

寻找新利润增长点

——九阳股份（002242）2010 业绩说明会点评——

中性

事件:

- 2011 年 3 月 25 日下午 15:00-17:00, 九阳股份（002242）以网络远程方式举行 2010 年年度报告网上说明会, 我们与公司高管就公司治理、发展战略、经营状况、融资计划、股权激励、可持续发展等情况进行交流和沟通。

点评:

- 高端竞争乏力** 九阳股份有限公司主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售。主要产品有家用豆浆机、商用豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、开水煲、紫砂煲、电压力煲等七大系列一百多个型号。小家电行业竞争趋近白热化, 市场参与者大幅增加, 国内大家电企业纷纷进军小家电领域, 国外小家电企业把中国市场作为战略市场, 国内出口型小家电企业也转战国内市场。大型家电龙头将豆浆机作为促销赠品, 进一步挤压市场。激烈竞争带来市场价格下移, 使得公司主营业务产品豆浆机收入增速和毛利率双降, 2010 年公司毛利率同比下滑 2.09%, 拖累业绩。公司豆浆机产品一直定位于中高端, 但以高端定位的欧南多产品市占率下滑不容乐观。
- 公司净利润下滑** 公司经营业绩、净利润已经连续两年停滞不前并出现下滑。10 年公司利润的下降, 主要是受所得税率政策调整的影响。原材料价格上涨导致毛利率下滑, 虽然费用率有所下降, 但营业利润率下降至 15.2% (-0.6%)。09 年杭州市为刺激消费发行的消费券 2010 年取消, 导致公司营业外收入减少约 5000 万元, 税前利润率下降 1.7%。母公司税收减半优惠取消, 上升至 25%, 全年实际所得税率上升, 销售净利率下降 2.3%至 10.8%。
- 传统旺季业绩表现欠佳** 四季度为行业传统旺季, 公司表现不符合常规。四季度收入放缓, 营收 13.5 亿元(+6%), 增速环比前两个季度(约 30%)显著下滑, 绝对额也下降, 前两个季度均约 15 亿元。公司的运作模式是由经销商实现产品的终端零售, 公司不直接进行销售; 一般情况下经销商备货 2、3 季度是高峰期, 春节前会再次达到新一波高峰期, 4 季度为时间差异期。目前公司豆料的销售渠道主要为专卖店、5S 店和授权的淘宝官方网站。商用机目前主要销售渠道为酒店、学校以及企事业单位。

分析师

李辉
执业证号: S1250511010001
电话: 010-57631229
邮箱: lihui@swsc.com.cn

市场表现



资料来源: 西南证券研发中心

基本数据

总市值(百万人民币)	12,464.36
发行股数(百万股)	761
其中: 流通股(百万股)	191
主要股东(持股比例)	上海利鸿新技术有限公司(49.71%)

- **产品拓展现在进行时** 公司积极探索在厨电类和护理类的并购机会。在竞争日益激烈的市场格局下，公司将搭建饮食电器和豆业两个事业部组织架构，致力于精益制造，锁定产品差异化的市场定位，依托新技术新产品和新服务，努力实现销售规模化，扩大市场份额，争取公司业绩的进一步增长。公司从 2010 年提出并购式的发展思路，品类拓展还是定位于小家电行业，厨电类、护理类小家电，有希望在未来 1-2 年内可以陆续呈现市场。公司目前有国际业务部专门负责公司的出口业务，在销售模式上以海外代理的形式为主，重点出口市场主要集中于海外华人聚集区，包括：港台（稳固提升）、日韩、东南亚及北美地区，其中台湾地区的销售情况较好。

表 1：家庭护理类产品分类

衣物护理	熨斗、半自动洗衣机、挂烫机
家具护理	电吹风、理发剪、卷发器、直发器、脱毛机、电子称、修甲用具、奶瓶、暖奶器、消毒器、夜灯、婴儿监测器
环境护理	吸尘器、风扇、暖气机、空调

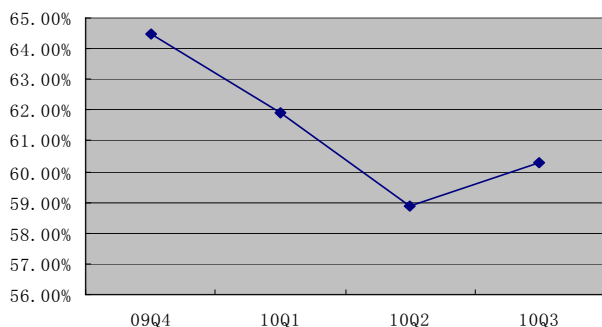
- **介入净水领域** 根据公司对净水领域的调查，该领域市场空间很大，目前虽然有很多参与者，但是规模化的公司较少。公司认为海狼星产品有其技术优势，依托于九阳的渠道优势和品牌优势，能够实现较好的经营业绩。2010 年 3 月 22 日，九阳净水与韩国 Picogram、凯珀国际共同投资设立九阳皮克布朗（北京）净水科技有限公司（合营公司）；合营公司注册资本 1500 万元，其中九阳净水和 Picogram 各出资 600 万元，各占注册资本的 40%，其中九阳净水全部以货币出资，Picogram 以技术出资 330 万元，其余以美元补足；此外，凯珀国际以美元出资 300 万元，占注册资本的 20%。合营公司的成立，有助于加速九阳股份在净水器领域的拓展进度；未来，合营公司将会以韩国 Picogram 技术为基础，进行净水器零配件的研发和生产，为九阳净水提供生产所需要的净水器配件。继续丰富产品线，寻找新的增长点。海狼星的技术优势，和九阳的渠道优势的结合，能够在这一市场领域占据一定的市场份额。从九阳的过去来看，以前上市的很多东西，公司做了大半年都基本上可以实现盈利，九阳拓展成功的项目很多。
- **风险提示** 豆浆机和电磁炉市场竞争持续恶化；原材料和劳动力成本攀升。公司前四大股东将于 5 月份解除限售。

表 2：公司前四大股东将于 5 月份解除限售

上市日期	股东名称	新增可上市股份数量(万股)	剩余限售股份数量(万股)	限售事情类型
2011-05-28	上海力鸿新技术投资有限公司	37827	0	首发
2011-05-28	Bilting Developments Limited	4559	0	追加限售
2011-05-28	Dinghui Solar Energy (Hong Kong) Limited	3909	0	首发
2011-05-28	上海鼎亦投资有限公司	2272	0	首发
	总计	48566	0	

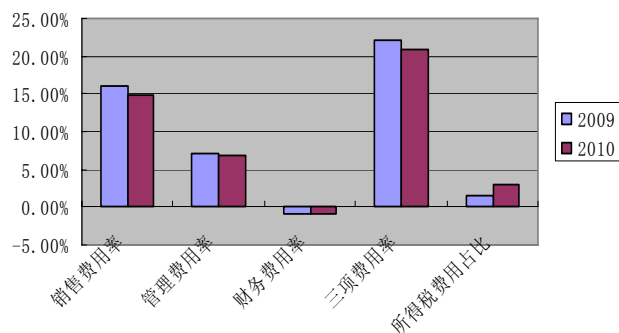
- **盈利预测** 公司主营产品豆浆机目前处于市占率下滑的趋势中，短期内难以改变，预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.89、1.12 和 1.25 元，投资评级为“中性”。

图 1: 豆浆机市占率变化



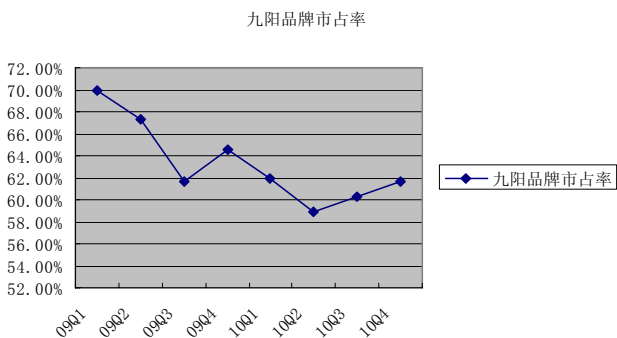
数据来源: 公司年报

图 2: 公司费用变化



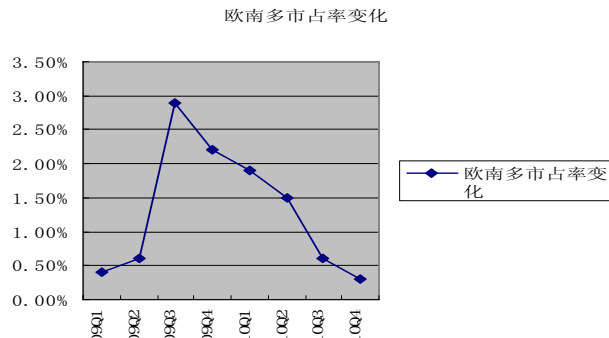
数据来源: 公司年报

图 3: 九阳牌豆浆机市占率变化



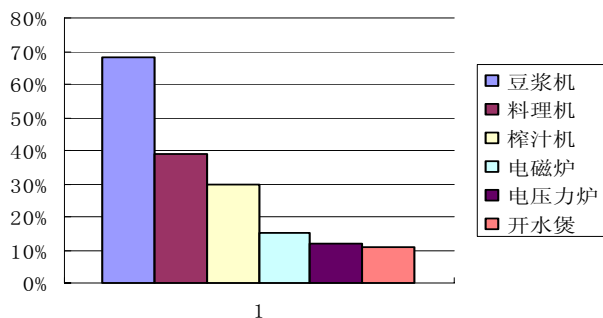
数据来源: 公司年报

图 4: 欧南多市占率变化



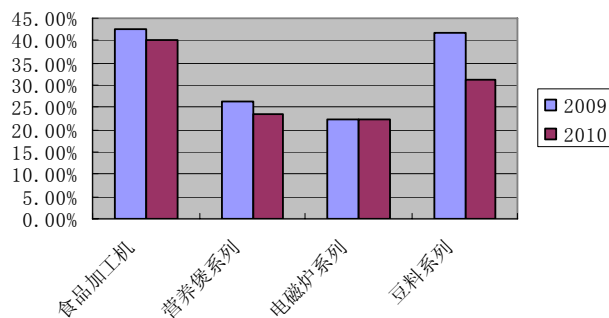
数据来源: 公司年报

图 5: 公司产品占比



数据来源: 公司年报

图 6: 公司分产品毛利率变化



数据来源: 公司年报

表 3: 利润预测表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5346.51	6354.86	7575.30	9487.81
减: 营业成本	3402.94	4159.68	4867.32	6146.12
营业税金及附加	8.97	8.98	8.99	10.56
营业费用	791.43	932.38	1186.77	1495.23
管理费用	367.02	399.75	457.12	599.87
财务费用	-41.58	-79.25	-99.18	-117.63
资产减值损失	4.52	0	0	0
加: 投资收益	0.65	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	813.85	933.32	1154.28	1353.66
加: 其他非经营损益	15.8	0	0	0
利润总额	829.65	933.32	1154.28	1353.66
减: 所得税	153.92	160.42	165.75	219.90
净利润	675.73	772.90	988.50	1133.76
减: 少数股东损益	84.82	95.66	136.18	182.51
归属母公司股东净利润	590.91	677.29	852.32	951.25

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>