

□ 家电下乡贡献过半，投资收益增厚利润

美菱电器 (000521)

评级: 增持 (维持)

股价: 11.95 元

年报点评

2010 年 03 月 16 日 星期二

TMT 小组

李军政 康志毅

010-59707117

ljz@longone.com.cn

家用电器

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

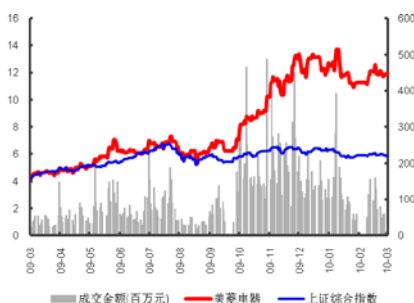
重要数据

总股本(亿股)	4.14
流通股本(亿股)	2.61
总市值(亿元)	49.43
流通市值(亿元)	31.17

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	6.13	7.49
3 个月	-10.49	-1.40
6 个月	84.13	86.00

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **收入净利大增。**公司 2009 年实现营业收入 63.24 亿元, 同比增长 31.38%; 净利润 3.01 亿元, 同比增长 1000.19%; 每股收益 0.7282 元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.1666 元, 同比增长 196.27%。2009 年第四季度实现营业收入 22.25 亿元, 净利润 1.18 亿元, 每股收益 0.28 元。
- **毛利率大幅提升, 销售费用吞噬利润。**09 年收入占比 74% 的冰箱毛利率提升了 9.14 个百分点, 致使综合毛利率提升 5.10 个百分点达到 27.64%。虽然管理费用率和财务费用率也分别降低 0.38 和 0.85 个百分点, 但销售费用率却上升了 5.23 个百分点, 大幅吞噬利润。销售费用上升主要是由于应对经济危机、布局“家电下乡”等致使市场费用增加及预计提家电下乡冰箱“十年免费保修”费, 我们预计未来销售费用率会有所下降。
- **家电下乡贡献过半, 市占率位列第二。**2009 年公司冰箱一二级市场占有率约为 10.2%, 仅次于青岛海尔; 面向四五级市场的家电下乡中, 美菱电器登记销售冰箱 151.3 万台, 市场占有率 10.96%, 也仅次于青岛海尔, 登记销售额 32.46 亿元, 占公司全年销售收入的 51.32%, 家电下乡总排名第 5 位。家电下乡前 3 期公司中标 82 款冰箱冰柜, 第 4 期中标 50 款冰箱、26 款冷柜、25 款空调。公司高端产品也开始突破, “雅典娜” 高端系列产品的销量同比上升了 91%, 三门冰箱产品的销量同比上升了 219%。
- **投资收益大幅增厚利润。**在美菱电器 2009 年利润总额中, 出售股权获利接近六成, 补贴占比约 16%, 主营业务利润占比不到 1/4。公司尚存 709.2 万股科大讯飞股权, 目前价值 2.5 亿元, 未来存在增值可能。
- **维持“增持”评级。**不考虑投资收益, 我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.36 元、0.59 元、0.81 元, 对应 11.95 元股价的 PE 分别为 32.0X、19.8X、14.5X, 同时考虑到美菱电器已成为长虹系的白电资产平台, 未来有进一步整合可能, 我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**原材料成本上升风险。

表 1. 美菱电器第四季度业绩对比

单位: 百万元	2009A	2008A	YoY	4Q2009	4Q2008	YoY	3Q2009	QoQ
营业收入	6,324.18	4,335.94	45.86%	2,225.18	609.68	264.98%	1,536.56	44.82%
增长率	45.86%	11.04%	34.82%	264.98%	-21.91%	286.88%	-4.75%	269.72%
毛利率	27.64%	22.54%	5.10%	24.03%	26.34%	-2.31%	31.89%	-7.86%
营业成本	4,576.19	3,358.50	36.26%	1,690.52	449.08	276.44%	1,046.55	61.53%
营业税金及附加	30.44	16.87	80.41%	4.15	6.99	-40.62%	7.77	-46.56%
期间费用率	25.23%	21.23%	4.00%	22.89%	22.86%	0.03%	26.91%	-4.02%
销售费用	1,391.70	727.28	91.36%	439.97	90.75	384.83%	372.82	18.01%
销售费用率	22.01%	16.77%	5.23%	19.77%	14.88%	4.89%	24.26%	-4.49%
管理费用	184.58	143.15	28.94%	65.74	40.70	61.50%	37.67	74.50%
管理费用率	2.92%	3.30%	-0.38%	2.95%	6.68%	-3.72%	2.45%	0.50%
财务费用	19.51	50.28	-61.20%	3.66	7.92	-53.80%	3.04	20.31%
财务费用率	0.31%	1.16%	-73.39%	0.16%	1.30%	-87.34%	0.20%	-16.92%
资产减值损失	32.80	20.93	56.68%	22.77	7.43	206.72%	(3.94)	677.49%
投资净收益	214.21	2.58	8191.25%	95.80	0.52	18192.9%	107.98	-11.28%
营业利润	303.18	21.51	1309.17%	94.17	7.33	1184.38%	180.63	-47.87%
增长率	1309.17%	41.11%	1268.06%	1184.38%	141.05%	1043.33%	750.13%	434.25%
营业利润率	4.79%	0.50%	4.30%	4.23%	1.20%	3.03%	11.76%	-7.52%
加: 营业外收入	57.03	11.03	417.00%	50.05	6.68	648.82%	1.72	2804.16%
减: 营业外支出	2.32	2.62	-11.63%	1.70	0.43	295.54%	0.50	237.97%
利润总额	357.89	29.92	1095.99%	142.52	13.59	948.98%	181.85	-21.63%
减: 所得税	56.71	4.29	1222.62%	23.74	6.47	266.88%	28.85	-17.70%
实际所得税率	15.85%	14.33%	1.52%	16.66%	47.64%	-30.97%	15.86%	0.80%
六、净利润	301.18	25.64	1074.81%	118.78	7.11	1569.46%	153.00	-22.37%
净利率	4.76%	0.59%	4.17%	5.34%	1.17%	4.17%	9.96%	-4.62%
减: 少数股东损益	(0.02)	(0.04)	48.08%	1.12	0.57	95.21%	(0.16)	812.09%
归属于母公司所有者的净利润	301.20	25.68	1072.94%	117.66	6.54	1698.76%	153.16	-23.18%
增长率	1072.94%	45.53%	1027.41%	1698.76%	82.56%	1616.20%	553.66%	1145.10%
每股收益 (元)	0.73	0.06	1072.62%	0.28	0.02	1698.76%	0.37	-23.18%

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

表 2. 美菱电器盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,904.9	4,335.9	6,324.2	7,737.1	9,588.2	11,465.9
增长率	34.5%	11.0%	45.9%	22.3%	23.9%	19.6%
电冰箱	3,592.8	3,948.4	4,660.3	5,732.2	7,165.2	8,598.3
空调器	0.0	24.1	1,386.8	1,664.1	1,996.9	2,356.4
其他业务	312.1	363.5	277.1	340.9	426.1	511.3
综合毛利率	14.2%	22.5%	27.6%	25.9%	26.2%	26.5%
营业成本	3,350.4	3,358.5	4,576.2	5,733.2	7,073.3	8,429.7
营业税金及附加	9.4	16.9	30.4	35.0	43.0	50.0
期间费用率	13.5%	21.2%	25.2%	23.3%	22.8%	22.4%
销售费用	387.2	727.3	1,391.7	1,547.4	1,879.3	2,212.9
销售费用率	9.9%	16.8%	22.0%	20.0%	19.6%	19.3%
管理费用	106.2	143.2	184.6	232.1	278.1	332.5
管理费用率	2.7%	3.3%	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%
财务费用	32.8	50.3	19.5	23.2	28.8	22.9
财务费用率	0.8%	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	40.0	20.9	32.8	40.0	50.0	50.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	36.4	2.6	214.2	3.0	5.0	10.0
营业利润	15.2	21.5	303.2	129.2	240.8	377.9
增长率	53.2%	41.1%	1309.2%	-57.4%	86.4%	56.9%
营业利润率	0.4%	0.5%	4.8%	1.7%	2.5%	3.3%
加: 营业外收入	8.9	11.0	57.0	51.0	53.0	59.0
减: 营业外支出	1.3	2.6	2.3	3.0	3.7	4.2
利润总额	22.8	29.9	357.9	177.2	290.1	432.7
减: 所得税	5.1	4.3	56.7	26.6	46.4	99.5
实际所得税率	22.2%	14.3%	15.8%	15.0%	16.0%	23.0%
净利润	17.7	25.6	301.2	150.6	243.7	333.2
减: 少数股东损益	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	17.6	25.7	301.2	150.6	243.7	333.2
增长率	105.3%	45.5%	1072.9%	-50.0%	61.8%	36.7%
净利润率	0.5%	0.6%	4.8%	1.9%	2.5%	2.9%
每股收益(元)	0.04	0.06	0.73	0.36	0.59	0.81

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 家电行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 两年证券从业经验。

重点跟踪公司: 青岛海尔、美的电器、TCL 集团、同洲电子、华意压缩等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122