

增持 调低

九阳股份 (002242)

2011 年 2 月 28 日

4 季度再陷负增长，全年业绩低于预期

2011 年 2 月 25 日收盘价：16.86 元

家电行业分析师：陈子仪
SAC 执业证书编号：S0850210050002
chenzy@htsec.com
021-232199244
联系人：孔维娜
kongwn@htsec.com
021-23219223

事件：公司今日发布 2010 年业绩快报。公司全年共实现销售收入 53.48 亿元，同比增长 15.34%，低于我们预期 6.22%；实现营业利润 8.11 亿元，同比增长 10.72%，低于我们预期 16.21%；实现利润总额 8.16 亿元，同比增加 3.87%，低于我们预期 15.60%；实现归属于母公司净利润 5.80 亿元，同比下降 4.91%，低于我们预期 14.86%。

盈利预测及投资建议。据中怡康监测数据，公司 4 季度零售情况很好，销量及零售额市占率自 2 季度以来逐季走高，4 季度达到年内高峰。但公司业绩快报数据显示 4 季度收入规模远不及 2、3 季度，在去年基数很低的情况下同比略有增长。我们认为其中的差异可能与公司前期公告的限制性股票激励计划有关。收入规模大幅低于预期，原材料成本上涨导致毛利率下滑超过 2 个百分点，营业外收支较去年同期大幅减少 77%，以及母公司所得税率提高至 25%，是导致公司 2010 年业绩陷入负增长的 4 大原因。

中长期而言，我们仍然看好公司所在的行业以及公司自身较强的品牌、渠道及资金优势。由于业绩低于此前预期，我们调整了公司未来三年的盈利预测，我们预计公司 2011-13 年收入规模为 69 亿元、82 亿元、97 亿元，3 年收入 CAGR 接近 22%；对应的 EPS 分别为 0.90 元、1.04 元、1.20 元，3 年业绩 CAGR 超过 16%。公司目前股价 16.86 元，对应 2011 年 18.73 倍 PE，下调评级至“增持”。

点评：

4Q10 收入大幅低于预期。4 季度本是公司传统的销售旺季，但2010 年 4 季度公司共实现销售收入 13.49 亿元，还不及 2、3 季度的 15.61 和 15.91 亿元；在去年同期负增长 19.95% 的低基数情况下同比仅增长 6.06%，低于我们预期 20.81%。

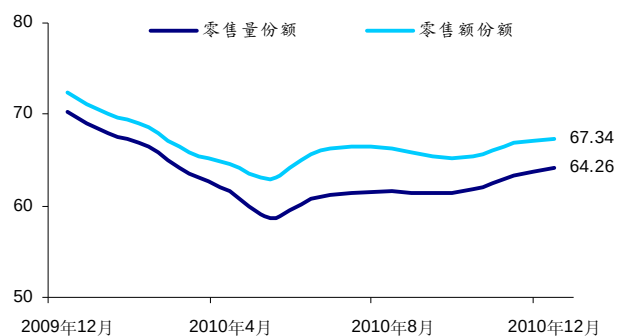
中怡康数据显示公司 4Q 销售情况非常之好。虽然 4Q 收入大幅低于我们预期，但据中怡康监测数据，公司各大产品 4 季度销售情况非常之好，市占率处于全年最高水平，尤其是小电产品市场份额自二季度以来环比持续提升，势头很好（参见图 1-4）。公司主力产品家用豆浆机市占率表现符合我们的预期（好于市场预期），全年销量、销售额市占率分别为 62.70%、66.12%；其中，4 季度销量及销售额市占率均较 2、3 季度有所提升。电压力锅全年销量、销售额市占率分别为 9.89%、8.63%，4 季度表现突出，销量、销售额市占率约在 13%、11% 的水平，远高于全年均值。电磁炉全年销量、销售额市占率分别为 12.69%、12.10%，其中 4 季度销量、零售额份额约为 14.5%、13.5%，为年内高峰。电热水壶的情况也类似，全年销量、销售额份额为 11.34%、10.37%，4 季度销量、销售额份额约为 13.5%、11.7%。

原材料成本上涨导致毛利率受损，营业利润增速低于收入增长。由于 4Q09 毛利率为年内低点且销售费用率高达 21.95%，营业利润基数较低；公司 4Q10 年实现营业利润 1.48 亿元，虽然同比增长 39.81%，营业利润率同比提升 2.66 个百分点至 11%，但仍大幅低于我们预期 51.39%。我们分析，4Q 收入规模较小、毛利率较低是营业利润大幅低于预期的主要原因。据我们测算，4Q10 毛利率同比下滑超过两个百分点，三项费用率合计下降超过 3 个点。

营业外收益同比大幅减少，所得税率明显提高，致使净利润陷入负增长。公司 4Q10 实现利润总额 1.55 亿元，同比增加 16.43%，低于我们预期 49.37%；营业外收支同比大幅减少 76.83% 致使利润总额增速低于营业利润增长。另外，受母公司所得税率提高至 25% 影响，公司 2010 年所得税费用同比有明显增长，预计全年综合所得税率接近 20%，缴纳所得税额同比翻番增长。

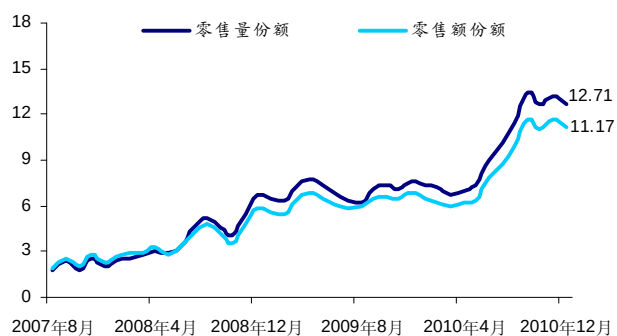
综合以上分析，公司 4 季度归属于母公司净利润 1.14 亿元，同比下降 17.17%，低于我们预期 47.05%；致使全年仅实现净利润 5.80 亿元，同比下降 4.91%，自公司披露财务数据以来首次出现年度负增长。

图 1 九阳豆浆机零售量和零售额份额（%）



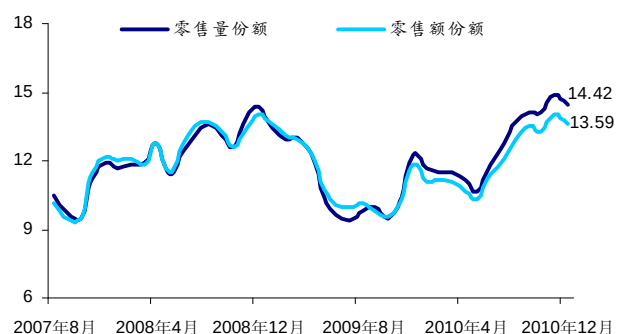
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 2 九阳电压力锅零售量和零售额份额（%）



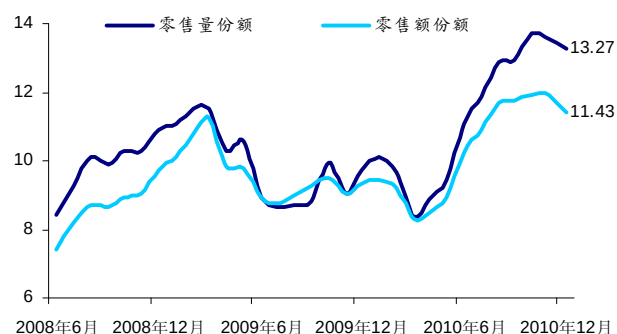
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 3 九阳电磁炉零售量和零售额份额（%）



资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 4 九阳电热水壶零售量和零售额份额（%）



资料来源：中怡康，海通证券研究所

盈利预测及投资建议。据中怡康监测数据，公司 4 季度零售情况很好，销量及零售额市占率自 2 季度以来逐季走高，4 季度达到年内高峰。但公司业绩快报数据显示 4 季度收入规模远不及 2、3 季度，在去年基数很低的情况下同比略有增长。我们认为其中的差异可能与公司前期公告的限制性股票激励计划有关。收入规模大幅低于预期，原材料成本上涨导致毛利率下滑超过 2 个百分点，营业外收支较去年同期大幅减少 77%，以及母公司所得税率提高至 25%，是导致公司 2010 年业绩陷入负增长的 4 大原因。

中长期而言，我们仍然看好公司所在的行业以及公司自身较强的品牌、渠道及资金优势。由于业绩低于此前预期，我们调整了公司未来三年的盈利预测，我们预计公司 2011-13 年收入规模为 69 亿元、82 亿元、97 亿元，3 年收入 CAGR 接近 22%；对应的 EPS 分别为 0.90 元、1.04 元、1.20 元，3 年业绩 CAGR 超过 16%。公司目前股价 16.86 元，对应 2011 年 19 倍 PE，下调评级至“增持”。

风险提示。市占率下滑；竞争加剧及原材料成本上升导致利润率下滑。

表 1 利润表预测（单位：万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	432344.48	463642.48	534784.09	687282.30	824890.36	966800.98
营业成本	267422.73	284498.28	340876.53	447585.95	543081.75	640300.90
营业税金及附加	103.39	262.79	529.40	641.74	824.74	907.38
销售费用	69584.71	74600.72	81287.18	103092.34	122908.66	143086.55
管理费用	24052.05	32675.15	35295.75	43298.78	50318.31	58008.06
财务费用	-2380.82	-4285.41	-4278.27	-4467.33	-4536.90	-5317.41
资产减值损失	-18.09	2375.32	-167.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.86	22.95	3.84	0.00	0.00	0.00
营业利润	73446.98	73271.97	81132.90	96947.81	112211.15	129659.40
营业外收入	736.33	5924.40	2924.40	0.00	0.00	0.00
营业外支出	825.33	654.45	2477.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	73357.99	78541.92	81579.96	96947.81	112211.15	129659.40
所得税	9375.99	7132.31	15500.19	18420.08	21320.12	24635.29
净利润	63982.00	71409.61	66079.77	78527.73	90891.03	105024.12
少数股东损益	10176.82	10434.94	8094.77	10208.60	11815.83	13653.14
归属于母公司所有者的净利润	53805.18	60974.67	57985.00	68319.12	79075.20	91370.98
全面摊薄每股收益(元)（按发行后总股本算）	0.71	0.80	0.76	0.90	1.04	1.20

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。