

九阳股份 (002242.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

主业良性增长+收购下，短中长期增长均无忧

事件

11 月以来我们一直认为公司股价在 16 元（对应 18.5X10PE/14.5X11PE）已经估值优势明显；但近 7 个交易日又下跌 11%，在家电板块中调整幅度居前；我们认为公司基本面还在积极向好，调整令上涨空间更大。

评论

岁末年初是小家电旺季，公司现有业务都处在相当良性的增长通道中：①我们在前期跟踪报告中已述，公司今年除了 1Q 对豆浆机市场旺盛的需求增长预计不足以及配件供应没跟上、造成短期缺货导致业绩同比下降以外，2Q 开始随着竞争优势明显的新产品营养王系列的旺销，又进入了良性循环——豆浆机市场份额回升带来经销商积极性和渠道欢迎度更强，相应地公司其他产品的市场份额也明显上升，如榨汁机已超过飞利浦成为市场第一、电磁炉升至第二、电开水壶也与第二名苏泊尔相当接近、等等（图表 1-3）②我们对于豆浆机行业的增速维持前期的判断，即 2011、2012 年增速还能保持在 25%和 19%的水平（仅考虑了城镇市场，图表 5），公司的市场份额虽然还是会有所下降但幅度将明显减小（每年 5 个百分点以内），因此认为公司未来两年依然会在前述的良性循环趋势中增长，有充分的时间从一个“偏科”的小家电内销第二名向全能选手转型。

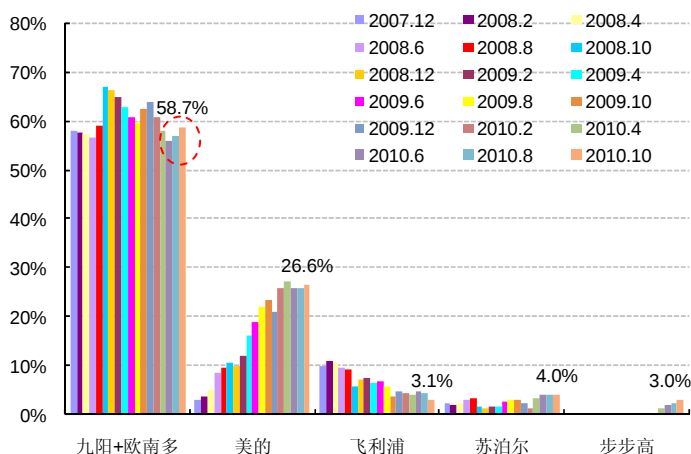
公司现金充沛，收购是转型的快捷手段，且并不局限于厨房小家电：收购合适的小家电标的是公司今年的一项重点工作，截止中期公司 ROE 高达 21%、截止 3Q 公司账上现金还有 23.5 亿，有充分的收购实力；理想的收购标的是要有技术团队、有与公司现有业务差异化且市场前景大的产品（生活小家电包括在内）、而内销渠道弱，这样正好可以嫁接到九阳两万多多个网点的强大终端网络平台上发挥 1+1>2 的效果；此前市场有担心今年 IPO 门槛降低可能令公司难以找到可收购的标的，我们认为从公司的收购要求来看，应该还是有不少有技术有产品但是没有内销渠道的公司并不具备可上市的确切性，因此依然可以期待收购开花结果。

小家电品种丰富、市场容量大，小家电企业过百亿收入并非难事：九阳目前的估值明显低于同行苏泊尔、以及厨房大家电的老板、华帝，只有大家电的估值水平；从中可以看出市场还是担心公司的中长期成长性。而我们认为目前九阳 50 多亿的收入并不是一个很大的基数，①首先公司并没有将自身限制在厨房小家电领域，可以看到公司的品牌口号已经进化为“健康、快乐、生活”的生活方式定位；②中国小家电市场目前就有 1200-1500 亿的总容量，中国家庭的小家电保有量还有一个从现在户均 5 件向西方国家户均 30 件发展的空间；③我们观察法国 SEB 和美国上市公司 Jarden（JAH:US）都是通过不断地收购发展成为收入规模 300 多亿的企业，SEB 以多品牌方式跨炊具、厨房小家电、生活小家电、个人小家电领域，Jarden 更是以多品牌方式跨小家电及婴儿用品、户外用品、绘画用品等其他消费品领域（图表 6、7）。九阳已经拥有品牌知名度、庞大的网络资源和充沛的现金，高管团队年轻且低调务实，相信成长为一个过百亿收入的企业并非难事。

投资建议

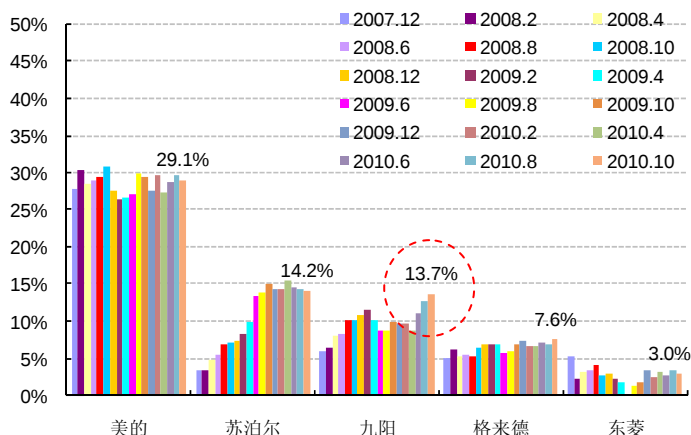
我们维持对公司的盈利预测，10-12 年 EPS 分别为 0.86、1.10、1.29 元、增速 7.5%、27%、18%，目前仅对应 13X11PE，相比于苏泊尔明年 30%增长对应 23X11PE 也显得十分便宜；而且九阳业绩逐季增速向上的趋势将保持到 1Q11，我们测算公司 1Q11 利润增长 50%以上的可能性很大；九阳只有内销且定价能力强，没有人民币升值担忧，受原材料涨价也影响小。关注收购成功或将成为股价催化剂。我们认为 3-6 个月公司合理价格为 17-20X11PE，即 18.6-21.9 元，建议买入。

图表1：近半年来九阳食品料理机（豆浆机为主）的市场份额持续回升，还保持着刚上市时的份额水平



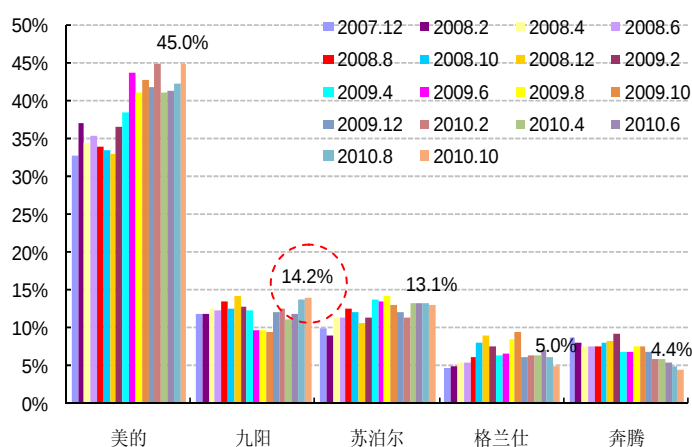
来源：中怡康，国金证券研究所

图表3：九阳电开水壶市场份额也在持续上升

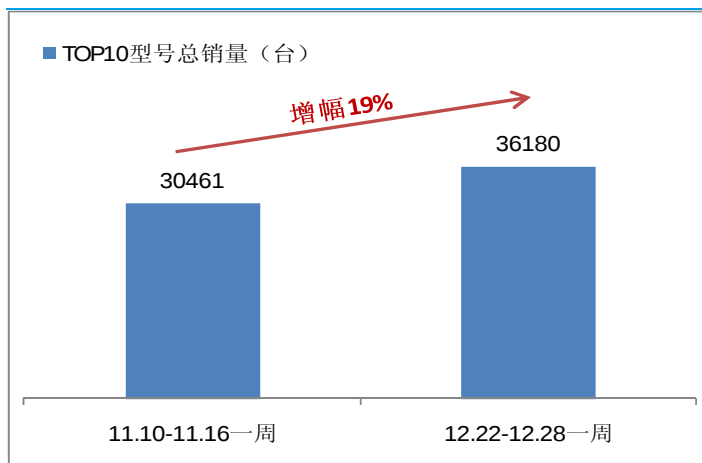


来源：中怡康，国金证券研究所

图表2：九阳电磁炉市场份额再度超过苏泊尔，上升到第二位



图表4：淘宝网九阳豆浆机TOP10型号最新一周销量环比上月同期增长19%



图表5：豆浆机行业销量预测（城镇市场）

(万台)	2005	2006	20	200	2009	2010E	2011E	201 E	2013E
行业历史销量	298	390	698	1438	2100				
销量增速 YOY		31%	79%	106%	46%				
前一年存量+当年销量					4924	7656	10371	13466	15758
-当年更新量					298 (更新以4年为周期)	1088 (更新开始以3年为周期)	1438	2100	3030
=当年存量				2824*	4627	68	932	11366	12728
/城镇家庭数 (万户)					21422	21893	22331	22733	23142
=百户拥有量 (台/百户)					22	30	40	50	55
行业销量预测:						3030	3803	4534	4391
销量增速 YOY:						44.3%	25.5%	19.2%	-3.2%

*标注说明：05年以前的销量不大，且按4年更新周期假设应该08年前都已更新，因此对08年存量的估算方法为05-08年销量之和。

来源：中国家用电器协会（历史销量数据），国金证券研究所

图表6: SEB 通过不断地收购才成为世界第一小家电企业

全球性品牌				• 1968年收购Tefal • 1988年收购Rowenta • 2001-2005年收购Moulinex和KRUPS • 2004年收购All-Clad • 2005年收购Lagostina
	销售地区	小家电品牌	炊具品牌	
区域性品牌	法国、比利时			
	北美			• 1972年收购Calor • 1997-1998收购ARNO、Volmo • 2005年收购PANEX • 2006年收购MIRRO、WearEver
	南美			• 2006-2008年初收购苏泊尔
	亚洲			

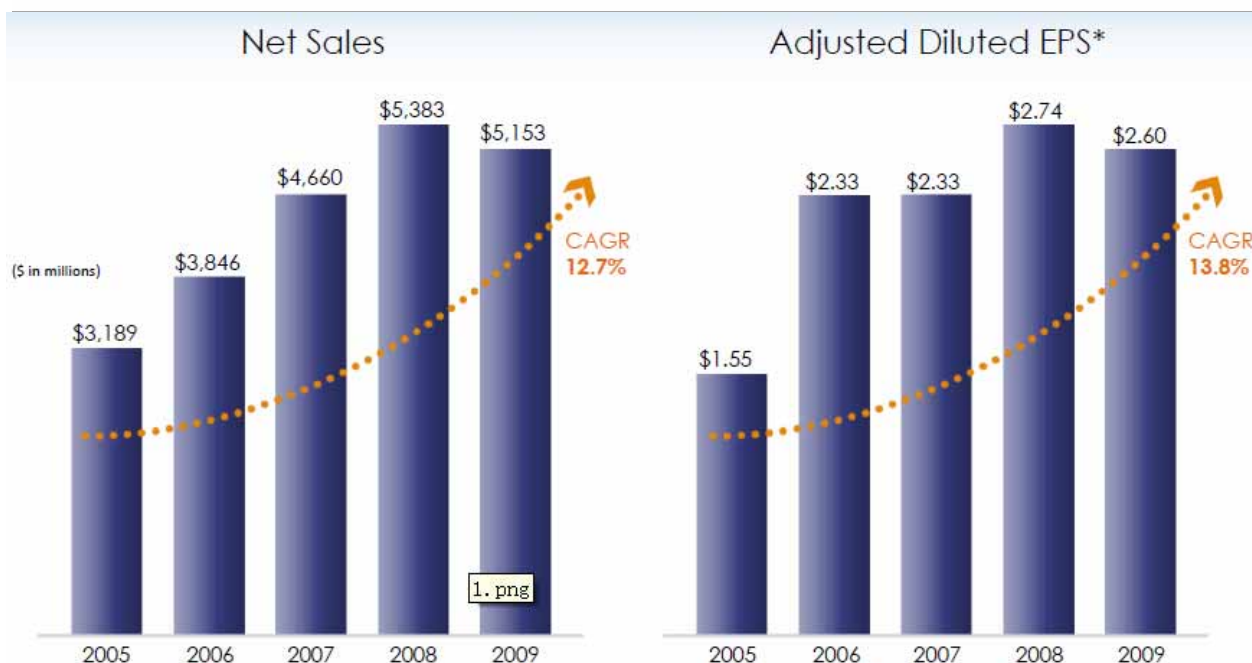
来源: SEB 官网, 国金证券研究所

图表7：美国 Jarden 公司通过不断地收购发展壮大

HISTORY OF ACCRETIVE ACQUISITIONS (\$MM)

Tilia	diamond	The Lehigh Group	The United States Playing Card Company	American Household, Inc.	Holmes	Pine Mountain	PURE FISHING	K2	MAPA Spontex
2002	2003	2003	2004	2005	2005	2006	2007	2007	2010
\$160	\$110	\$155	\$240	\$845	\$625	\$150	\$400	\$1,200	\$450

Approximate Transaction Value



WORLD CLASS CONSUMER PRODUCTS COMPANY Diverse product lines and iconic market leading brands	Branded Consumables:	生活小家电及其他日用消费品
	Outdoor Solutions:	户外运动用品
	Consumer Solutions:	厨房小家电及其他

来源：中国家用电器协会（历史销量数据），国金证券研究所

图表8：三张报表与预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,943	4,323	4,636	5,710	6,982	8,212
增长率		122.5%	7.2%	23.2%	22.3%	17.6%
主营业务成本	-1,236	-2,674	-2,845	-3,598	-4,446	-5,313
% 销售收入	63.6%	61.9%	61.4%	63.0%	63.7%	64.7%
毛利	707	1,649	1,791	2,112	2,536	2,900
% 销售收入	36.4%	38.1%	38.6%	37.0%	36.3%	35.3%
营业税金及附加	-1	-3	-5	-5	-7	-8
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-190	-696	-746	-942	-1,096	-1,248
% 销售收入	9.8%	16.1%	16.1%	16.5%	15.7%	15.2%
管理费用	-107	-241	-327	-371	-419	-452
% 销售收入	5.5%	5.6%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	409	710	713	793	1,015	1,192
% 销售收入	21.1%	16.4%	15.4%	13.9%	14.5%	14.5%
财务费用	3	24	43	60	74	91
% 销售收入	-0.1%	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-6	0	-24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	406	734	733	853	1,088	1,283
营业利润率	20.9%	17.0%	15.8%	14.9%	15.6%	15.6%
营业外收支	9	-1	53	10	10	10
税前利润	415	734	785	863	1,098	1,293
利润率	21.4%	17.0%	16.9%	15.1%	15.7%	15.7%
所得税	-52	-94	-71	-173	-220	-259
所得税率	12.6%	12.8%	9.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	363	640	714	690	879	1,034
少数股东损益	34	102	104	35	44	52
归属于母公司的净利润	329	538	610	656	835	983
净利率	16.9%	12.4%	13.2%	11.5%	12.0%	12.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	640	714	690	879	1,034
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	18	58	19	24	28
非经营收益	0	-10	-34	35	-10	-10
营运资金变动	0	306	45	56	125	131
经营活动现金净流	0	953	783	800	1,018	1,183
资本开支	-90	-264	-296	-183	-169	-150
投资	-71	-10	10	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-161	-274	-285	-184	-169	-150
股权募资	121	1,459	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-121	-211	-306	0	-99	-99
筹资活动现金净流	0	1,248	-306	0	-99	-98
现金净流量	-161	1,926	192	616	750	935

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	450	2,377	2,569	3,185	3,935	4,870
应收款项	322	495	361	462	565	665
存货	154	307	280	375	463	553
其他流动资产	33	30	61	67	82	98
流动资产	959	3,208	3,270	4,088	5,045	6,186
% 总资产	83.6%	87.3%	81.7%	82.6%	83.2%	84.3%
长期投资	0	10	0	1	0	0
固定资产	128	308	497	661	810	934
% 总资产	11.1%	8.4%	12.4%	13.4%	13.4%	12.7%
无形资产	59	138	191	199	207	215
非流动资产	188	468	735	864	1,019	1,151
% 总资产	16.4%	12.7%	18.3%	17.4%	16.8%	15.7%
资产总计	1,147	3,676	4,005	4,952	6,064	7,336
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	538	1,137	1,120	1,308	1,610	1,917
其他流动负债	147	122	60	228	258	287
流动负债	686	1,259	1,180	1,536	1,868	2,204
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	686	1,259	1,180	1,536	1,868	2,205
普通股股东权益	411	2,278	2,674	3,231	3,967	4,850
少数股东权益	50	139	151	185	229	281
负债股东权益合计	1,147	3,676	4,005	4,952	6,064	7,336

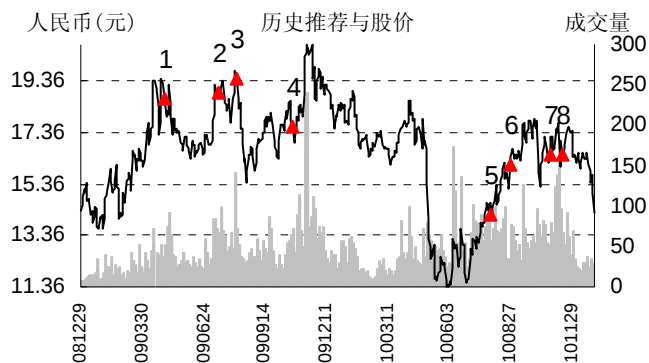
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.645	2.015	1.202	0.861	1.097	1.291
每股净资产	2.056	8.532	5.271	4.246	5.213	6.374
每股经营现金净流	2.123	3.570	1.544	1.051	1.337	1.555
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	79.98%	23.62%	22.80%	20.29%	21.04%	20.26%
总资产收益率	28.68%	14.64%	15.22%	13.24%	13.76%	13.39%
投入资本收益率	77.46%	25.63%	22.96%	18.57%	19.34%	18.58%
增长率						
主营业务收入增长率	108.05%	122.54%	7.24%	23.15%	22.28%	17.62%
EBIT增长率	878.66%	73.60%	0.45%	11.16%	27.94%	17.48%
净利润增长率	658.90%	63.59%	13.32%	7.51%	27.32%	17.74%
总资产增长率	80.02%	220.50%	8.96%	23.64%	22.45%	20.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	4.6	3.2	3.5	3.5	3.5
存货周转天数	52.3	31.4	37.6	38.0	38.0	38.0
应付账款周转天数	108.1	99.0	119.0	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	21.8	18.5	39.0	40.2	39.6	39.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-97.58%	-98.34%	-90.93%	-93.23%	-93.77%	-94.89%
EBIT利息保障倍数	-155.0	-29.8	-16.6	-13.3	-13.8	-13.1
资产负债率	59.77%	34.25%	29.47%	31.01%	30.80%	30.06%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-04-28	买入	18.71	N/A
2	2009-07-14	买入	18.94	N/A
3	2009-08-06	买入	19.49	33.80 ~ 35.60
4	2009-10-28	买入	17.61	N/A
5	2010-08-03	买入	14.16	17.80 ~ 18.40
6	2010-08-29	买入	16.13	17.80 ~ 18.40
7	2010-10-29	买入	16.48	20.00 ~ 20.00
8	2010-11-16	买入	16.54	22.00 ~ 22.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室