

业绩低于预期 估值合理

增持 维持

投资要点:

- 积极培育豆业和净水两大新兴产业
- 期待台湾等海外市场的开拓, 由去年占比 0.6% 提到上半年的 1.2%
- PE 为 13 倍, 估值合理

报告摘要:

- 业绩低于预期。二季度业绩同比下降。**2011 年上半年九阳股份营业收入 26 亿元, 同比增长 7.8%; 归属于上市公司股东的净利润 2.75 亿元, 同增 0.8%。其中二季度营收同比下降 12%, 归母净利润同比下降 20%。公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 0%~15%。**盈利能力持续下滑:**九阳上半年毛利率为 35.78%, 同比下降 1.3 个百分点; 净利率为 11.82%, 同比下降了近 1 个百分点。**成本压力下加强了费用控制:**上半年三大费用率为 19.7%, 同比下降了 1.6 个百分点; 其中销售费用率为 14%, 同比下降 1.37 个百分点; 管理费用率为 6.34%, 同比下降 0.34 个百分点; 财务费用率为 -0.74%, 与去年同期持平。
- 小家电行业景气下行、竞争加剧。**收入增速较慢: 主要受小家电行业增速放缓的影响, 尤其是占比最大的食品加工机收入同比下降。毛利率下降原因: 原材料和劳动力成本上升, 竞争加剧, 产品结构变化。
- 维持“增持”评级。**我们预计九阳 2011-2013 年营业收入增速分别为 18%、20%、22%, 归属母公司股东净利润分别增长 4%、10%、17%, EPS 分别为 0.81、0.88、1.03。2011 年 PE 为 13 倍, 未来 3 年年复合增长率约为 10%, PEG 为 1.35, 目前公司估值处于合理区域, 但公司成长性值得担忧, 大的投资机会须等待小家电行业拐点出现, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** (1) 解禁压力: 2011 年 5 月 30 日有 5.7 亿股 (占总股本 74.91%) 解禁。 (2) 小家电竞争加剧风险。 (3) 成本 (原材料和人工) 上升风险。 (4) 小家电需求持续低迷。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4636.42	5346.51	6320.74	7603.37	9294.33
同比增长率	7.24%	15.32%	18.22%	20.29%	22.24%
归属母公司净利润(百万元)	609.75	590.91	614.51	672.91	785.09
同比增长率	13.32%	-3.09%	3.99%	9.50%	16.67%
每股收益(元)	0.801	0.777	0.808	0.884	1.032
P/E (倍)	13.49	13.92	13.39	12.22	10.48

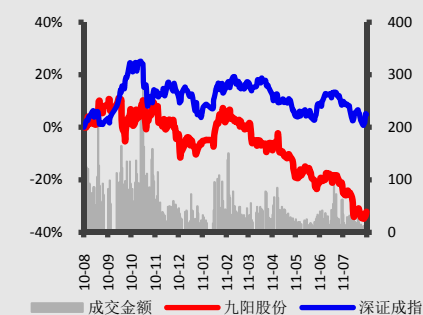
家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	7.6095
流通股本(亿)	7.6095
股价(元)	10.81
第一大股东	上海力鸿新技术投资有限公司
第一大股东持股比例	49.71%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

九阳股份 (002242): 估值最低小家电公司平稳开局(2011.04.19)

九阳股份中报点评: 恢复元气 期待新品旺销 (2010.08.30)

九阳股份 2009 年报点评: 面临竞争压力, 成长明显放慢 (2010.03.27)

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响 (2011.07.19)

空调行业 11 年 1 月报: 低估值和高成长双重驱动 (2011.01.20)

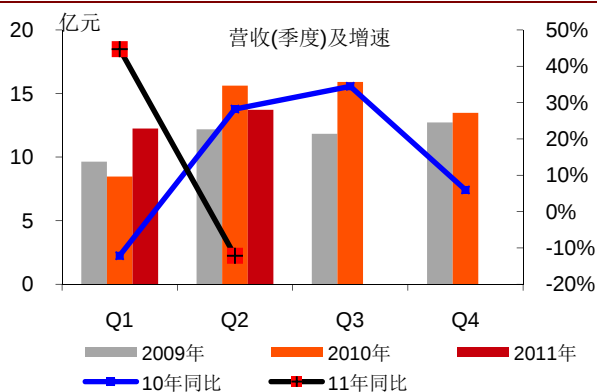
一、业绩低于预期

二季度业绩同比下降。2011 年上半年九阳股份营业收入 26 亿元，同比增长 7.8%；归属于上市公司股东的净利润 2.75 亿元，同增 0.8%，EPS 为 0.36 元。其中二季度营收同比下降 12%，归母净利润同比下降 20%。

公司在一季报中预计 2011 年上半年归属于上市公司股东的净利润同比增长 15%-50% 之间；7 月 15 日公司对业绩预告向下修正为同增 0%-15%；最终公布的业绩处于预告范围较悲观的结果。

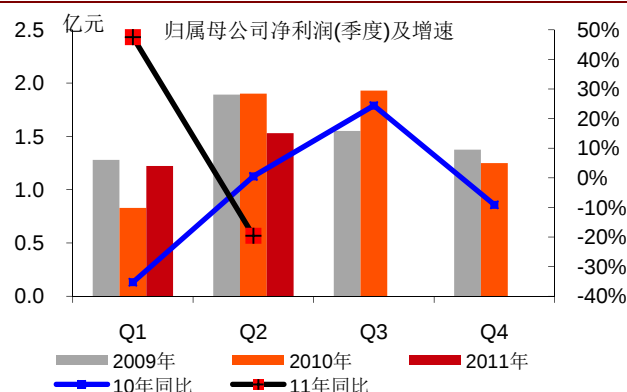
公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 0%~15%。

图 1：九阳营收增长（季度）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：九阳归属母公司净利润增长（季度）



资料来源：公司公告，宏源证券

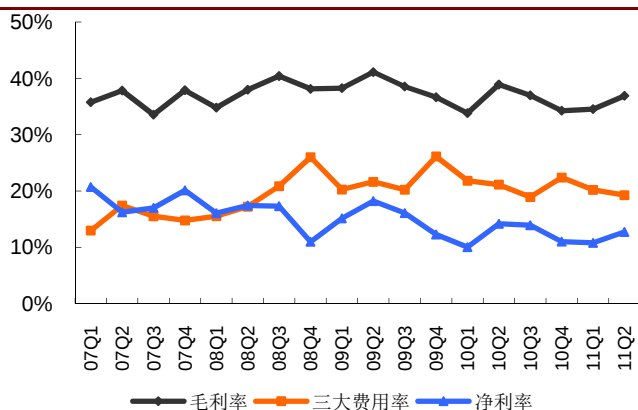
盈利能力持续下滑：九阳上半年毛利率为 35.78%，同比下降 1.3 个百分点；净利率为 11.82%，同比下降了近 1 个百分点。

表 1：九阳的毛利率（分产品）

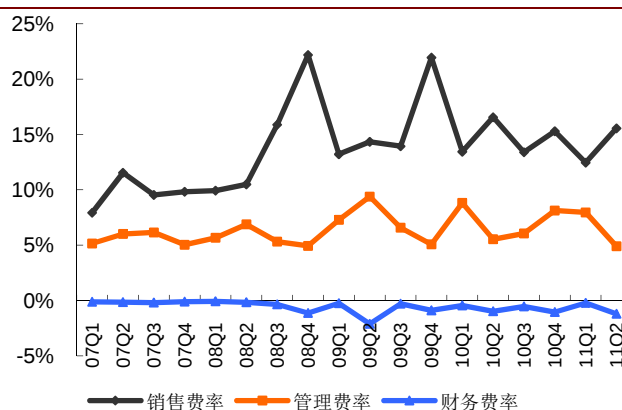
	2007	2008	2009	2010	2011H1
食品加工机	42.3%	43.7%	42.4%	40.31%	40.46%
营养煲	34.1%	28.1%	26.5%	23.4%	25.09%
电磁炉	24.5%	23.4%	22.1%	22.3%	25.14%
豆料		41.5%	38.6%	31.2%	
总计	36.4%	38.1%	38.6%	36.4%	35.78%

资料来源：公司公告，宏源证券

成本压力下加强了费用控制：上半年三大费用率为 19.7%，同比下降了 1.6 个百分点；其中销售费用率为 14%，同比下降 1.37 个百分点；管理费用率为 6.34%，同比下降 0.34 个百分点；财务费用率为 -0.74%，与去年同期持平。

图 3：九阳盈利指标趋势（季度）


资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：九阳费用率趋势（季度）


资料来源：公司公告，宏源证券

二、小家电行业景气下行、竞争加剧

收入增速较慢：

主要受小家电行业增速放缓的影响，尤其是占比最大的食品加工机收入同比下降。

表 2：九阳的产品结构（收入占比）

	2007	2008	2009	2010	2011H1
食品加工机	62.4%	70.3%	78.2%	75.6%	68.0%
营养煲	6.9%	6.6%	10.2%	12.1%	16.3%
电磁炉	29.8%	22.2%	10.7%	10.9%	13.5%
豆料				0.8%	
总计	99.2%	99.2%	99.1%	99.4%	

资料来源：公司公告，宏源证券

毛利率下降：

成本上升：原材料价格同比上涨和劳动力成本同比增加。

产品结构变化：毛利率最高（达到 40%）的豆浆机等食品加工机占比下滑明显，而毛利率较低的营养煲和电磁炉占比上升了。

行业内竞争加剧：各类企业争相进入小家电领域（毛利率高、门槛低），各小家电企业的产能不断释放。

费用率下降：

公司在行业压力下，主动控制费用。

三、风险提示

1.解禁压力。2011年5月30日有5.7亿股(占总股本74.91%)解禁,即三年前(IPO)首发原股东限售股份解禁,公司前四大股东解禁后,公司进入全流通时代。第三大股东DINGHUI SOLAR ENERGY(HONG KONG) LIMITED(持股占5.1364%)已于8月15-16日开始减持。

2.小家电行业竞争加剧风险。

3.成本(原材料和人工)上升风险。

4.小家电需求持续低迷。

四、盈利预测与估值

我们下调了今年食品加工机的增速、食品初加工的毛利率水平、营销费用率水平。

预计九阳2011-2013年营业收入增速分别为18%、20%、22%,归属母公司股东净利润分别增长4%、10%、17%,EPS分别为0.81、0.88、1.03。2011年PE为13倍,未来3年年复合增长率约为10%,PEG为1.35,目前公司估值处于合理区域,但公司成长性值得担忧,大的投资机会须等待小家电行业拐点出现,维持“增持”评级。

表 3: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4323.44	4636.42	5346.51	6320.74	7603.37	9294.33
增长率(%)	122.54%	7.24%	15.32%	18.22%	20.29%	22.24%
归属母公司股东净利润	538.05	609.75	590.91	614.51	672.91	785.09
增长率(%)	63.59%	13.32%	-3.09%	3.99%	9.50%	16.67%
每股收益(EPS)	0.707	0.801	0.777	0.808	0.884	1.032
每股股利(DPS)	0.000	0.281	0.467	0.404	0.442	0.516
每股经营现金流	1.221	0.973	0.723	1.488	0.869	1.875
销售毛利率	38.15%	38.64%	36.35%	34.62%	33.48%	32.91%
销售净利率	14.80%	15.40%	12.64%	11.12%	10.12%	9.66%
净资产收益率(ROE)	23.62%	22.80%	20.31%	19.10%	18.94%	19.89%
投入资本回报率(ROIC)	589.88%	363.54%	199.59%	79.80%	88.66%	74.70%
市盈率(P/E)	15.29	13.49	13.92	13.39	12.22	10.48
市净率(P/B)	3.61	3.08	2.83	2.56	2.31	2.08
股息率(分红/股价)	0.000	0.019	0.032	0.037	0.041	0.048

资料来源: 宏源证券

表 4: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4323.44	4636.42	5346.51	6320.74	7603.37	9294.33
减: 营业成本	2674.23	2844.98	3402.94	4132.61	5057.89	6235.82
营业税金及附加	2.63	5.29	8.97	10.61	12.76	15.60
营业费用	695.85	746.01	791.43	884.90	1079.68	1319.79
管理费用	240.52	326.75	367.02	410.85	486.62	594.84
财务费用	-23.81	-42.85	-41.58	-39.40	-43.77	-52.97
资产减值损失	-0.18	23.75	4.52	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.26	0.23	0.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	734.47	732.72	813.85	921.16	1010.20	1181.25
加: 其他非经营损益	-0.89	52.70	15.79	15.79	15.79	15.79
利润总额	733.58	785.42	829.65	936.95	1025.99	1197.04
减: 所得税	93.76	71.32	153.92	234.24	256.50	299.26
净利润	639.82	714.10	675.73	702.72	769.50	897.78
减: 少数股东损益	101.77	104.35	84.82	88.21	96.59	112.69
归属母公司股东净利润	538.05	609.75	590.91	614.51	672.91	785.09

资料来源: 宏源证券

表 5: 资产负债表和现金流量表预测

资产负债表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2266.28	2554.74	2254.25	2670.64	2801.23	3820.32
应收和预付款项	523.92	421.73	639.23	646.48	902.70	992.59
存货	306.74	279.86	366.00	412.34	540.27	634.20
其他流动资产	0.81	0.06	0.18	0.18	0.18	0.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	307.88	497.41	710.65	991.15	1075.65	985.15
无形资产和开发支出	138.15	191.28	280.70	350.26	359.81	344.37
其他非流动资产	10.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3554.04	3945.08	4251.00	5071.05	5679.84	6776.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1136.99	1119.96	1221.52	1646.11	1821.85	2413.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1136.99	1119.96	1221.52	1646.11	1821.85	2413.58
股本	267.00	507.30	760.95	760.95	760.95	760.95
资本公积	1397.41	1157.11	903.46	903.46	903.46	903.46
留存收益	613.64	1009.78	1245.58	1552.84	1889.29	2281.84
归属母公司股东权益	2278.05	2674.19	2909.99	3217.25	3553.70	3946.25
少数股东权益	139.00	150.93	119.49	207.70	304.28	416.97
股东权益合计	2417.05	2825.13	3029.48	3424.94	3857.98	4363.22
负债和股东权益合计	3554.04	3945.08	4251.00	5071.05	5679.84	6776.80
现金流量表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	929.48	740.45	550.18	1132.40	661.42	1426.82
投资性现金净流量	-274.41	-285.28	-360.08	-448.15	-238.15	-68.15
筹资性现金净流量	1247.72	-306.01	-471.37	-267.86	-292.68	-339.57
现金流量净额	1902.70	149.12	-281.36	416.39	130.59	1019.09

资料来源: 宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。