



家用电器业/可选消费品

九阳股份 (002242)

盈利能力保持高位，期待旺季景气复苏

——九阳股份 2011 年中报点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

二季度业绩下滑主要因豆浆机销售不佳，营养煲电磁炉榨汁机增长好，盈利能力未下降。期待小电旺季到来，2011-2013 年 EPS 0.86 元、0.98 元与 1.18 元，维持“增持”。

投资要点：

- 九阳股份 2011 年上半年实现营业总收入 25.96 亿元，同比增长 7.8%；净利润 3.07 亿元，归母净利润 2.75 亿元，同比分别增长 0.3%与 0.8%。每股收益 0.36 元，低于预期。利润增长低于收入增长，主要因自 2010 年 12 月开始缴纳城市维护建设税和教育费附加。
- 营养煲与电磁炉增长迅速，食品加工机下滑受二季度消费信心影响。营养煲与电磁炉收入分别为 4.22 亿元与 3.52 亿元，同比分别增长 65.9%与 38.9%，市场份额有所提升。食品加工机收入 17.65 亿元，同比下降 4.6%，主要因二季度豆浆机行业销售下降，导致二季度单季收入 13.72 亿元同比下降 12.2%。榨汁机增长迅速，出口 0.31 亿元增长 205.0%，豆料收入 0.24 亿元增长 53.5%，趋势较好但基数较小。
- 单品类毛利率同比提升，净利率下降因税金增加，盈利能力未下降。综合毛利率 35.8%同比下降 1.3 个百分点，因食品加工机比重下降，食品加工机、营养煲与电磁炉毛利率分别同比提升 0.2、0.6 与 0.8 个百分点；新品净水器毛利率达 46.1%。净利率 10.6%同比下降 0.7 个百分点，主要因营业税率上升 0.8 个点，实际盈利能力未降。
- 期间费用同比下降，费用控制较好。销售费用同比下降 640 万元，主要来自渠道售后费用下降；管理费用同比微增 367 万元，其中职工薪酬与研发费用同比略降。期间费用率同比下降 1.7 个百分点。
- 存货 2.36 亿元，同比环比基本持平。应收应付项目同比均略有减少，因二季度规模下降。经营现金流 2.56 亿元，同比下降 31.0%。
- 拟投资临安地块用于资源储备，净水批文将取得。前期鼎晖减持总股本的 0.18%。公司预计 2011 年 1-9 月归母净利润同比增长 0%-15%。
- 小电旺季将至，消费景气有望复苏。我们下调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.86 元、0.98 元与 1.18 元，维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,636	5,347	6,020	7,064	8,352
(+/-)%	7.2%	15.3%	12.6%	17.3%	18.2%
经营利润 (EBIT)	690	772	826	973	1,170
(+/-)%	-2.9%	11.9%	6.9%	17.8%	20.2%
净利润	610	591	653	752	902
(+/-)%	13.3%	-3.1%	10.5%	15.1%	20.0%
每股净收益 (元)	0.80	0.78	0.86	0.99	1.18
每股股利 (元)	0.70	0.50	0.26	0.30	0.36

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	14.9%	14.4%	13.7%	13.8%	14.0%
市盈率	13.5	13.9	12.6	10.9	9.1
股息率 (%)	6.5%	4.6%	2.4%	2.7%	3.3%

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**15.45**

上次预测：**18.00**

当前价格：**10.81**

2011.08.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.87-18.28
总市值 (百万元)	8,226
总股本/流通 A 股 (百万股)	761/761
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	26

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,805
每股净资产	3.69
市净率	2.9
资产负债率	27%

52 周内股价走势图



相关报告

《储备中长期发展资源，坚持健康电器主...》	2011.07.25
《产品线增长均衡，股权激励初见成效》	2011.04.21
《健康+创新+运营支撑持续成长》	2011.03.28
《业绩略高于预告，挖掘成长亮点》	2011.03.15
《业绩筑底，经营稳健》	2011.02.28

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		