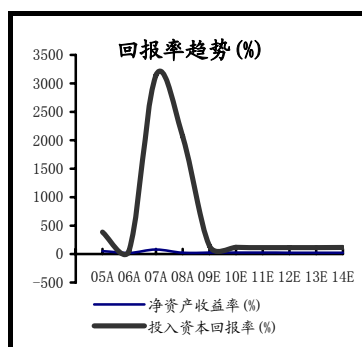
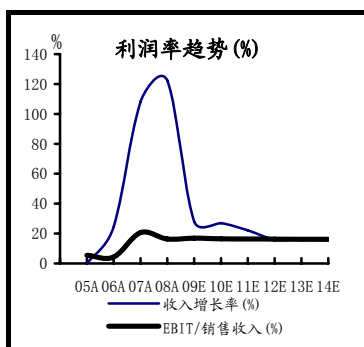
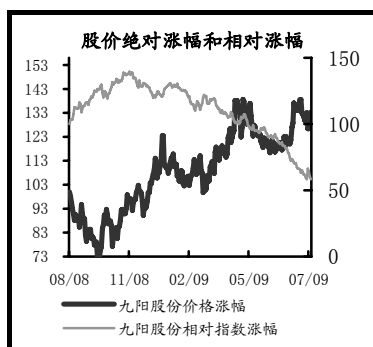
当前价格: ¥29.40



52 周价格范围 24.81~59.49
市值 (百万) 14,717

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表										
营业收入	750	934	1,943	4,323	5,535	7,029	8,586	9,961	11,565	13,371
营业成本	621	784	1,236	2,674	3,405	4,363	5,346	6,210	7,218	8,351
税金及附加	0	0	1	3	3	4	5	6	7	8
营业费用	67	84	190	696	858	1,082	1,314	1,524	1,769	2,046
管理费用	19	24	107	241	332	422	515	598	694	802
EBIT	41	40	403	711	936	1,158	1,406	1,624	1,876	2,164
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-3	-24	-50	-63	-78	-90	-104	-121
营业利润	42	42	406	734	986	1,221	1,483	1,714	1,981	2,285
所得税	5	0	52	94	148	183	223	257	297	343
少数股东损益	0	0	34	102	137	169	206	238	275	317
净利润	38	43	329	538	702	869	1,055	1,219	1,409	1,625
资产负债表										
货币资金、交易性金融	64	187	450	2,377	2,480	2,983	3,699	4,632	5,717	6,985
其他流动资产	152	323	509	831	938	1,076	1,218	1,343	1,489	1,653
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	4	108	128	308	623	685	735	755	782	812
无形及其他资产	2	19	60	150	148	147	146	145	143	142
资产合计	222	637	1,147	3,676	4,200	4,902	5,808	6,885	8,141	9,603
流动负债	149	389	686	1,259	1,155	1,080	1,041	1,027	1,022	1,029
长期负债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	74	211	411	2,278	2,769	3,377	4,116	4,969	5,955	7,093
投入资本(IC)	9	61	11	30	555	829	1,058	1,216	1,392	1,578
现金流量表										
NOPLAT	36	40	352	620	796	984	1,195	1,380	1,595	1,839
折旧与摊销	0	0	4	6	11	25	28	32	34	36
流动资金增量	0	69	111	251	(211)	(213)	(181)	(139)	(150)	(157)
资本支出	(6)	(122)	(65)	(275)	(325)	(86)	(77)	(51)	(60)	(65)
自由现金流	30	(12)	402	601	271	710	966	1,222	1,419	1,653
经营现金流	38	111	481	872	589	786	1,031	1,259	1,463	1,700
投资现金流	(6)	(122)	(71)	(286)	(325)	(85)	(76)	(51)	(60)	(65)
融资现金流	0	(3,498)	3	(190)	(160)	(197)	(239)	(276)	(318)	(367)
现金流净增加额	0	0	413	397	103	504	716	933	1,085	1,269
财务指标										
成长性										
收入增长率	0.0%	24.4%	108.1%	122.5%	28.0%	27.0%	22.2%	16.0%	16.1%	15.6%
EBIT 增长率	0.0%	-3.8%	913.5%	76.4%	31.7%	23.6%	21.4%	15.5%	15.5%	15.3%
净利润增长率	0.0%	13.7%	658.9%	63.6%	30.4%	23.8%	21.5%	15.5%	15.6%	15.3%
利润率										
毛利率	17.3%	16.0%	36.4%	38.1%	38.5%	37.9%	37.7%	37.7%	37.6%	37.5%
EBIT 率	5.5%	4.3%	20.7%	16.4%	16.9%	16.5%	16.4%	16.3%	16.2%	16.2%
净利润率	5.1%	4.6%	16.9%	12.4%	12.7%	12.4%	12.3%	12.2%	12.2%	12.2%
收益率										
净资产收益率(ROE)	51.6%	20.5%	80.0%	23.6%	25.3%	25.7%	25.6%	24.5%	23.7%	22.9%
总资产收益率(ROA)	17.1%	6.8%	28.7%	14.6%	16.7%	17.7%	18.2%	17.7%	17.3%	16.9%
投入资本回报率	385.0%	65.0%	3146.7%	2065.7%	143.4%	118.7%	113.0%	113.5%	114.5%	116.5%
运营能力										
存货周转天数	#REF!	72	52	31	37	37	38	39	39	39
应收账款周转天数	#REF!	15	12	5	4	4	4	4	4	4
总资产周转天数	#REF!	168	168	204	260	236	228	233	237	242
净利润现金含量	1.00	2.56	1.46	1.62	0.84	0.90	0.98	1.03	1.04	1.05
资本支出/收入	1%	13%	3%	6%	6%	1%	1%	1%	1%	0%
偿债能力										
资产负债率	66.8%	61.1%	59.8%	34.2%	27.5%	22.0%	17.9%	14.9%	12.6%	10.7%
净负债率	-87.3%	-88.4%	-109.5%	-104.3%	-89.5%	-88.3%	-89.9%	-93.2%	-96.0%	-98.5%
估值比率										
PE	391.2	344.1	45.3	27.7	21.3	17.2	14.1	12.2	10.6	9.2
PB	106.3	37.2	19.1	3.4	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	356.6	368.4	36.2	20.6	15.6	12.5	10.3	8.9	7.7	6.7
P/S	0.53	0.43	3.03	1.82	2.69	2.12	1.74	1.50	1.29	1.12
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	1.4%	1.7%	2.1%	2.5%	2.8%	3.3%



作者简介:

王稔:男,清华大学电机系电力系统自动化专业,工学博士。2005年进入国泰君安证券销售交易总部,从事电力设备行业、家用电器行业、新能源策略的研究。

方馨:女,复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007年进入国泰君安证券销售交易总部,从事家电行业的研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。

本报告版权仅为我公司所有,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。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券销售交易总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com