

2011-02-26

家电行业

九阳股份 002242-SZ

平稳心态看待公司业绩低于预期

◇ 事件：公司公布 2010 年业绩快报

◆ 2010 年业绩低于预期

公司业绩快报：2010 年收入 53 亿元，同比增长 15%；归属母公司净利润 5.8 亿元，同比下滑 5%。实现每股收益 0.76 元，低于市场一致预期（0.86 元）。

对这一表现，市场不宜报过度悲观的看法。2010 年，公司营业利润同比增长 4%，如果剔除 2009 年的大额营业外收入，同比增长 11%，该表现差强人意。

公司业绩低于预期的主要原因是所得税税率的提升和第四季度原材料成本的上涨。

2007-2009 年公司实际所得税税率为 13%、13%、9%，而 2010 年预计实际所得税率上升至 20% 左右，对公司净利润有重大负面影响。

此外，第四季度公司原材料成本上升，由于面临激烈的竞争威胁，公司未上调产品售价，导致当期毛利率有所下滑，这也对公司净利润有重大负面影响。

◆ 2011 年第一季度看收入增长，第二季度看新品推出

公司当前销售还处于健康的状态，由于 2010 年一季度同比基数明显较低缘故，预计一季度将有不错的增长。第二季度，公司有望推出新产品，进行价格调整，同时提高产品竞争力。

◆ 给予“中性”评级

鉴于公司股权激励解锁条件为 2011-2013 年收入增长不低于 20%，经营性净利润增长分别不低于 5%、6%、7%。我们认为管理层已经做好适当减少垄断利润，维持销售增长的准备。

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.76/0.86/0.99 元。由于未来税率的影响已经不存在，预计公司利润能够保持增长，但增速较慢。

调降评级，给予“中性”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4,323	4,636	5,348	6,443	7,761
营业收入增长率	122.54%	7.24%	15.34%	20.48%	20.45%
净利润（百万元）	538	610	580	654	756
净利润增长率	99.94%	13.32%	-4.91%	12.87%	15.46%
EPS（元）	0.71	0.80	0.76	0.86	0.99
ROE（归属母公司） （摊薄）	23.62%	22.80%	20.00%	19.12%	19.87%
P/E	24	21	22	20	17
P/B	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	4	9	13	11	10

调降

中性

当前价格	16.86 元
目标价格	18.00 元
目标期限	12 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

联系人：何伟

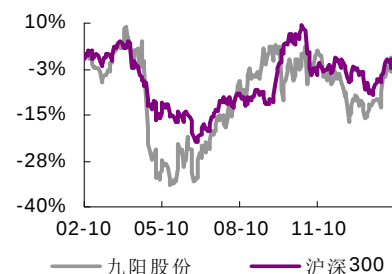
021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	761
总市值(百万元)	12,830
流通比例(%)	25.09%
12 个月最高/最低(元)	29.30/10.92
近 3 月日均成交量(百万股)	2.69
主要股东	上海力鸿新 技术投资有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.64	-5.02	-0.45
绝对收益	11.88	-4.37	-1.90

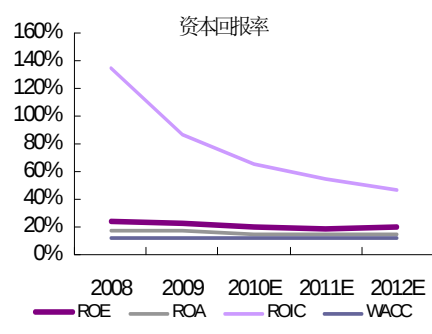
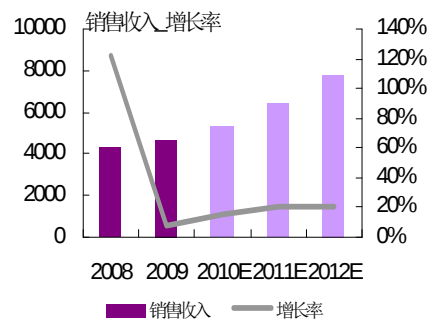
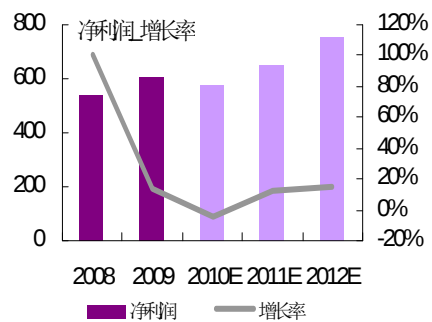
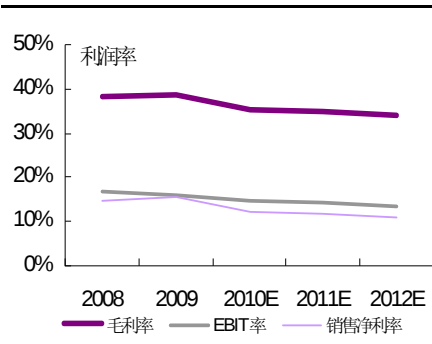
相关报告：

直面竞争，调整与防御之年	2010-04-02
竞争力经受检验，业绩恢复增长	2010-10-29
全面股权激励，备战升级	2011-02-15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,323	4,636	5,348	6,443	7,761
营业成本	2,674	2,845	3,455	4,196	5,127
折旧和摊销	18	34	41	53	65
营业税费	3	5	9	10	8
销售费用	696	746	754	909	1,094
管理费用	241	327	342	412	481
财务费用	-24	-43	-29	-25	-27
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	734	733	816	941	1,077
利润总额	734	785	816	941	1,077
少数股东损益	102	104	73	98	106
归属母公司净利润	538.05	609.75	579.84	654.47	755.63

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	3,676	4,005	4,465	5,164	5,695
流动资产	3,208	3,270	3,618	4,170	4,565
货币资金	2,377	2,569	2,686	3,039	3,190
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	47	33	49	59	71
应收票据	443	320	458	552	665
其他应收款	5	8	8	9	11
存货	307	280	361	443	546
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	10	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	219	495	664	821	965
无形资产	138	191	182	173	164
总负债	1,259	1,180	1,342	1,420	1,465
无息负债	1,259	1,180	1,342	1,420	1,465
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	2,417	2,825	3,123	3,745	4,230
股本	267	507	761	761	761
公积金	1,476	1,314	1,125	1,201	1,287
未分配利润	535	853	1,013	1,461	1,754
少数股东权益	139	151	224	322	428

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	953	783	644	659	700
净利润	538	610	580	654	756
折旧摊销	18	34	41	53	65
净营运资金增加	-13	-20	139	231	331
其他	410	159	-116	-280	-451
投资活动产生现金流	-274	-285	-200	-200	-200
净资本支出	264	296	200	200	200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-539	-581	-400	-400	-400
融资活动现金流	1,248	-306	-327	-105	-350
股本变化	67	240	254	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	574	-79	162	77	45
净现金流	1,927	192	117	353	150

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	122.54%	7.24%	15.34%	20.48%	20.45%
净利润增长率	99.94%	13.32%	-4.91%	12.87%	15.46%
EBITDA 增长率	80.47%	1.89%	14.46%	16.89%	15.08%
EBIT 增长率	81.02%	-0.23%	14.16%	16.31%	14.69%
估值指标					
PE	24	21	22	20	17
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	4	9	13	11	10
EV/EBIT	4	10	14	12	11
EV/NOPLAT	5	11	18	15	13
EV/Sales	1	1	2	2	1
EV/IC	6	9	11	8	6
盈利能力 (%)					
毛利率	38.15%	38.64%	35.39%	34.88%	33.94%
EBITDA 率	17.41%	16.54%	15.50%	15.03%	14.36%
EBIT 率	16.98%	15.80%	14.72%	14.21%	13.53%
税前净利润率	16.97%	16.94%	15.25%	14.60%	13.87%
税后净利润率 (归属母公司)	12.44%	13.15%	10.84%	10.16%	9.74%
ROA	17.40%	17.83%	14.62%	14.57%	15.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.62%	22.80%	20.00%	19.12%	19.87%
经营性 ROIC	134.02%	87.09%	64.84%	54.27%	46.26%
偿债能力					
流动比率	2.55	2.77	2.70	2.94	3.12
速动比率	230.45%	253.38%	242.62%	262.56%	274.36%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.71	0.80	0.76	0.86	0.99
每股红利	0.28	0.47	0.17	0.49	0.57
每股经营现金流	1.25	1.03	0.85	0.87	0.92
每股自由现金流(FCFF)	0.51	0.54	0.44	0.47	0.49
每股净资产	2.99	3.51	3.81	4.50	5.00
每股销售收入	5.68	6.09	7.03	8.47	10.20

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

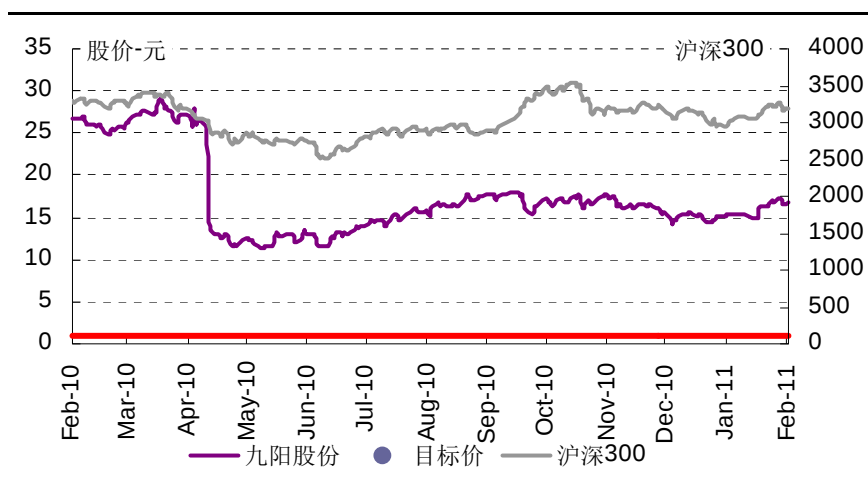
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

九阳股份（002242）

分析师：赵磊



日期	股价	目标	评级
2010-08-02	14.55	15.48	增持
2010-10-29	16.23	18.00	增持
2011-02-14	16.39	18.00	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。