

2010年9月10日

家电行业

九阳股份 (002242)

评级: 增持

消费品研究组

联系人: 消费品研究组

电话: 010-88086830-723

邮箱: yutj@rxzq.com.cn

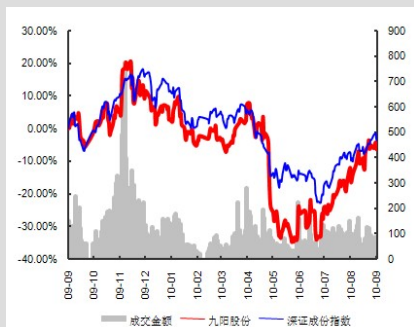
6-12个月目标价: 17.8-20.20

最新股价: 16.37

基本资料

总股本(百万)	760.95
流通股A股(百万)	190.95
总市值(亿)	124.03
每股净资产(元)	3.41
资产负债率%	57.03

九阳股份股价与上证综指对比:



相关研究:

小家电战略布局初现成效

【公司近况】

- 近期公司举行现场业绩说明会,就上半年经营情况,竞争态势和未来市场研判问题与投资者进行了沟通。

【日信观点】

- **公司豆浆机业务收入逐步趋稳。**尽管公司食品料理机系列产品2010年上半年收入同比仅增长6.18%,考虑到09年上半年高基数,09年3、4季度以及10年1季度持续下滑的趋势中,公司能这样的成绩已经实属不易,特别是5月推出的营养王产品,目前供不应求,为豆浆机收入取得正增长起到巨大的作用。但是我们认为公司豆浆机收入增长已经逐步趋稳,原因有二: 1. **竞争对手结束快速扩张。**我们在年初已经提出,美的豆浆机已经过了高投入期,扩张速度开始趋于稳定,今年的重点放在空、冰和洗的竞争上;而公司销售渠道回归正常化,并且进入中低端市场,与美的豆浆机展开竞争,因此今年公司的市场份额会趋于平稳或稳步提升,出现像09年一样份额大幅度下滑的概率非常小; 2. **豆浆机行业是否能维持高增长还有待观察。**从行业角度看,09年豆浆机行业整体销量在2200万台左右,今年预计将达到3000万台。但是从历史角度看,小家电行业绝大多数产品存在一个3000~4000万台的销售瓶颈,如电饭煲销量达到3000万台、电磁炉销量4000万台的时候,之前高增速随即下滑或负增长,豆浆机销量是否能打破这个魔咒还有待观察。
- **小家电业务稳步扩张,公司战略转型出现成效。**公司给小家电经销商盈利空间上升3个百分点,而把毛利率的压力放在三项费用率的压缩上,表明公司已经将资源配置逐步向小家电业务转移,与09年初的战略规划一致;同时,公司营养煲收入同比增长34.86%,分产品看,料理机市占率46%,处于第一位,榨汁机市占率42%,处于第一位,电饭煲市占率11.8%,处于第三位,电压力煲市占率9%,处于第三位;电压力煲收入增长60%,开水煲收入增长20%,这些数据均表明公司对小家电的战略部署已经在经营层面上展现成效。
- **商用豆浆机逐渐步入正轨,未来市场空间广阔。**上半年商用机增长5000%,但根本原因是基数低。商用机销售对象包括高端酒店市场,机关、食堂等渠道。我们认为目前商用豆浆机市场有些类似于02年初的豆浆机市场,市场保有量非常低,并且九阳是唯一一家能够生产商用机的厂商。目前商用机产品线已经布局,公司对未来的生产、库存、营销均有了清晰的规划,一旦该市场有了爆发,九阳将会是唯一的受

益者。

- **出口快速增长。**上半年公司出口增长55.99%。与商用机类似，这块业务处于初创期，客户面向东南亚、香港、台湾、美国、日本的华人。我们认为出口是一块极具壁垒的业务，因为各国对豆浆机的安全性、震动频率均有不一样的要求认证，攻克某一个认证的难度和再造一台全新的豆浆机难度一样。公司目前已经拿下了大部分的认证，并在台湾市场有了良好的发展。

【估值及投资建议】

- 经过1年多来的跟踪调研，我们感受到公司战略一直非常清晰，衔接紧密，管理层结构稳定。从09年决定战略转型至小家电开始，公司逐步将资源配置和战略重心转移到小家电业务上面，尽管初期经历了行业的调整和渠道改革的波动，但是现在小家电业务在经营数据上已经出现成效。我们预计2010年-2012年公司EPS为0.89元，1.01元和1.15元，对应市盈率为18.39倍，16.21倍和14.23倍。我们会持续跟踪公司并对小家电和豆浆机销量及时反馈，暂时给予“增持”评级。

■ 九阳股份盈利预测表

单位：万元	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业收入	4636.42	5200.21	5980.25	6877.28
增长率(%)	7.24%	12.16%	15.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	609.75	677.62	771.49	868.56
增长率(%)	13.32%	11.13%	13.85%	12.58%
每股收益(EPS)	0.801	0.890	1.014	1.146
销售毛利率	38.64%	37.34%	37.00%	36.50%
销售净利率	15.40%	15.26%	15.11%	14.79%
净资产收益率(ROE)	22.80%	20.71%	19.51%	18.40%

资料来源：日信证券研究部

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

