

毕岩
86-755-82943231
biyan@cmschina.com.cn

2008年6月5日

九阳股份(002242.SZ)/47.5元

外协可缓解产能紧张，全年业绩或超市场预期

可选消费·小家电

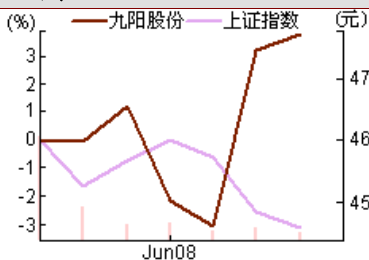
目标估值：**54.3-63.4元**

强烈推荐-A (首次)

基础数据

上证综指	3370
总股本(万股)	26700
已上市流通股(万股)	5360
总市值(亿元)	126.8
流通市值(亿元)	25.5
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	22.1
资产负债率	50%
主要股东	上海力鸿
主要股东持股比例	49.7%

股价表现



相关报告

1、《豆浆也“食尚”——从行业缔造者到文化推广商》2007/05/27

我们在之前的新股报告中详细分析了九阳获取成功的商业模式，认为公司抓住了小家电行业略带“快速消费+奢侈消费”的行业本质，通过技术差异化功能创新，品质品味提升和文化营销等方法取得了骄人的市场成绩。同时判断未来，在外资品牌所不擅长的中国人的厨房里，九阳有机会获得大跨越的发展。一季度数据显示公司保持了良好的增长态势，业绩超预期概率加大。

- **一季报数据亮眼：**一季度营业收入达7亿，同比上年同期增长了113.86%，净利润1.13亿，同比增长65.78%。收入的大幅增长源于市场需求的旺盛以及公司对经营渠道的拓宽。一季度合计销售产品385万台，比去年同期增长115.94%，其中家用豆浆机销售182万台，同比增长127.94%；料理机销售47万台，同比增长75.17%；电磁炉销售97万台，同比增长99.74%。
- **毛利率小幅下降，费用率维持稳定：**综合毛利率由07年的36.4%降低到34.8%，总体上还是维持了较高的水平，营销费用率9.9%，管理费用率5.7%，累计增加0.3%，基本维持稳定；我们对全年的费率水平判断也大致在此区间；
- **产能到09年开始释放，外协加工可保证今年的销售：**根据招股书披露的项目投资进度，考虑到产能限制，之前我们对于公司08年的增速预计过于保守，按照一季度的情况，以及从公司方面了解到的目前的生产经营情况估计，外协加工可以缓解公司的产能瓶颈，保证全年的销售增长；
- **调整每股收益至08年1.81元、09年2.39元。**同比分别增长80%和32%；
- **给予“强烈推荐A”的投资评级：**小家电不是必需品，品质，功能，生活化，个性，都是人们追求的特质，我们看好中国品牌擅长的厨房电器领域，看好九阳更为个性化的品牌属性，短期更是看得见公司确定的增长前景，我们给予公司“强烈推荐A”的投资评级，目标价调高至54.3-63.4元，对应08年30-35倍PE水平。如果公司能获得税收优惠，业绩应可提高至2元以上。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	934	1943	3592	5062	7177
同比增长	24%	108%	85%	41%	42%
营业利润(百万元)	43	406	708	935	1261
同比增长	-1%	842%	75%	32%	35%
净利润(百万元)	43	269	483	638	861
同比增长	14%	521%	80%	32%	35%
每股收益(元)	3.21	1.35	1.81	2.39	3.22
PE	14.8	35.3	26.2	19.9	14.7
PB	3.0	23.1	5.6	4.7	3.8

资料来源：招商证券

一季报亮眼，全年业绩或超预期

一季度实现营业收入 7 亿，同比上年同期增长了 113.86%，净利润 1.13 亿，同比增长 65.78%。收入的大幅增长源于市场需求的旺盛以及公司对经营渠道的拓宽。

一季度合计销售产品 385 万台，比去年同期增长 115.94%，其中家用豆浆机销售 182 万台，同比增长 127.94%；料理机销售 47 万台，同比增长 75.17%；电磁炉销售 97 万台，同比增长 99.74%。

综合毛利率由 07 年的 36.4% 降低到 34.8%，总体上还是维持了较高的水平，营销费用率 9.9%，管理费用率 5.7%，累计增加 0.3%，基本维持稳定；我们对全年的费率水平判断也大致在此区间。

根据招股书披露的项目投资进度，09 年下半年开始达产，考虑到产能限制，之前我们对于公司 08 年的增速预计过于保守，按照一季度的情况，以及从公司方面了解到的目前的生产经营情况估计，外协加工可以缓解公司的产能瓶颈，可保证全年的销售增长，业绩超预期概率加大。

调整盈利预测，08 年每股业绩 1.81 元

我们调整了公司的盈利预测模型，新的盈利预测见表 1 和表 2

表 1：收入与毛利率预测模型

销售收入（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
豆浆机	969	1910	2266	2813
商用豆浆机	18	34	392	1020
料理机	189	399	640	853
电磁炉	578	878	1116	1540
紫砂煲	43	70	102	148
电压力煲	43	208	432	645
开水煲	52	68	78	108
毛利率	2007	2008E	2009E	2010E
豆浆机	45.7%	42.4%	38.3%	34.0%
商用豆浆机	79.8%	73.5%	68.4%	64.7%
料理机	23.5%	21.9%	20.8%	19.4%
电磁炉	24.3%	23.1%	20.6%	21.1%
紫砂煲	30.0%	28.4%	27.1%	24.4%
电压力煲	39.9%	38.5%	33.3%	27.9%
开水煲	36.5%	36.8%	32.5%	26.9%

资料来源：招商证券研发中心

表 2: 盈利预测调整对照表

08 年业绩数据	原预测	新预测	变动幅度
营业收入 (百万元)	3118	3592	15%
营业利润 (百万元)	631	708	12.2%
归属于母公司净利润 (百万元)	429	483	12.6%
每股盈利 (元)	1.61	1.81	12.4%
营业利润率 (%)	20.2%	19.7%	-2.5%
净利润率 (%)	13.8%	13.5%	-2.2%
目标价格 (元)	40.3-45.5	54.3-63.4	35%-40%
隐含市盈率 (X)	25	30-35	20%-40%

资料来源: 招商证券研发中心

估值与投资建议

DCF 估值模型

表 3: DCF 估值

WACC			
行业平均资产 Beta	0.95	E/(D+E)	100%
无风险利率	4.5%	D/(D+E)	0%
风险溢价	7%	公司长期贷款利率(Kd)	7.6%
发行在外股数(百万)	267	所得税率(T)	25%
股票市值(E)	12683	公司债务成本	5.7%
债务总额(D)	0	公司权益成本 (Ke)	11.2%
WACC	11.2%	名义长期增长率假设	2%
权益价值			% of value
显性/半显性预测价值	5635		40%
+终值价值	6979		48%
=企业核心评估价值 AEV	12614		88%
+非核心资本	1632		12%
+其他业务	0.0		0%
=企业总价值	14246		100%
-净负债	0		
-少数股东权益	98		
=权益评估价值	14148		
每股权益价值	53.0		
隐含市盈率(动态)	29.3		

资料来源: 招商证券研发中心

表 4: 敏感性分析

		WACC				
		10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%
Growth	1.0%	56.2	53.0	50.2	47.6	45.3
	1.5%	58.0	54.6	51.5	48.8	46.3
	2.0%	60.0	56.3	53.0	50.0	47.4
	2.5%	62.3	58.2	54.6	51.5	48.6
	3.0%	64.8	60.4	56.5	53.0	50.0

资料来源: 公司公告数据, 招商证券研发中心

结论

小家电不是必需品，品质，功能，生活化，个性，都是人们追求的特质，我们看好中国品牌擅长的厨房电器领域，看好九阳更为个性化的品牌属性，短期更是看得见公司确定的增长前景。

我们已在新股报告中对九阳的业务模式和未来发展做了深入的分析，公司今年以来的经营情况增强了我们对其业绩增长的信心，考虑到公司未来三年近 50%的复合成长率，目前的 PEG 水平只有 0.54，结合 DCF 估值结果，我们将公司的目标价格调高至 54.3-63.4 元，对应 08 年动态 PE 为 30-35 倍，给予“强烈推荐 A”的投资评级。如果公司能获得税收优惠，业绩可提高至 2 元以上。

参考报告：

- 1、《豆浆也“食尚”——从行业缔造者到文化推广商》2007/05/27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	510	959	2546	3024	4403
现金	187	450	1632	1727	2556
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	49	248	460	648	919
应收款项	38	63	110	155	220
其它应收款	14	11	22	30	43
存货	200	154	283	407	584
其他	22	33	40	57	82
非流动资产	127	188	768	1218	1174
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	89	116	714	1170	1130
无形资产	19	59	53	48	43
其他	19	13	1	1	1
资产总计	637	1147	3315	4243	5577
流动负债	389	686	957	1375	2021
短期借款	0	0	0	0	50
应付账款	282	450	817	1174	1683
预收账款	78	64	140	201	288
其他	29	172	0	0	0
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	389	686	957	1375	2021
股本	14	200	267	267	267
资本公积金	46	6	1449	1449	1449
留存收益	152	206	544	991	1593
少数股东权益	37	50	98	161	246
母公司所有者权益	211	411	2260	2707	3309
负债及权益合计	637	1147	3315	4243	5577

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	32	425	458	850	1119
净利润			483	638	861
折旧摊销			57	121	146
财务费用			(10)	(17)	(18)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(139)	30	40
其它			67	77	91
投资活动现金流	(6)	(161)	(652)	(580)	(100)
资本支出			(652)	(580)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	0	1	1375	(175)	(190)
借款变动			0	0	50
普通股增加			67	0	0
资本公积增加			1443	0	0
股利分配			(145)	(192)	(258)
其他			10	17	18
现金净增加额	26	264	1182	95	829

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	934	1943	3592	5062	7177
营业成本	784	1236	2334	3354	4808
营业税金及附加	0	1	4	5	7
营业费用	84	190	352	496	711
管理费用	24	107	205	289	409
财务费用	(2)	(3)	(10)	(17)	(18)
资产减值损失	1	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	43	406	708	935	1261
营业外收入	1	12	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	43	415	708	935	1261
所得税	0	52	177	234	315
净利润	43	363	531	702	946
少数股东损益	0	34	48	63	85
母公司所有者净利润	43	269	483	638	861
EPS (元)	3.21	1.35	1.81	2.39	3.22

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	24%	108%	85%	41%	42%
营业利润	-1%	842%	75%	32%	35%
净利润	14%	521%	80%	32%	35%
获利能力					
毛利率	16.0%	36.4%	35.0%	33.8%	33.0%
净利率	4.6%	13.9%	13.5%	12.6%	12.0%
ROE	20.5%	65.4%	21.4%	23.6%	26.0%
ROIC	16.4%	76.3%	22.2%	24.0%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	59.8%	28.9%	32.4%	36.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%
流动比率	1.3	1.4	2.7	2.2	2.2
速动比率	0.8	1.2	2.4	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	1.5	1.7	1.1	1.2	1.3
存货周转率	5.0	7.0	10.7	9.7	9.7
应收账款周转率	30.7	38.5	41.6	38.2	38.3
应付账款周转率	4.2	3.4	3.7	3.4	3.4
每股资料(元)					
每股收益	3.21	1.35	1.81	2.39	3.22
每股经营现金	2.36	2.12	1.72	3.18	4.19
每股净资产	15.64	2.06	8.46	10.14	12.39
每股股利	0.18	0.14	0.54	0.72	0.97
估值比率					
PE	14.8	35.3	26.2	19.9	14.7
PB	3.0	23.1	5.6	4.7	3.8
EV/EBITDA	342.4	34.7	18.9	13.7	10.3

分析师简介

毕岩：毕业于清华大学经济管理学院金融系，具有证券投资咨询执业资格，四年证券从业经验，现任招商证券家电奢侈品行业研究员。研究特点是重视逻辑框架的搭建，擅用财务与业务相结合的分析方式透视行业本质。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。