

湘财证券研究所

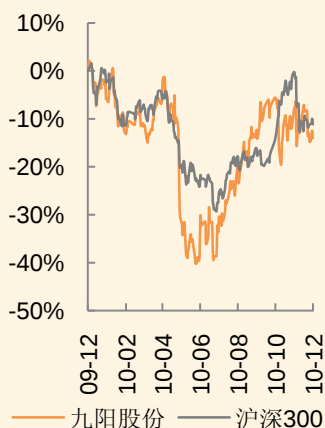
家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

公司最近一年股价走势:



研究要点

□ 豆浆机份额逐渐稳定, 龙头地位不动摇

目前豆浆机行业的市场竞争已经没有上半年那样激烈。九阳豆浆机市场份额在今年5月份触及最低点60.7%后, 开始企稳回升, 近几个月一直维持在62%以上。10月份中怡康数据显示, 九阳仍然占据了豆浆机市场62.3%的份额。这也有力地表明公司十几年积淀的豆浆机技术是难以被超越的; 同时公司在豆浆机的创新和研发远超竞争对手, 在创新产品的突破能力较强, 能够实现豆浆机的不断升级。我们认为公司在豆浆机行业的龙头地位难以动摇。

□ 加快小家电发展, 力争实现“豆”“电”双赢

作为豆浆机的代名词, 公司也在逐渐突破豆浆机领域, 向其他小家电拓展, 健康生活小家电是公司未来的市场定位。公司将逐渐向小家电倾斜部分资源, 以实现豆电均衡发展。

✓ **电压力煲快速增长** 电压力煲对传统高压锅的替代使得行业目前处于快速增长期。电压力煲是公司增长较快的小家电产品, 公司在9月份在各大电视台投放了电压力煲的广告。电压力煲市场份额也出现较大幅度提升, 由去年同期的7.34%提升至目前的12.66%, 与第二名苏泊尔的差距逐渐缩小。

✓ **电饭煲明年开始发力** 电饭煲是公司今年最新拓展的小家电产品, 公司在选择新的小家电品类时是比较谨慎的, 进入电饭煲市场也是经过了几年的市场调研和反复论证。虽然电饭煲在国内是比较成熟的一个行业, 但仍有很多可以颠覆和创新的方面, 产品升级空间仍然很大。公司电饭煲产品今年8月份上市, 初期试销情况较好, 目前网点已开始铺货。通过渠道铺货, 明年电饭煲业务明年开始发力, 将对公司主营收入产生贡献。公司力争在明年将电饭煲做到行业前三, 这也彰显公司高层对电饭煲业务的信心。

□ 商用豆浆机将成为未来的利润增长点

公司商用豆浆机目前已经具有5L/10L/15L等不同规格, 产品线也逐渐丰富, 上半年实现的收入与去年全年相当。我们认为公司商用豆浆机的技术已经比较成熟, 未来突破点在于渠道。公司于去年年底专门成立了商用豆浆机的销售团队, 目前主要销售给酒店、食堂、学校等, 未来公司计划将饮品店、快餐店等也纳入商用豆浆机的销售渠道。我们认为一旦渠道拓展开来, 公司商用豆浆机业务将会实现更加快速的发展, 商用豆浆机将成为公司未来的利润增长点。

□ 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.86 元、1.05 元和 1.21 元，按昨日收盘价 16 元计算，对应 PE 分别为 18.4 倍、15.2 倍和 13.2 倍，在小家电行业中具有明显估值优势。且考虑到电饭煲业务和商用豆浆机业务的发力，未来增长空间较大。维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价为 23.1 元。

□ 风险提示

电饭煲推广低于预期的风险；原材料价格波动的风险；

盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4636	5503	6792	8025
增长率 YOY（%）	7.2%	18.7%	23.4%	18.2%
净利润（百万元）	610	658	795	919
增长率 YOY（%）	13.3%	7.9%	20.9%	15.5%
EPS（元）	1.20	0.86	1.05	1.21

数据来源：湘财证券研究所

盈利预测与估值表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3270	5145	5441	6788
现金	2569	3071	3215	4144
应收账款	33	78	103	129
其他应收款	8	31	39	47
预付账款	61	350	349	414
存货	280	515	513	609
其他流动资产	320	1101	1223	1444
非流动资产	735	687	721	756
长期投资	0	0	0	0
固定资产	495	472	447	423
无形资产	191	184	240	301
其他非流动资产	48	31	33	32
资产总计	4005	5832	6162	7544
流动负债	1180	2621	2056	2404
短期借款	0	0	0	0
应付账款	855	2101	1526	1812
其他流动负债	325	520	530	592
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1180	2621	2056	2404
少数股东权益	151	234	334	449
股本	507	761	761	761
资本公积	1157	903	903	903
留存收益	1010	1312	2108	3026
归属母公司股东权益	2674	2977	3772	4691
负债和股东权益	4005	5832	6162	7544

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	783	737	74	842
净利润	714	741	895	1033
折旧摊销	34	29	29	29
财务费用	-43	-117	-130	-152
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	45	74	-718	-73
其他经营现金流	33	10	-1	5
投资活动现金流	-285	3	-60	-65
资本支出	297	0	0	0
长期投资	10	0	0	0
其他投资现金流	21	3	-60	-65
筹资活动现金流	-306	-238	130	152
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	240	254	0	0
资本公积增加	-240	-254	0	0
其他筹资现金流	-306	-238	130	152
现金净增加额	192	502	144	929

资料来源：湘财证券研究所

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4636	5503	6792	8025
营业成本	2845	3501	4360	5178
营业税金及附加	5	6	7	8
营业费用	746	836	1019	1204
管理费用	327	363	441	522
财务费用	-43	-117	-130	-152
资产减值损失	24	-5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	733	918	1095	1266
营业外收入	59	13	15	15
营业外支出	7	5	5	5
利润总额	785	926	1105	1276
所得税	71	185	210	242
净利润	714	741	895	1033
少数股东损益	104	83	99	115
归属母公司净利润	610	658	795	919
EBITDA	724	831	993	1142
EPS (元)	1.20	0.86	1.05	1.21

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	7.2%	18.7%	23.4%	18.2%
营业利润	-0.2%	25.3%	19.2%	15.6%
归属于母公司净利润	13.3%	7.9%	20.9%	15.5%
获利能力				
毛利率(%)	38.6%	36.4%	35.8%	35.5%
净利率(%)	13.2%	12.0%	11.7%	11.4%
ROE(%)	22.8%	22.1%	21.1%	19.6%
ROIC(%)	298.6%	581.1%	91.1%	93.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	29.5%	44.9%	33.4%	31.9%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.77	1.96	2.65	2.82
速动比率	2.52	1.76	2.39	2.56
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.12	1.13	1.17
应收账款周转率	109	94	71	65
应付账款周转率	3.07	2.37	2.40	3.10
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.86	1.05	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	0.97	0.10	1.11
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.91	4.96	6.16
估值比率				
P/E	19.97	18.51	15.31	13.25
P/B	4.55	4.09	3.23	2.60
EV/EBITDA	13	12	10	9

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。