



上市公司年报点评

证券研究报告
家电行业

增 持 维持

九阳股份（002242）

2011 年 03 月 16 日

四季度负增长拖累全年业绩

2011 年 3 月 16 日收盘价：16.49 元 6 个月目标价 18.00 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：九阳股份今日发布年报。报告期内，公司实现营业收入 53.74 亿元，同比增长 15.32%；利润总额 8.30 亿元，同比增长 5.63%；实现净利润 5.91 亿元，同比下滑 3.09%，对应每股收益 0.78 元；扣非后净利润 5.77 亿元，对应每股收益 0.76 元，同比增长 1.33%。报告期内公司经营活动产生的现金流量净额 5.50 亿元，对应每股 0.72 元。

盈利预测及投资建议。据中怡康监测数据，公司 4 季度以及今年 1 月零售情况很好，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 2.29 个百分点，营业外收支较去年同期大幅减少 70%，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 16.49 元，对应 2011 年 18.32 倍 PE，维持“增持”评级，6 个月目标价为 18.00 元，对应 2011 年 20 倍 PE。

表 1 九阳股份 2010 年主要经营指标及同比变化

	2009	2010	变动情况		2009	2010	变动情况
营业收入（亿元）	46.36	53.47	15.32%	综合毛利率（%）	38.64	36.35	-2.29
营业利润（亿元）	7.33	8.14	11.07%	三项费用率（%）	22.21	20.89	-1.32
归属于母公司股东的净利润（亿元）	6.10	5.91	-3.09%	销售净利率（%）	13.15	11.05	-2.10
归属于母公司所有者权益（亿元）	26.74	29.10	8.82%	全面摊薄 ROE（%）	22.80	20.31	-2.49
总资产（亿元）	40.05	43.33	8.18%	存货周转天数	37.11	34.16	-2.95
经营活动产生的现金流净额（亿元）	7.83	5.50	-29.85%	应付账款周转天数	117.42	96.41	-21.01
基本每股收益（元）	0.80	0.78	-3.09%	流动比率	2.77	2.53	-0.24
归属于母公司股东的每股净资产（元）	1.49	1.97	31.69%	速动比率	2.53	2.25	-0.28
每股经营活动现金流（元）	1.03	0.72	-29.85%	资产负债率（%）	29.47	30.08	0.62

资料来源：公司公告，海通证券研究所

点评：

4Q10 收入大幅低于预期，毛利率为历史低点。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 13.48 亿元，还不及 2、3 季度的 15.61 和 15.91 亿元，大幅低于市场预期；在去年同期负增长 19.95% 的低基数情况下同比仅增长 5.96%，低于我们预期 20.81%。同时，受原材料成本上涨影响，4 季度毛利率同比下滑 2.4 个百分点至 34.25%，为历史最低点，全年毛利同比下滑 2.29 个百分点至 36.25%。4Q 收入规模较小、毛利率降至最低是营业利润大幅低于预期的主要原因。

表2 九阳股份分产品收入、增速及毛利率情况

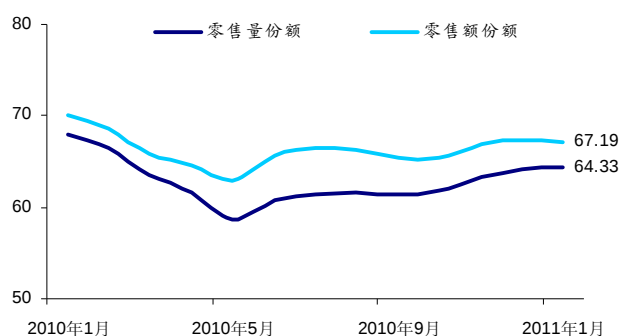
	1H2009	1H2010	同比变动	2H2009	2H2010	同比变动	2009	2010	同比变动
收入（亿元）									
食品加工机系列	17.41	18.49	6.18%	18.81	21.94	16.66%	36.22	40.43	11.62%
营养煲系列	1.90	2.55	33.86%	2.80	3.91	39.57%	4.71	6.46	37.26%
电磁炉系列	2.25	2.53	12.42%	2.69	3.31	22.78%	4.94	5.84	18.06%
豆料和其他	0.20	0.36	82.75%	-0.06	-0.22	247.22%	0.44	0.56	28.08%
主营业务收入	21.76	23.92	9.93%	24.24	28.94	19.38%	46.31	53.28	15.07%
毛利率（%）									
食品加工机系列	42.01	40.24	-1.77	42.78	40.39	-2.39	42.41	40.32	-2.09
营养煲系列	35.11	24.47	-10.64	20.70	22.74	2.03	26.53	23.42	-3.11
电磁炉系列	27.17	24.31	-2.86	17.87	20.69	2.81	22.11	22.26	0.15
豆料和其他	39.91	49.79	9.88	-0.86	0.62	1.48	59.47	30.96	-28.51
主营业务毛利率	39.85	37.02	-2.84	37.79	35.59	-2.21	38.79	36.19	-2.60
综合毛利率	39.85	37.12	-2.73	37.56	35.73	-1.84	38.64	36.35	-2.29

资料来源：公司公告，海通证券研究所

中怡康数据显示公司 4Q10 和 2011 年 1 月销售情况非常之好。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 季度和今年 1 月销售情况非常之好，尤其是小电产品市场份额自去年二季度以来环比持续提升，势头很好。

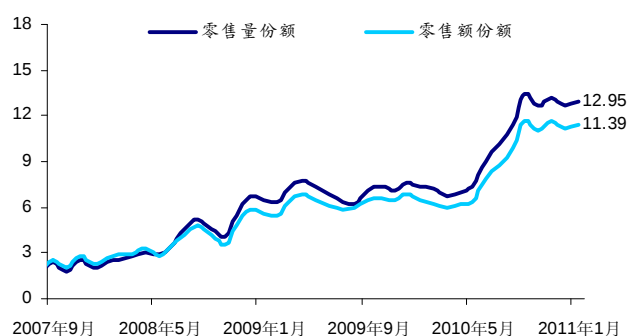
公司主力产品家用豆浆机市占率表现符合我们的预期（好于市场预期），全年销量、销售额市占率分别为 62.70%、66.12%；其中，4 季度销量及销售额市占率均较 2、3 季度有所提升；2011 年 1 月零售量及零售额份额分别为 64.33% 和 67.19%，继续保持绝对的领先地位。电压力锅全年销量、销售额市占率分别为 9.89%、8.63%，4 季度表现突出，销量、销售额市占率约在 13%、11% 的水平，远高于全年均值；2011 年 1 月零售量、零售额市占率分别为 12.95%、11.39%，环比分别上升近 0.2 个百分点；电磁炉全年销量、销售额市占率分别为 12.69%、12.10%，其中 4 季度销量、零售额份额约为 14.5%、13.5%，为年内高峰；2011 年 1 月零售量、零售额市占率分别为 14.44%、13.53%；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%；1 月零售量、零售额份额略有下滑，市占率分别为 13.04%、11.12%；公司去年下半年新推出的电饭煲系列市场反应较好，今年 1 月零售量、零售额市占率分别 1.45%、1.23%，零售量份额排名市场第七，上升速度明显。

图1 九阳豆浆机零售量和零售额份额（%）



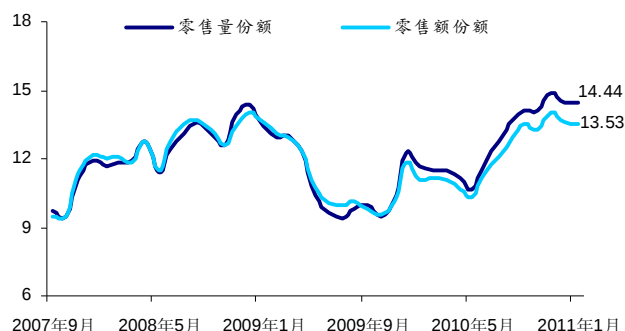
资料来源：中怡康，海通证券研究所

图2 九阳电压力锅零售量和零售额份额（%）



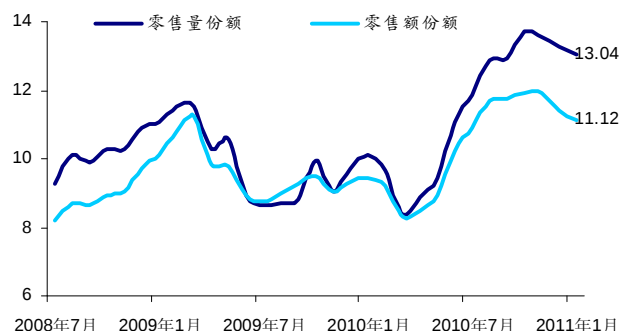
资料来源：中怡康，海通证券研究所

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

表3 九阳股份报告期数据分析（%）

% of sales	2009	2010	同比变化	利润率贡献	4Q09	4Q10	同比变化	利润率贡献
毛利	38.64	36.35	-2.29	-2.29	36.65	34.25	-2.40	-2.40
营业税金及附加	0.11	0.17	0.05	-0.05	0.12	0.25	0.14	-0.14
销售费用	16.09	14.80	-1.29	1.29	21.95	15.29	-6.65	6.65
管理费用	7.05	6.86	-0.18	0.18	5.07	8.13	3.06	-3.06
财务费用	-0.92	-0.78	0.15	-0.15	-0.89	-1.04	-0.15	0.15
资产减值损失	0.51	0.08	-0.43	0.43	2.06	0.46	-1.60	1.60
投资收益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.05	0.05	0.05
营业利润	15.80	15.22	-0.58	-0.58	8.35	11.21	2.86	2.86
营业外收入	1.28	0.54	-0.74	-0.74	2.18	1.58	-0.61	-0.61
营业外支出	0.14	0.25	0.11	-0.11	0.09	0.28	0.19	-0.19
利润总额	16.94	15.52	-1.42	-1.42	10.44	12.50	2.06	2.06
所得税	1.54	2.88	1.34	-1.34	-1.84	1.50	3.34	-3.34
税后利润	15.40	12.64	-2.76	-2.76	12.28	11.00	-1.28	-1.28
少数股东损益	2.25	1.59	-0.66	0.66	1.47	1.73	0.26	-0.26
归属于母公司所有者的净利润	13.15	11.05	-2.10	-2.10	10.81	9.27	-1.54	-1.54

资料来源：海通证券研究所

销售费用率同比下降，4季度管理费用率明显提升。公司2010年销售费用率同比下降了1.29个百分点至16.09%，其中四季度同比下降了6.65个百分点，主要系全年渠道、广告费用同比去年略有下滑。同时，全年管理费用率同比下降0.18个百分点，但4季度管理费用率同比上升3.06个百分点，高达8.13%。

表4 公司单季度数据对比（%）

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
销售收入（亿元）	9.63	12.18	11.83	12.72	8.46	15.61	15.91	13.48
收入同比增长	37.27	33.49	5.61	-19.95	-12.15	28.21	34.46	5.96
收入环比增长	-39.37	26.42	-2.83	7.49	-33.47	84.48	1.91	-15.29
毛利率	38.25	41.11	38.55	36.65	33.83	38.90	36.98	34.25
销售费用率	13.22	14.34	13.94	21.95	13.44	16.55	13.39	15.29
管理费用率	7.28	9.39	6.57	5.07	8.82	5.54	6.06	8.13
营管费用率合计	20.50	23.73	20.51	27.02	22.26	22.09	19.45	23.42
财务费用率	-0.25	-2.11	-0.29	-0.89	-0.45	-0.97	-0.53	-1.04
营业利润率	17.81	19.51	18.37	8.35	11.84	18.12	17.58	11.21
税前利润率	17.89	21.19	18.78	10.44	12.21	17.99	17.41	12.50

所得税率	15.37	14.02	14.44	-17.66	17.91	21.25	20.06	11.96
净利润率	13.28	15.54	13.10	10.81	9.79	12.18	12.12	9.27
业绩同比增速	25.51	46.15	-7.97	-0.46	-35.22	0.50	24.39	-9.12

资料来源：公司公告，海通证券研究所

经营性现金流同比略有下降。公司报告期内经营活动产生的现金流量净额为 5.50 亿元，对应每股 0.72 元，经营性现金流减少主要是由于公司与经销商结算的银行承兑汇票（3 个月账期）较多所致。

表 5 九阳股份经营活动现金流情况（万元）

	2009	2010
净利润	71409.61	67572.56
资产减值准备	2375.32	451.54
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2672.88	3840.98
无形资产摊销	766.17	770.83
长期待摊费用摊销	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	119.11	17.86
财务费用	3.26	8.72
投资损失	-22.95	-65.34
递延所得税资产减少	-3470.79	328.99
递延所得税负债增加	-3.23	0.00
存货的减少	759.75	-9056.03
经营性应收项目的减少	13179.88	-24922.63
经营性应付项目的增加	-9458.60	16004.68
经营活动产生的现金流量净额	78330.41	54952.18

资料来源：公司公告，海通证券研究所

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 1.68 亿元，同比增加 26.86%，低于我们预期 49.37%；全年营业外收支同比大幅减少 70.03%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，全年综合所得率为 18.55%，缴纳所得税额同比增长 115.81%。

综合以上分析，公司 4 季度归属于母公司净利润 1.25 亿元，同比下降 9.12%，低于我们预期 47.05%；致使全年仅实现净利润 5.91 亿元，同比下降 3.09%，自公司披露财务数据以来首次出现年度负增长。

盈利预测及投资建议。据中怡康监测数据，公司 4 季度以及今年 1 月零售情况很好，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 2.29 个百分点，营业外收支较去年同期大幅减少 70%，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 16.49 元，对应 2011 年 18.32 倍 PE，维持“增持”评级，6 个月目标价为 18.00 元，对应 2011 年 20 倍 PE。

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 6 九阳股份 2011E-2013E 盈利预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	432344.48	463642.48	534650.52	687282.30	824890.36	966800.98
营业成本	267422.73	284498.28	340294.41	447585.95	543081.75	640300.90
营业税金及附加	103.39	262.79	897.46	641.74	824.74	907.38
销售费用	69584.71	74600.72	79143.24	103092.34	122908.66	143086.55
管理费用	24052.05	32675.15	36701.58	43298.78	50318.31	58008.06
财务费用	-2380.82	-4285.41	-4157.60	-4467.33	-4536.90	-5317.41
资产减值损失	-18.09	2375.32	451.54	0.00	0.00	0.00
投资收益	25.86	22.95	65.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	73446.98	73271.97	81385.23	96947.81	112211.15	129659.40
营业外收入	736.33	5924.40	2901.65	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	825.33	654.45	1322.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	73357.99	78541.92	82964.58	96947.81	112211.15	129659.40
减：所得税	9375.99	7132.31	15392.02	18420.08	21320.12	24635.29
净利润	63982.00	71409.61	67572.56	78527.73	90891.03	105024.12
少数股东权益	10176.82	10434.94	8481.74	10208.60	11815.83	13653.14
归属于母公司所有者的净利润	53805.18	60974.67	59090.83	68319.12	79075.20	91370.98
EPS	0.71	0.80	0.78	0.90	1.04	1.20

资料来源：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

类别	评级	说明
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%。
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范围包括证券投资咨询业务。