



胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

主营稳健增长凸现公司估值优势

——九阳股份（002242）一季报点评

研究报告-公司点评

买入（上调）

发布日期: 2011年4月19日

报告关键要素:

公司当前估值远低于小家电行业平均水平,若考虑到公司账面拥有现金量远超过实际运营所需要的现金,公司当前估值更低。公司豆浆机业务是否存在下滑风险与5月30日近5.7亿股限售股解禁是短期内抑制公司估值修复的最主要的原因。从一季报情况看,公司豆浆机业务已在激烈的市场竞争中稳住阵脚。随着净水器业务的盈利能力逐步被市场认可,公司估值有望逐步被修复。

事件:

- **公司公布一季报**,报告期内公司实现营业收入12.24亿元,同比增长44.70%;实现归属于上市公司净利润1.22亿元,同比增长47.49%;一季度实现基本每股收益0.16元。同时,公司预计2011年上半年净利润将同比增长15%-50%。

点评:

- **营业收入实现快速增长**。报告期内公司实现营业收入12.24亿元,同比增长44.70%;营业收入的快速增长一方面显示公司豆浆机业务已适应美的、苏泊尔等小家电龙头进入后竞争加剧的市场格局,另一方面也显示电饭煲、榨汁机等其他厨房小家电继续保持了较好的增长,特别是公司一季度推出的新品市场认可度较高。
- **原材料价格上升背景下毛利率下降可控**。一季度,公司主营业务综合毛利率为34.53%,较去年同期下降0.7个百分点,较去年全年下降1.82个百分点。2010年下半年以来原材料价格大幅上涨,公司毛利率略有降幅显示公司新品提价能力与成本转嫁能力较强。
- **销售费用大幅下降**。公司一季度发生销售费用1.52亿元,同比增长34.05%,销售费用率为12.45%,较去年同期下降0.99个百分点。一季度,公司尚未开始大规模市场推介,销售费用率相对较低,随着二季度市场推广活动的展开和下半年净水器市场拓展的需要,预计公司销售费用支出将有所增加,销售费用率也将较一季度有所上升。
- **豆浆机业务已能适应加剧后的市场竞争**。前期美的、苏泊尔等小家电龙头转战豆浆机市场,市场对公司豆浆机业务能否适应加剧后的市场竞争持有怀疑态度。一季度经营情况显示公司豆浆机已完全适应加剧后的市场竞争。
 - ◆ **公司在美的、苏泊尔等小家电龙头大举进入豆浆机市场后市场占有率稳中有升**。中怡康数据显示,二月公司豆浆机市场占有率达到68%,较2010年市场占有率提升了3个百分点,显示公司在当前市场竞争环境下已稳住阵脚。
 - ◆ **步步高退出豆浆机（小家电）市场说明市场门槛已显著提高**。步步高公司推出豆浆机（小家电）市场,显示豆浆机（小家电）市场进入门槛已显著提高,豆浆机（小家电）市场格局已基本稳定。

- **净水器业务值得期待。**公司目前正在稳步推进净水器业务，1月20日公司公告拟收购北京海狼星公司，3月22日公司公告与韩国Picogram Co., Ltd组建合资公司联合生产净水器滤芯，预计公司下半年就能推出净水器产品。净水器市场集中度低，市场潜力大，毛利率水平高，公司进入后依靠合资获得的技术优势与现有渠道推广能力，有望迅速占据该行业制高点。
- **维持公司“买入”的评级。**预计公司2011年与2012年的每股收益分别为0.88元和1.05元，对应的市盈率分别为16.60倍和13.91倍，远低于小家电行业平均水平，明显处于估值洼地，上调公司评级至“买入”。
- **风险提示：**公司5月30日将有5.7亿股解禁，届时可能对公司股价造成冲击。

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	39.98	49.57	63.28	营业收入	53.47	62.54	74.56	88.74
现金	22.87	28.11	35.10	45.75	营业成本	34.03	40.54	48.30	57.50
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.09	0.09	0.11	0.13
应收票据	5.60	6.25	7.46	8.87	销售费用	7.91	8.88	10.59	12.60
应收款项	0.39	0.69	0.82	0.98	管理费用	3.67	4.30	5.13	6.11
存货	3.66	4.05	4.83	5.75	财务费用	-0.42	-0.64	-0.79	-1.01
其他	0.47	0.87	1.36	1.93	资产减值损失	0.05	0.00	0.00	0.00
非流动资产	10.34	12.85	14.73	14.71	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	7.59	9.92	10.70	营业利润	8.14	9.37	11.22	13.45
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	2.60	2.27	1.60	营业外支出	0.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	43.33	52.84	64.29	77.99	利润总额	8.30	9.37	11.22	13.45
流动负债	13.03	14.96	17.32	20.13	所得税	1.54	1.78	2.13	2.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	6.76	7.59	9.09	10.89
应付帐款	9.67	11.35	13.52	16.10	少数股东权益	0.85	0.91	1.09	1.31
预收帐款	1.77	1.77	1.77	1.77	归属母公司净利润	5.91	6.68	8.00	9.59
其他	1.59	1.83	2.03	2.26	BPS (元)	0.78	0.88	1.05	1.26
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	14.96	17.32	20.13	每股收益	0.78	0.88	1.05	1.26
股本	7.61	7.61	7.61	7.61	每股经营现金	-0.37	0.69	0.92	1.40
资本公积金	9.03	9.03	9.03	9.03	每股净资产	3.82	4.70	5.75	7.01
未分配利润	9.96	16.64	24.64	34.23	增长率				
少数股东权益	1.19	2.11	3.20	4.50	营业收入增长率	15.32%	16.98%	19.22%	19.01%
母公司所有者权益	29.10	35.78	43.78	53.36	营业利润增长率	11.07%	15.09%	19.82%	19.85%
负债及权益合计	43.33	52.84	64.30	78.00	净利润增长率	-3.09%	12.99%	19.82%	19.85%
现金流量表					获利能力				
(亿元)									

	2010A	2011E	2012E	2013E	毛利率	36.35%	35.19%	35.22%	35.20%
经营活动现金流	5.50	7.62	8.70	10.30	净利率	11.05%	10.67%	10.73%	10.80%
净利润	6.76	7.59	9.09	10.89	ROE	20.31%	18.66%	18.27%	17.97%
资产减值准备	0.05	0.00	0.00	0.00	ROIC	21.88%	47.35%	47.04%	51.90%
折旧摊销	0.46	0.50	0.63	0.71	偿债能力				
财务费用	-0.42	-0.64	-0.79	-1.01	资产负债率	24.67%	23.26%	22.21%	21.23%
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.04	流动比率	2.53	2.67	2.86	3.14
营运资金变动	0.00	0.17	-0.23	-0.26	速动比率	2.25	2.40	2.58	2.86
投资活动现金流	-3.60	-3.00	-2.50	-0.66	营运能力				
资本支出	0.00	-3.00	-2.50	-0.70	资产周转率	1.28	1.30	1.27	1.25
其他投资	-3.60	0.00	0.00	0.04	存货周转率	10.54	10.51	10.87	10.87
筹资活动现金流	-4.71	0.64	0.79	1.01	应收帐款周转率	165.25	132.85	108.77	108.68
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-4.71	0.64	0.79	1.01	PE	35.01	31.13	25.98	21.68
现金净增加额	-2.82	5.26	6.99	10.65	PB	7.14	5.81	4.75	3.89

资料来源：中原证券研究所

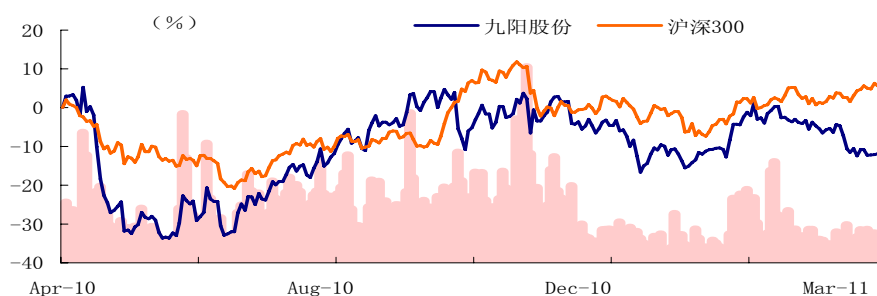
市场数据（2011年04月18日）

收盘价（元）	14.61
一年内最高/最低（元）	28.18/10.92
沪深300指数	3359.44
市净率（倍）	3.67
流通市值（亿元）	27.91

基础数据（2011年03月31日）

每股净资产（元）	3.98
每股经营现金流（元）	
毛利率（%）	34.53
净资产收益率（%）	4.03
资产负债率（%）	24.98
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

20110327 九阳股份点评报告：竞争加剧，公司维持业绩稳定…….11年3月16日

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。

免责声明

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。