

冰箱

袁浩然 CPA

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

美菱电器

000521

推荐

购得大股东空调资产 转化为长虹白电平台

事项: 公司公告, 2009 年 12 月 9 日上午, 公司通过公开竞价以 39,356 万元成功竞买四川长虹持有的长虹空调 100% 股权。

投资要点:

6-12 个月目标价: 15.00 元

当前股价: 12.50 元

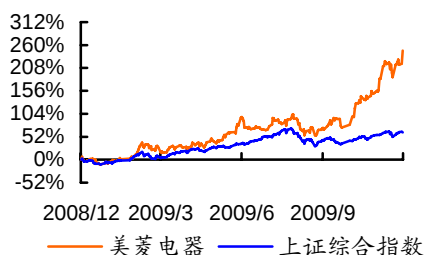
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3296.66
总股本(百万)	414
流通股本(百万)	300
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	2.60
资产负债率	68.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
美菱电器	35.57	102.2	76.30
上证综合指数	4.19	12.50	19.08



- 本次竞买结果, 无论是成交买方还是成交买价并无悬念, 完全符合市场预期。美菱所购资产主要为原长虹的空调运营资产, 实际竞买成交价基本就是评估价, 而评估价略高于净资产, 基本无溢价。由于所购资产盈利能力有限, 短期不可能为美菱贡献利润, 但是本次收购, 1. 会大大推进美菱电器的白电多元化进程, 公司从单纯的依靠冰箱、冰柜拓展到其他白电领域。2. 美菱会逐步转化为长虹白电平台, 在整个长虹集团的地位进一步提升, 长虹美菱关联度会更深。
- 事实上, 从 05 年底长虹入主美菱后, 经过几年整合, 公司在信息化建设、合作采购、内部系统管理、对外市场拓展等方面有了很大的提高, 协同效应逐步显现, 以此次竞购大股东空调资产为契机, 彼此融合会更多更深, 会有力地促进公司销售增长和盈利能力提升。
- **家电下乡业绩喜人, 长虹支持功不可没。** 去年以来公司抓住家电下乡的机遇, 加大三四级市场渠道建设, 大力拓展农村冰箱市场, 1-10 月公司销售家电下乡产品 133 万台, 金额共计 28.4 亿元, 在所有家电企业中, 仅次于海尔, 排第二, 其中尤以安徽、四川区域表现最好。未来随着家电下乡政策进一步落实, 美菱同长虹的融合更深, 美菱家电下乡尚有较大发展空间。
- 2009 年 1-9 月公司实现营业收入 41 亿元, 净利润 1.84 亿元, 每股收益 0.44 元。其中股票投资收益贡献较大, 扣除非经常性损益后的净利润 0.79 亿元, 每股收益 0.20 元。三季度单季收入 15.4 亿元, 同比增长 24.6%; 净利润 1.53 亿元, 单季 EPS 0.37 元, 其中股票出售净收益约 0.9 亿元, 扣除该影响, 当季经营性 EPS 约 0.16 元。
- **冰箱盈利能力大幅提升,** 去年以来公司在成本控制、提升产品定位、加强市场建设和产品推广方面做了大量的工作, 冰箱盈利能力大幅提升。今年以来, 1-9 月毛利率为 29.6%, 同比提高 7.7 个百分点, 其中第三季度, 公司毛利率达到了创历史的 31.9%。
- **盈利预测和投资评级。** 公司预计 2009 年净利润约 2.5 亿元对应 EPS 0.60 元, 扣除投资收益后为 0.25 元。我们预计公司 10, 11 年 EPS 分别为 0.91 元与 0.67 元, 按照 10 年经营性 EPS 0.50 元 25-30 倍 PE, 公司合理价值位在 12.5-15 元之间, 维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2007 年 A	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E
营业收入(百万元)	4,336	5,550	6,530	7,677
同比 (%)		28%	18%	18%
归属母公司净利润(百万元)	26	250	377	276
同比 (%)		864%	51%	-27%
毛利率 (%)	22.5%	29.3%	29.3%	29.6%
ROE (%)	2.1%	20.1%	30.4%	22.2%
每股收益(元)	0.06	0.60	0.91	0.67
P/E		17	11	15
P/B		3.4	2.2	1.9

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《美菱电器-业绩弹性大 上涨催化剂多》
2009-11-16

1. 家电下乡业绩喜人

去年以来公司抓住家电下乡的机遇，加大三四级市场渠道建设（本年区域经销商和销售网点都有所增加），家电下乡对公司的销售确实有较大拉动作用，下乡产品已经占到 60%以上，这主要是因为公司布局早，美菱品牌在三四级市场也有广泛的认知度，特别家电下乡较成功的四川，作为长虹旗下企业也取得了很好的收获。根据最新的家电下乡统计数据，1-10 月公司通过信息系统登记销售家电下乡产品 133 万台，金额共计 28.4 亿元，在所有家电企业中，仅次于海尔。

表 1: 家电下乡产品销售统计（2009 年 1-10 月）（分产品占比）

类别	登记销售量	登记销售金额	占比	平均单价（元）
单位	（万台）	（亿元）		
冰箱	1,367.0	279.2	55%	2,042
彩电	578.8	82.9	16%	1,433
手机	113.3	6.9	1%	609
洗衣机	341.2	37.5	7%	1,098
计算机	79.1	26.5	5%	3,346
空调	243.2	64.5	13%	2,650
热水器	53.9	10.5	2%	1,949
微波炉	4.4	0.3	0.1%	624
电磁炉	6.9	0.3	0.1%	383
合计		508.4	100%	

资料来源：家电下乡信息系统

家电下乡以来，冰箱契合当前农村的消费热点，是家电下乡产品中最受欢迎的品种，1-10 月登记销售金额已经达到 279 亿元，在所有下乡家电产品中占据了 55% 的比例。

表 2: 家电下乡产品销售统计 (2009 年 1-10 月) (分企业)

序号	企业名称	登记销售量 (万台)	登记销售金额 (亿元)
1	青岛海尔股份有限公司	402	86.1
2	合肥美菱股份有限公司	133	28.4
3	珠海格力电器股份有限公司	104	27.7
4	河南新飞电器有限公司	122	25.4
5	海信集团有限公司	146	23.4
6	海尔集团公司	144	22.5
7	广东美的制冷设备有限公司	80	21.6
8	美的集团有限公司	110	21.5
9	海信科龙电器股份有限公司	97	20.1
10	四川长虹电器股份有限公司	148	19.1
11	深圳创维-RGB 电子有限公司	106	17.0
12	青岛海尔洗衣机有限公司	142	16.5
13	康佳集团股份有限公司	91	13.8
14	TCL 集团股份有限公司	88	12.5
15	青岛澳柯玛股份有限公司	73	11.9
16	联想 (北京) 有限公司	32	10.6
17	青岛海尔电子有限公司	62	10.2
18	星星集团有限公司	49	9.1
19	青岛海尔空调器有限总公司	27	7.1
24	无锡小天鹅股份有限公司	39	5.4
28	杭州松下家用电器有限公司	22	3.5
32	宁波奥克斯空调有限公司	10	2.2
34	合肥荣事达三洋电器股份有限公司	15	2.1
所有其他企业合计		545	90.7
合计		2,243	418

资料来源: 家电下乡信息系统 中投证券研究所

2. 冰箱盈利能力大幅提升

长虹入主美菱后，在成本控制、提升产品定位、加强市场建设和产品推广方面做了大量的工作，冰箱盈利能力大幅提升。特别是今年以来，公司充分利用原材料价格下降的机遇，迅速提高毛利率，1-9月毛利率为29.6%，同比提高7.7个百分点，特别是第三季度，尽管部分原材料价格有所上升，但是由于大力推广“雅典娜”等高端品牌，提高高端产品比例，促进产品结构优化，公司毛利率达到了创历史的31.9%，与去年同期相比，提升了3.1个百分点。

3. 加大销售力度，为未来发展奠定基础

今年以来，公司为应对经济危机、布局“家电下乡”等工作，进一步细分市场，拓展、下沉渠道、网点，增强营销力度，致使市场支持费、广告费、人工费、车辆油耗和物流仓储费等费用大幅增加，另外公司实行“十年免费保修”政策后，相应增加了维修准备金。（本年增加在7000万以上）

为解决销售费用率过高的问题，公司在逐步推进渠道的扁平化，减少中间环节，当前仍在试点。

未来，随着渠道建设基本到位之后，公司的销售费用率会逐步下降。

4. 所持金融资产大幅增值，变现后提供巨额投资收益和现金流

公司年初持有中国太平洋保险（集团）股份有限公司（证券代码601601，证券简称中国太保）、安徽中科大讯飞信息科技有限公司（证券代码002230，证券简称科大讯飞）部分可供出售金融资产，其中科大讯飞原持有股份数量为660万股（占科大讯飞股份总额的6.16%），初始投资成本为1896万元，2009年5月14日，科大讯飞实施分红派息及转增股本，转增后公司的持股数量为9,582,750股（占科大讯飞股份总额的5.96%）；中国太保原持有数量为100万股（占中国太保股份总额的0.001299%），初始投资成本为58万元。本公司持有的科大讯飞股份已于2009年5月12日上市流通，中国太保股份已于2008年12月26日上市流通。

公司为尽快变现盘活公司目前持有的可供出售金融资产，集中核心资源发展公司主业，董事会授权公司经营层逐步在二级市场出售公司持有的全部科大讯飞、中国太保股份。

本年以来公司在二季度，三季度，相继减持科大讯飞和中国太保股份，截至三季度末共实现投资收益9891万元，公司尚剩余651.3万股科大讯飞股票。

5. 厂房搬迁后，土地使用权大幅升值

公司原在合肥市中心区，芜湖路有两宗国有土地使用权，其拍卖情况如下：

2006 年公司 与储备中心签署了《国有土地使用权收回协议》，储备中心有偿收回本公司拥有的位于合肥市芜湖路两宗国有土地使用权。

2009 年 6 月 11 日，合肥市国土资源局和合肥招标投标中心在合肥土地交易市场将座落于包河区、芜湖路与马鞍山路交口的 166.17 亩土地使用权进行了公开拍卖，其中原属于本公司所有的前述宗地出让计价面积约为 153 亩，根据现场宣布的拍卖成交结果，本次土地拍卖的成交价格为 615 万元/亩。

根据本公司与储备中心签署的《国有土地使用权收回协议》约定，双方同意由储备中心收回本公司所属的芜湖路 33 号和芜湖路 48 号合计 119,400 平方米土地，土地上市成交后 6 个月内由合肥市财政向本公司支付土地收回补偿费（含拆迁、搬迁、安置等），具体补偿费按照土地成交总额扣除契税和合肥市土地储备中心以该宗土地抵押贷款形成的银行利息（含评估费）后的 65% 计算。若该宗地出让后政府收益按上述比例分成后低于 198,040,000 元，则政府收益按 198,040,000 元计。协议约定该宗地出让计价面积以市规划局最终规划及实际测绘为准，本公司无偿提供代征道路、绿地及教育等市政、公益用地。另外，协议还约定储备中心对该宗土地积极进行推介，争取早日最优的盘活土地资产，若最终成交价款超过 6 亿元并成交单价超过 400 万元/亩、500 万元/亩、600 万元/亩，则储备中心分别分段提取相应超过部分的 10%、30%、50%。分段提取后，再按前述约定计算补偿费和政府收益。

据公司初步测算，公司原厂区的土地使用权及搬迁过程中报废、毁损的固定资产、在建工程等相关搬迁损失和支出、相关的异地重建和安置费用及可能涉及的相关税费等预计在 4.5 亿元左右。

而在 08 年年报中的“固定资产清理”余额为 3.58 亿元，如果按照 4.5 亿元的搬迁损失计算，则公司在土地转让事项中的收益约为 8500 万左右，EPS 贡献为 0.16 元左右（税后）。

6. 损益表分季度同比

表 3: 2008 年销售收入构成与同比

科目(单位: 百万)	2009 年 Q1	2009 年 Q2	2009 年 Q3		2009 年 1-9 月
一、营业总收入	949	1,613	1,537		4,099
收入同比增长	-9%	11%	25%		10%
二、营业总成本	942	1,602	1,464		4,008
其中: 营业成本	679	1,160	1,047		2,886
毛利率(简单测算)	28.5%	28.1%	31.9%		29.6%
营业税金及附加	7	12	8		26
销售费用	216	363	373		952
销售费用率	22.7%	22.5%	24.3%		23.2%
管理费用	31	50	38		119
管理费用率	3.3%	3.1%	2.5%		2.9%
财务费用	9	4	3		16
资产减值损失	0	14	-4		10
加: 公允价值变动收益					
投资收益及其它		10	108		118
三、营业利润	7	21	181		209
加: 营业外收入	1	4	2		7
减: 营业外支出	0	0	1		1
四、利润总额	8	25	182		215
减: 所得税费用	2	2	29		33
综合所得税率	22.6%	8.7%	15.9%		15.3%
五、净利润	6	23	153		182
净利润率	0.7%	1.4%	10.0%		4.4%
归属于母公司净利润	7	23	153		183.5
少数股东损益	-1	0	0		-1
六、总股本	414	414	414		414
七、每股收益:	0.02	0.06	0.37		0.44
八、扣除投资收益后利润总额	8	15	74		97
九、扣除后净利润(考虑所得税)	6	14	62		82
十、扣除投资收益后 EPS	0.02	0.03	0.15		0.20

资料来源: 公司 09 年定期报告 中投证券研究所

7. 产业布局初步完成，发展空间巨大

目前公司冰箱产业布局初步完成。2008 年，公司总部生产线顺利迁入合肥经济技术开发区，江西美菱、绵阳美菱两大冰箱生产基地也顺利投产，公司冰箱产能已经达到 600 万台。另外，大股东四川长虹于 07 年底入主华意压缩，借助大股东的产业整合优势，美菱电器在国内冰箱行业的产业规模和一体化优势将逐步显现。经过前几年的调整，公司步入平稳增长阶段。

另外公司根据经营需要，同意对合肥生产基地进行改造扩能，投资新建厂房、冰柜扩能生产线及相关配套设施，项目达产后将增加 60 万台冰柜产能，项目投资总额预计约 19870 万元，其中固定资产投资 14870 万元，流动资金 5000 万元，资金来源由公司自筹资金解决。

从目前公司盈利与同类公司比较 仍然有较大的提升空间，当前业绩还没有充分体现其应有的水平，后续的业绩增长还值得期待。

8. 盈利预测

表 4: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	4,336	5,550	6,530	7,677
收入同比增长			18%	18%
二、营业总成本	4,317	5,437	6,297	7,387
其中: 营业成本	3,358	3,926	4,614	5,407
毛利率(简单测算)	22.5%	29.3%	29.3%	29.6%
营业税金及附加	17	33	36	41
销售费用	727	1,287	1,411	1,658
销售费用率	16.8%	23.2%	21.6%	21.6%
管理费用	143	162	188	221
管理费用率	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%
财务费用	50	19	33	40
资产减值损失	21	10	15	20
加: 公允价值变动收益				
投资收益及其它	3	170	120	20
三、营业利润	21	284	353	310
加: 营业外收入	11	12	95	20
减: 营业外支出	3	1	2	2
四、利润总额	30	295	446	328
减: 所得税费用	4	45	67	49
综合所得税率	14.2%	15.2%	15.0%	15.0%
五、净利润	26	250	379	279
净利润率	0.6%	4.5%	5.8%	3.6%
归属于母公司净利润	26	250	377	276
少数股东损益	0	0	2	3
六、总股本	414	414	414	414
七、每股收益:	0.06	0.60	0.91	0.67
八、扣除投资收益后利润总额	28	124	326	308
九、扣除后净利润(考虑所得税)	24	105	277	262
十、扣除投资收益后 EPS	0.06	0.25	0.67	0.63

资料来源: 中投证券研究所

公司预计 2009 年全年净利润约 2.5 亿元，其中考虑了部分四季度投资收益，但并未考虑土地转让收益的确认。应该说，投资者更为关注的是公司冰箱销售的持续增长能力和经营改善的持续性。考虑到家电下乡的大好形势，四季度又是农村消费的旺季，（尽管城市市场冰箱为销售淡季）我们认为公司的业绩预计略为保守。（2009 年全年净利润约 2.5 亿元对应 EPS0.60 元，扣除投资收益后为 0.25 元）

展望明年，我们预计公司 10，11 年 EPS 分别至 0.91 元与 0.67 元，扣除股票投资收益后，EPS 为 0.67 元与 0.63 元。其中 10 年考虑了土地转让费收益，进一步扣除后，10 年经营性 EPS 为 0.50 元左右，考虑到公司的经营改善和后续成长，按照 25 - 30 倍 PE，合理价值位在 12.50 - 15.00 之间左右。对照当前价格，维持“推荐”评级。

但是我们应该注意到，公司业绩弹性较大，未来不确定性也比较强，我们将持续跟踪。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434