

美菱电器 (000521)

业绩弹性较大

——美菱电器 2008 年报点评

王稹 方馨
 21-38676720 021-38676685
 wangzhen@gtjas.com fangxin@gtjas.com

本报告导读：

公司业绩正在复苏，业绩弹性大，但估值较高。

投资要点：

- 美菱电器业绩正在复苏。2008 年公司实现营业收入 43.36 亿元，营业利润 2151 万元，净利润 2568 万元，同比分别增长 7.00%、40.67%与 45.01%。基本每股收益 0.0621 元。
- 冰箱市场份额有所提升。全年冰箱销售 39.43 亿元，同比增长 10.40%，高于行业增速。根据中怡康统计，2008 年美菱冰箱零售量份额 9.51%，零售额份额 7.22%，高于 2007 年的 8.30%与 6.53%。
- 毛利率显著提升。冰箱冰柜毛利率由 14.69%提升到 23.57%，主要来源于冰箱产品提价，高端产品“雅典娜”系列和内销比重的上升。
- 市场支持费提升驱动销售费用率大幅提升。08 年市场支持费同比增长 145.41%，占销售费用的比重从 07 年的 27%增加到 40%。我们测算，如果市场支持费的比重不变，销售费用同比增长率为 34%，远低于实际发生的 87.82%。我们认为，市场支持费的主体应是促销费用，这是产品提价和高端化的配套手段，扣除销售费用增长后毛利率提升 1.48%。
- 营业外收入 1103 万元，占利润总额的 37%，其中 1003 万元为各种形式的政府补助。存货与应收账款周转率略有下降。
- 家电下乡由于范围较小，尚未对 08 年业绩产生显著影响。尤其四季度单季收入同比下降 22%，并未显示出家电下乡的备货热情，我们认为销售区域的狭窄是主要原因。随着家电下乡的全国推广以及公司的渠道建设，我们认为家电下乡在 09 年可能带来显著的收益。
- 08 年公司产业布局基本完成，总部搬迁、江西与绵阳生产基地投产，在长虹的平台上与华意压缩的一体化整合初具基础。同时，合肥旧厂区未来如果转让，或将带来较大投资收益。
- 我们认为公司业绩弹性较大，08 年营业利润率仅为 0.50%，远低于行业。未来[毛利率-销售费用率]的继续提升、家电下乡全国推广带来的增长，或将驱动公司业绩进一步复苏。不考虑土地转让，我们预测公司 09-10 年 EPS 分别为 0.09 元和 0.12 元，目前 PE 较高，给予“减持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,905	4,336	5,097	5,886	6,703
(+/-)%	41.4%	11.0%	17.5%	15.5%	13.9%
经营利润 (EBIT)	48	72	79	97	111
(+/-)%	-3.2%	49.5%	9.9%	22.6%	14.7%
净利润	18	26	37	49	60
(+/-)%	47.3%	45.6%	45.3%	32.6%	20.6%
每股净收益 (元)	0.04	0.06	0.09	0.12	0.14
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	1.2%	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%
市盈率	104.6	71.9	49.5	37.3	31.0
股息率 (%)	-	-	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

减持

上次评级：首次评级

目标价格：

¥3.84

上次预测：

当前价格：

¥4.46

2009.03.03

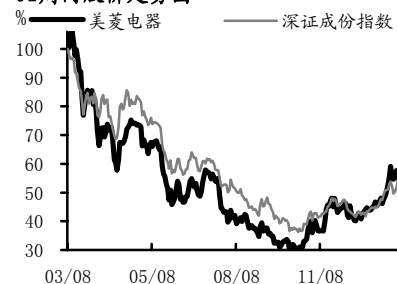
交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.25 ~ 9.31
总市值 (百万元)	1,820
总股本/流通 A 股 (百万股)	414/300
流通 B 股/H 股	113/0
流通股比例	0.72
日均成交量 (百万股)	4.1
日均成交值 (百万元)	18.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	10.6
每股净资产	2.56
市净率	1.7
资产负债率	68.23%

52 周内股价走势图



指标	08 年	07 年
综合毛利率	22.54%	14.20%
销售费用率	16.77%	10.94%
管理费用率	3.30%	2.68%
资产减值比率	0.48%	1.02%
营业利润率	0.50%	0.39%
应收票据与		
应收账款合计	459.17	465.14
预收账款	319.41	212.51

作者简介:

王稔:男,清华大学电机系电力系统自动化专业,工学博士。2005年进入国泰君安证券研究所,从事电力设备行业、家用电器行业、新能源策略的研究。

方馨:女,复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007年进入国泰君安证券研究所,从事家电行业的研究。

免责声明

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,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。

本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com