

九阳股份（002242） 家用电器

—多元化道路渐行渐稳

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	16.00	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

◆ 豆浆机市场逐步趋稳

中怡康数据显示，公司豆浆机市场份额从今年 3 最低点开始逐步回升，截至 11 月份，公司豆浆机市场份额连续 6 个月稳定在 60%以上，豆浆机市场份额逐渐趋稳。从目前城镇家庭数量与豆浆机保有量计算，豆浆机一、二级市场空间仍较大，短期来看，二级市场将是豆浆机增长的主要动力，三四级市场稳步拓展。从中长期来看，豆浆机将受益渗透率提升与消费升级的双重驱动，预计未来两年豆浆机市场将保持 12%以上的稳定增长态势。

◆ 小家电多元化拓展发力

公司今年广告投入增加电压力煲，进一步扩大公司在家电市场的影响力。公司电饭煲产品试销已经结束，明年将全面进入销售网点。公司的小家电产品市场占有率基本上都位于行业前三的地位，电饭煲目标市场份额仍将是行业前三。小家电业务拓展发力，未来将实现豆浆机与小家电均衡发展的道路，多元化拓展初见成效。预计小家电未来两年将保持 25%左右的增速。

◆ 商用豆浆机或将崭露头角

商用豆浆机项目是公司上市募投项目之一，我们认为，该项目前景可观，未来市场空间非常大。随着商用豆浆机用地问题的解决，产能已经不是问题，最大的难点还在于市场拓展。随着家用豆浆机竞争的趋稳，公司将加大对商用豆浆机市场的拓展，商用豆浆机或将在未来成为公司新的增长点。

◆ 豆料项目仍需探索新的推广模式

公司目前豆料仍是通过搭配销豆浆机的销售方式，由于公司的大豆比市场上一般的大豆价格要高，普通的销售渠道是不可行的，但 3C 又不具备销售大豆的资格。公司豆料的销售推广模式仍需进一步探索。我们认为，随着大家对转基因食品安全问题重视，公司豆料项目的市场拓展前景还是非常可观的。

◆ 国外市场培养是一个漫长的过程

随着国美苏宁门店向香港地区的扩张，豆浆机在香港市场也有在销售，世界其他地区有华人的地方也有拓展。豆浆机在海外市场的拓展，是一种饮食理念的拓展，被接受和认可将是一个漫长的过程，但海外市场的空间不容小觑。

◆ 估值与投资建议

我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.98/1.2/1.45/元，公司估值水平合理，维持公司推荐的投资评级。

2010 年 12 月 10 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	29.89/11.36
上证指数/深圳成指	2810.95/12353.27
50 日均成交额(百万元)	97.52
市净率(倍)	4.55
股息率	4.38%

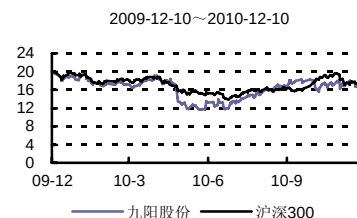
基础数据

流通股(百万股)	190.95
总股本(百万股)	760.95
流通市值(百万元)	3055.20
总市值(百万元)	12175.20
每股净资产(元)	3.51
净资产负债率	44.14%

股东信息

大股东名称	上海力鸿新技术投资有限公司
持股比例	49.71%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	邹翠利
职业证书编号:	S0020210070005
电 话:	021-51097188-1922
电 邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

附表 公司估值财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3270	3779	4464	5362	营业收入	4636	5809	7111	8612
现金	2569	2819	3321	3965	营业成本	2845	3596	4396	5326
应收账款	33	49	57	70	营业税金及附加	5	6	7	9
其它应收款	8	9	11	13	营业费用	746	935	1144	1386
预付账款	61	64	84	99	管理费用	327	381	478	574
存货	280	373	448	546	财务费用	-43	-61	-69	-82
其他	320	466	544	669	资产减值损失	24	20	10	8
非流动资产	735	1000	1250	1488	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	495	735	947	1139	营业利润	733	932	1145	1392
无形资产	191	246	298	350	营业外收入	59	50	50	50
其他	48	19	6	-1	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	4005	4780	5714	6850	利润总额	785	975	1188	1435
流动负债	1180	1432	1687	2024	所得税	71	98	119	143
短期借款	0	0	0	0	净利润	714	878	1069	1291
应付账款	855	1169	1393	1703	少数股东损益	104	129	159	191
其他	325	263	294	322	归属母公司净利润	610	749	910	1100
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	724	910	1128	1374
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	0.98	1.20	1.45
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1180	1432	1687	2024	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	151	280	439	630	成长能力				
股本	507	761	761	761	营业收入	7.2%	25.3%	22.4%	21.1%
资本公积	1157	903	903	903	营业利润	-0.2%	27.3%	22.8%	21.6%
留存收益	1010	1403	1924	2532	归属于母公司净利润	13.3%	22.8%	21.6%	20.9%
归属母公司股东权益	2674	3068	3588	4196	获利能力				
负债和股东权益	4005	4780	5714	6850	毛利率	38.6%	38.1%	38.2%	38.2%
现金流量表					净利率	13.2%	12.9%	12.8%	12.8%
单位:百万元					ROE	22.8%	24.4%	25.4%	26.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	328.4%	176.5%	161.1%	159.0%
经营活动现金流	783	860	1120	1358	偿债能力				
净利润	714	878	1069	1291	资产负债率	29.5%	30.0%	29.5%	29.6%
折旧摊销	34	39	52	65	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-43	-61	-69	-82	流动比率	2.77	2.64	2.65	2.65
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	2.52	2.37	2.37	2.36
营运资金变动	45	-6	65	78	营运能力				
其它	33	10	4	6	总资产周转率	1.21	1.32	1.36	1.37
投资活动现金流	-285	-315	-298	-304	应收账款周转率	109	134	128	129
资本支出	297	254	239	244	应付账款周转率	3.07	3.55	3.43	3.44
长期投资	10	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	21	-62	-59	-60	每股收益(最新摊薄)	0.80	0.98	1.20	1.45
筹资活动现金流	-306	-294	-321	-411	每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.13	1.47	1.78
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.51	4.03	4.72	5.51
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	240	254	0	0	P/E	13.49	16.48	13.55	11.21
资本公积增加	-240	-254	0	0	P/B	3.08	4.02	3.44	2.94
其他	-306	-294	-321	-411	EV/EBITDA	14	11	9	7
现金净增加额	192	250	502	644					

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn