



胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

竞争加剧, 公司维持业绩稳定

——九阳股份(002242)年报点评

研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2011年3月16日

报告关键要素:

公司在豆浆机竞争加剧的市场环境下保持了较为稳定的经营业绩, 看好公司新进入的家用净水器市场, 但短期内(2011年)净水器业务难以成为公司新利润增长点。预测公司2011年每股收益0.84元, 2012年每股收益0.93元, 对应动态市盈率分别为19.25倍和17.39倍, 给予“增持”的投资评级。

事件:

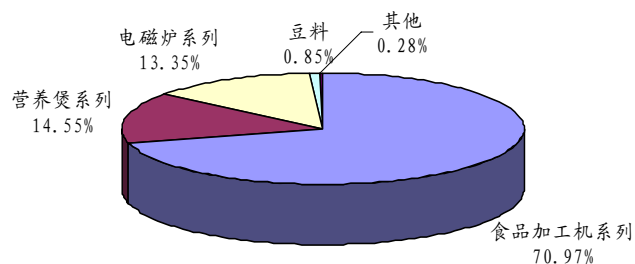
- **公司公布年报**, 公司报告期内实现营业总收入53.47亿元, 较上年同期增长15.32%; 实现利润总额82,964.58万元, 较上年同期增长5.63%; 实现归属于上市公司股东的净利润59,090.83万元, 较上年同期降低3.09%; 每股收益为0.78元。公司本年度分配方案为, 以2010年12月31日的总股本760,950,000股为基数, 拟按每10股派发现金股利人民币5元(含税), 共计380,475,000元, 本年度不送红股、也不进行资本公积金转增。

点评:

- **收入稳定增长**。报告期内实现营业总收入534,650.52万元, 较上年同期增长15.32%; 其中包括豆浆机在内的食品加工机业务实现营业收入40.43亿元, 同比增长11.62%; 营养煲业务实现营业收入6.46亿元, 同比增长37.26%; 电磁炉业务实现营业收入5.84亿元, 同比增长18.06%。占公司营业收入71%的食品加工机(豆浆机)收入增速在经历了2008年的大起和2009年大落后逐步回归稳定增长, 显示公司已逐步适应美的、苏泊尔等厨电龙头进入后竞争加剧的市场格局。
- **原材料价格上涨导致毛利率有所下降**。受大宗原材料价格上涨影响, 报告期内公司主营业务毛利率为36.35%; 较去年同期下降了2.29个百分点; 其中食品加工机业务毛利率为40.32%, 较去年同期下降2.09个百分点, 营养煲业务毛利率为23.42%, 较去年同期下降3.11个百分点, 电磁炉业务毛利率为22.26%, 同比上升了0.15个百分点。公司在豆浆机市场竞争加剧的情况下保持了整体毛利率的基本稳定, 实属难能可贵。2011年, 公司存在毛利率继续下降风险, 但降幅不会太大。
- **期间费用控制良好**。报告期内公司发生销售费用7.91亿元, 同比增长14.80%, 营业费用率较去年同期下降1.29个百分点, 其中销售人员薪酬支出为1.32亿元, 较去年同期增长58%, 显示公司加强了销售团队人员力量和激励措施以应对加剧的市场竞争; 报告期内发生管理费用3.67亿元, 同比增长6.87%, 管理费用率较去年同期下降0.18个百分点; 报告期内公司财务费用为4158万元利息净收入。
- **所得税税率调整导致净利率出现负增长**。由于母公司所得税税率有所调整, 报告期内公司所得税支出达到1.53亿元, 较去年同期大幅增长116%, 是公司净利润出现负增长的主要原因。
- **期待净水器业务**。1月20日, 公司发布公告, 拟组建全资净水器子公司和收购海狼星(北京)电器有限公司(以下简称海狼星), 此次年报披露公司将积极培养净水器业务。资料显示海狼星产品不仅包括技术门槛较低的入户过滤, 而且报告技术门槛和附加值均较高的饮用水过滤和软水系统。国内净水器业务市场潜力巨大, 盈利能力较强, 期待公司在收购获得相关技术专利后能够在该领域重铸豆浆机业务的辉煌。

- 给予公司“增持”的评级。我们预测公司2011年每股收益0.84元，2012年每股收益0.93元，对应动态市盈率分别为19.25倍和17.39倍，给予“增持”的投资评级。

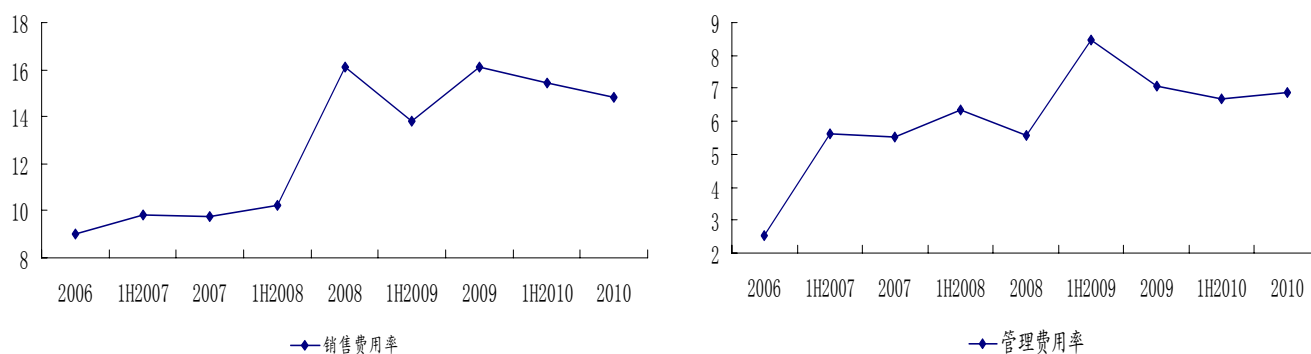
图1：公司主营业务构成



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图2：销售费用率与管理费用率波动情况

单位：%



资料来源：公司公告、中原证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	32.99	17.02	18.05	19.94	营业收入	53.47	58.18	63.90	70.64
现金	22.87	6.36	6.39	7.06	营业成本	34.03	37.78	41.39	46.19
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.09	0.10	0.11	0.12
应收票据	5.60	5.82	6.39	7.06	销售费用	7.91	7.85	8.63	9.54
应收款项	0.39	0.64	0.70	0.77	管理费用	3.67	3.78	4.15	4.59
存货	3.66	3.74	4.10	4.57	财务费用	-0.42	-0.29	-0.11	-0.09
其他	0.47	0.47	0.47	0.47	资产减值损失	0.05	0.04	0.04	0.05
非流动资产	10.34	35.45	44.95	54.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.01	0.00	0.00	0.04
固定资产	4.78	25.02	29.65	34.01	营业利润	8.14	8.92	9.69	10.29
无形资产	2.81	2.67	2.53	2.41	营业外收入	0.29	0.00	0.00	0.00
其他	2.75	7.77	12.77	17.77	营业外支出	0.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	43.33	52.47	63.00	74.13	利润总额	8.30	8.92	9.69	10.29
流动负债	13.03	14.87	17.30	19.84	所得税	1.54	1.61	1.60	1.70
短期借款	0.00	0.00	1.25	2.24	净利润	6.76	7.31	8.09	8.59
应付帐款	9.67	11.33	12.42	13.86	少数股东权益	0.85	0.92	1.02	1.08
预收帐款	1.77	1.77	1.77	1.77	归属母公司净利润	5.91	6.40	7.08	7.51
其他	1.59	1.76	1.85	1.97	EPS (元)	0.78	0.84	0.93	0.99
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2010A	2011E	2012E	2013E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	13.03	14.87	17.30	19.84	每股收益	0.78	0.84	0.93	0.99
股本	7.61	7.61	7.61	7.61	每股经营现金	-0.37	-2.17	0.00	0.09
资本公积金	9.03	9.03	9.03	9.03	每股净资产	3.82	4.66	5.59	6.58
未分配利润	9.96	16.36	23.43	30.94	增长率				
少数股东权益	1.19	2.11	3.13	4.21	营业收入增长率	15.32%	8.82%	9.83%	10.55%
母公司所有者权益	29.10	35.49	42.57	50.08	营业利润增长率	11.07%	9.58%	8.67%	6.13%
负债及权益合计	43.33	52.48	63.00	74.13	净利润增长率	-3.09%	8.22%	10.66%	6.13%
现金流量表				0	获利能力				
	2010A	2011E	2012E	2013E	毛利率	36.35%	35.06%	35.23%	34.62%
经营活动现金流	5.50	9.21	9.66	10.56	净利率	11.05%	10.99%	11.07%	10.63%
净利润	6.76	7.31	8.09	8.59	ROE	20.31%	18.02%	16.62%	15.00%
资产减值准备	0.05	0.04	0.04	0.05	ROIC	21.88%	19.73%	17.23%	15.19%
折旧摊销	0.46	0.90	1.50	1.76	偿债能力				
财务费用	-0.42	-0.29	-0.11	-0.09	资产负债率	24.84%	23.61%	23.34%	23.51%
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.04	流动比率	2.53	1.14	1.04	1.01
营运资金变动	0.00	1.25	0.14	0.29	速动比率	2.25	0.89	0.81	0.77
投资活动现金流	-3.60	-26.00	-11.00	-10.96	营运能力				
资本支出	0.00	-21.00	-6.00	-6.00	资产周转率	1.28	1.21	1.11	1.03
其他投资	-3.60	-5.00	-5.00	-4.96	存货周转率	10.54	10.16	10.46	10.55

筹资活动现金流	-4.71	0.29	1.37	1.07	应收帐款周转率	165.25	129.84	105.00	105.33
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-4.71	0.29	1.37	1.07	PE	20.73	19.24	17.39	16.38
现金净增加额	-2.82	-16.50	0.03	0.67	PB	4.23	3.47	2.89	2.46

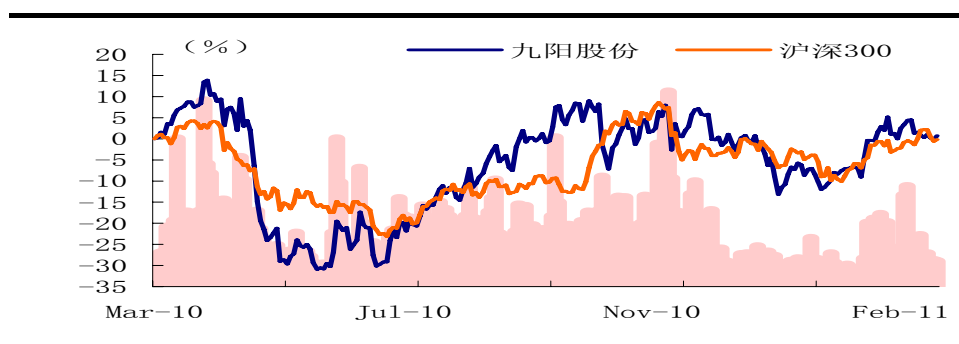
市场数据 (2011年03月15日)

收盘价 (元)	16.17
一年内最高/最低 (元)	29.30/10.92
沪深300指数	3203.96
市净率 (倍)	4.23
流通市值 (亿元)	30.88

基础数据 (2010年12月31日)

每股净资产 (元)	3.82
每股经营现金流 (元)	
毛利率 (%)	36.35
净资产收益率 (%)	20.31
资产负债率 (%)	30.08
总股本/流通股 (万股)	/
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。