

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

业绩止跌企稳，短期难言拐点

九阳股份(002242)点评报告

证券研究报告-点评报告

增持（维持）

发布日期: 2012-04-23

报告关键要素:

报告期内，公司业绩止跌企稳，营业收入与净利润均实现了正增长。由于豆浆机营业收入占比持续降低，综合毛利率较去年同期下降，但期间费用大幅下降，使公司营业利润维持稳定。考虑到期间费用有一定的刚性，其下降趋势是否可持续需进一步观察，短期业绩难言迎来拐点。

事件:

- **公司公布一季报**，报告期内公司实现营业收入12.56亿元，同比增长2.59%；实现归属于上市公司净利润1.26亿元，同比增长3.10%；一季度实现基本每股收益0.17元。同时，公司预计2012年上半年净利润将同比增长-15%-15%。

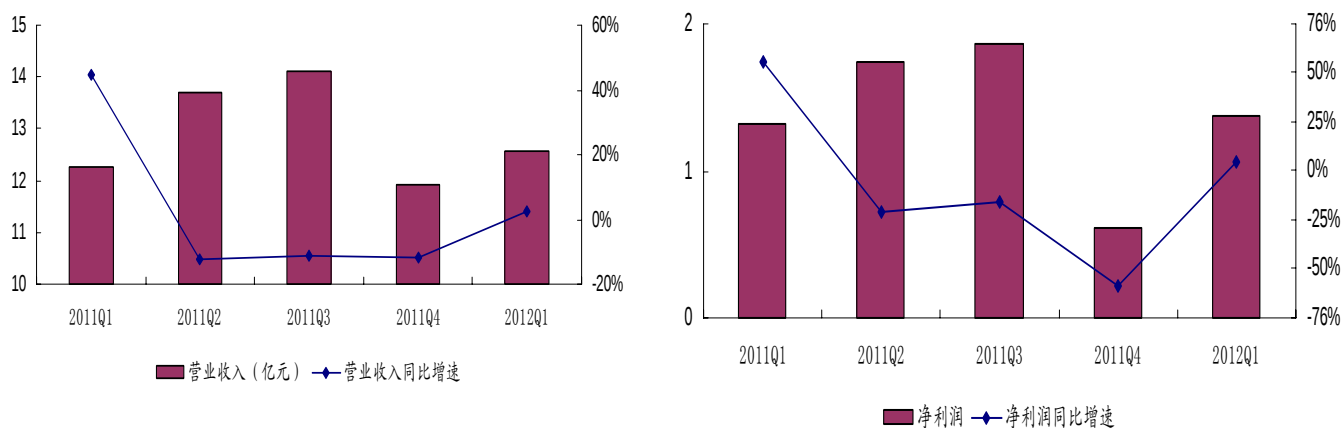
点评:

- **业绩止跌企稳**。报告期内公司实现营业收入12.56亿元，同比增长2.59%；实现净利润1.26亿元，同比增长3.10%；营业收入与净利润同比增幅自去年二季度以来首次恢复正增长。考虑到2011年一季度公司营业收入高达12.24亿元，净利润高达1.22亿元，均是历史同期的高点，且较2010年同期增幅分别高达44.70与47.49%，今年一季度整体表现尚可，基本实现止跌企稳。
- **毛利率下降**。一季度，公司主营业务综合毛利率为33.13%，较去年同期下降1.4个百分点。从公司产品结构变动趋势分析，公司综合毛利率下降可能是由于毛利率较高的食品加工机系列产品收入占比进一步下降所致。
- **期间费用下降保障营业利润率维持稳定**。报告期内公司期间费用控制良好，其中销售费用较去年同期下降124万，销售费用率较去年同期下降0.44pt至12.04%，管理费用较去年同期下降607万，管理费用率较去年同期下降0.68pt至7.28%，财务费用实现收入837万，较去年同期增长573万。良好的费用控制帮助公司在毛利率1.4pt情况下，实现13.86%的营业利润率，较去年同期改善0.08pt。考虑到期间费用具有刚性，其下降趋势是否可持续需进一步观察。
- **应收账款增幅较大**。报告期末，公司应收账款为6343万元，同比增长44.56%，增幅远大于营业收入增幅，预计公司渠道拓展与产品线延伸是导致公司应收账款增幅较大的主要原因。
- **存货周转率拖累运营效率**。报告期内，公司运营效率较去年同期有所下降，其中受益于2011年年中巨额分红，公司一季度资产周转率较去年同期上升0.04至0.33；但由于存货与应收账款增加，存货、应收账款周转天数分别较去年同期增加25.05天与1.18天至58.97天与3.84天。
- **经营性现金流同比增44.44%**。报告期内公司收到其他与经营活动相关的现金较去年同期增2983万至6572万，使经营性现金流较去年同期增长2793万至9078万。报告期内公司收到的利息收入增加（财务费用实现收入较去年同期增收573万至837万）与收到的政府补助增加（报告期内营业外收入较去年同期增加1574万至2984万）是公司收到其他与经营活动相关的现金增加的主要原因。因此推测公

司经营现金流改善难具有可持续性。

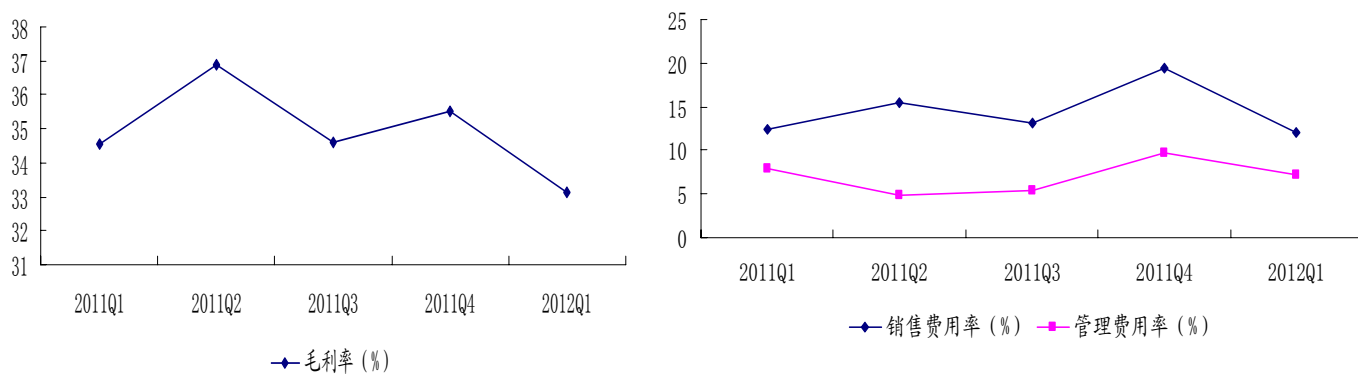
- **维持公司“增持”的评级。**预测公司2012、2013年每股收益分别为0.69元与0.79元，对应动态市盈率分别为11.77倍和10.28倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**公司豆浆机营业收入占比持续下降，或拖累综合毛利率水平。

图1：营业收入与净利润止跌企稳



资料来源：中原证券、公司公告

图2：毛利率及期间费用率波动情况



资料来源：中原证券、公司公告

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	53.47	51.99	54.78	62.74
增长比率 (%)	15.34	-2.77	5.37	14.53
净利润 (亿元)	5.91	5.01	5.26	6.01
增长比率 (%)	-3.11	-15.23	4.86	14.49
每股收益 (元)	0.777	0.659	0.69	0.79
市盈率 (倍)	10.45	12.32	11.77	10.28

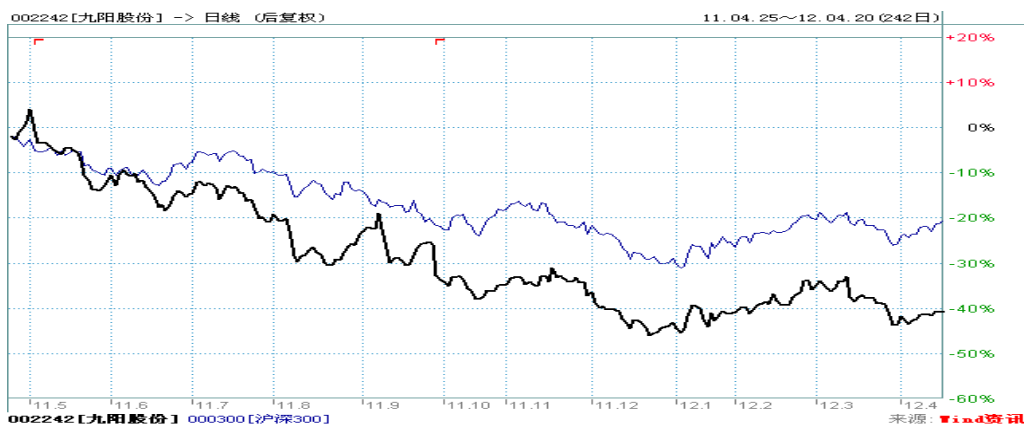
市场数据 (2012-04-20)

收盘价 (元)	8.12
一年内最高/最低 (元)	15.75/7.20
沪深300 指数	2626.84
市净率 (倍)	2.35
流通市值 (亿元)	61.79

基础数据 (2012-03-31)

每股净资产 (元)	3.45
每股经营现金流 (元)	0.12
毛利率 (%)	33.12
净资产收益率 (%)	4.80
资产负债率 (%)	27.07
总股本/流通股 (万股)	76095.00/76095.00
B股/H股 (万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数走势



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分析师资格。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。