

冰箱

袁浩然 S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

美菱电器

000521

强烈推荐

收入会增长 费用率会降低

事项: 上周,我们参与了公司组织的投资者交流会,公司总裁王勇,副总裁余万春,董秘李霞出席,就机构投资者关心的问题进行了广泛的交流。

投资要点:

- 公司管理层强调:06年以来,长虹入主美菱后,经过几年的整合,公司基本面发生了根本性变化,特别是在品牌价值提升,以信息化管理为代表的管理效率提升,渠道建设,合作采购等方面都有很大突破,与控股股东的协同效应正在体现。表现在公司业务发展方面,就是销售逐季提升,市场份额稳中有进,公司提出增发股份募集资金以扩充产能,正是市场快速发展倒逼的结果。目前市场拓展非常顺畅,扩充产能的生产用地基本准备就绪,将寻求多种方式筹措资金增加产能,改善生产结构,以适应销售不断扩大的需要。此次增发也得了控股股东的大力支持,将出资4亿认购增发股份。
- 具体落实到公司未来盈利上,公司一季度实现营业收入19亿元,同比增长57%,虽然是行业淡季但公司并没有表现出太浓的淡季特征,发展势头良好,未来随着冰箱销售逐步进入销售旺季,公司会抓住农村正在普及冰箱,城市消费升级明显的大好机遇,全年收入肯定会有较大幅度增长。而对于市场非常关注的销售费用率居高不下的问题,考虑到公司正处于扩张阶段,销售费用的增长不会改变,但是销售费用率会逐步下降。而且,公司也表示,公司前期会计处理一直偏谨慎。
- **公司也在尝试新的营销体制**,部分地区会考虑股权的形式加强同经销商的合作,这样将促进经销商有更大的积极性和主动性,相应地,费用率也会有所下降。
- 我们重申:公司宣布增发募资以扩充产能,对公司意义十分重大。1)如增发顺利完成,公司净资产一次性增长85%,这将为公司未来发展奠定坚实基础,迅速改善公司资金紧张状况。2)增发项目实施后,公司产能不足的问题能够得以解决,产能从500万台扩充到800万台。3)总量增长的同时,公司产品结构也将得以优化,适应冰箱不断升级的产业发展趋势;同时也有利于优化公司产能布局,改善目前产能过分集中在合肥总部的问题,特别是绵阳产能扩充,能够大幅降低物流成本,充分发挥同大股东的协同效应,实现在西南地区生产销售的跨越式发展。4)在规模增长的同时,未来公司营销体系可进一步完善,营销有望从优势区域华东,西南向全国辐射,公司也会尝试用股权的形式加强同经销商的合作。5)从当前实际来看,宣布增发极大地促进了公司改善投资者关系,优化公司治理,有动力释放业绩,改善业绩。
- **盈利预测和投资评级**。基于对公司销售增长,业绩改善,愿意释放业绩的良好预期,我们预计10年,11年公司EPS1.00元,1.06元。按照10年经营性EPS0.72元25倍PE估值,未来12个月目标价为18元。维持“强烈推荐”评级。

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 12.00元

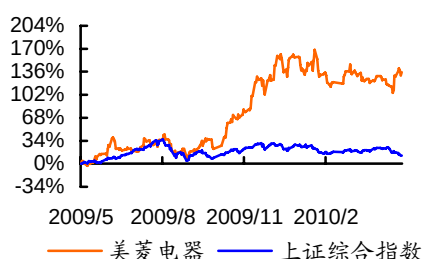
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2870.61
总股本(百万)	414
流通股本(百万)	377
流通市值(亿)	45
EPS (TTM)	0.98
每股净资产(元)	3.26
资产负债率	71.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
美菱电器	6.10	1.95	38.41
上证综合指数	-8.24	-3.97	-4.18



相关报告

《美菱电器-重大利好 不应漠视》
2010-4-25

主要财务指标

单位: 百万元	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E
营业收入(百万元)	4,814	6,324	9,048	11,475
同比(%)		31%	43%	27%
归属母公司净利润(百万元)	27	301	413	440
同比(%)		997%	37%	6%
毛利率(%)	21.0%	27.6%	25.5%	26.1%
ROE(%)	2.2%	22.1%	27.7%	25.3%
每股收益(元)	0.07	0.73	1.00	1.06
P/E	176	16	12	11
P/B		3.5	3.0	2.0

资料来源: 中投证券研究所

1. 增发方案对公司属于强大利好。

公司近日发布非公开发行 A 股股票预案，其主要内容包括：

1、本次发行对象为包括控股股东四川长虹电器股份有限公司在内的不超过 10 名的特定投资者。其中，四川长虹拟以现金 4 亿元人民币认购本次非公开发行股票，且认购不多于 4000 万股本次非公开发行的股票。

2、本次非公开发行股票的数量不少于 0.5 亿股且不超过 1.3 亿股，具体发行数量将提请股东大会授权公司董事会与主承销商协商确定。

3、本次非公开发行的定价基准日为公司第六届董事会第三十二次会议决议公告日，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，即发行价格不低于 10.18 元/股。最终发行价格将在取得中国证监会的核准批文后，依照《上市公司非公开发行股票实施细则》的规定采取竞价方式予以确定。四川长虹电器股份有限公司不参与询价，按照经上述定价原则确定的最终发行价格认购股份。四川长虹电器股份有限公司认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让，其余股份自发行结束之日起 12 个月内不得转让。

4、本次非公开发行股票预计募集资金净额不超过 12 亿元人民币，将用于以下募集资金投向：

表 1: 本次募集资金投向

序号	项目名称	拟投资资金 (亿元)	项目 实施地	建成后效用
1.	雅典娜豪华冰箱生产基地	7.30	合肥	新增高端冰箱 200 万台产能
2.	冰柜扩能项目	3.00	合肥	新增 300L 以下容量冰柜，300L 以上容量冰柜各 60 万台产能
3.	环保节能冰箱扩能项目	1.10	绵阳	技改旧生产线达到 60 万台产能，新建生产线另增 60 万台产能
4.	补充流动资金	0.60		
合计		12.00		

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

5、本次非公开发行 A 股股票相关事项已经获得公司于 2010 年 4 月 19 日召开的合肥美菱股份有限公司董事会审议通过。后面尚待公司股东大会批准。

本次非公开发行尚待相关政府部门的同意、许可或批准，包括但不限于有权的国有资产监督管理机构的批准和中国证监会的核准。

关于此次增发的点评：

我们认为：公司上一次融资是 97 年配股，本次增发是公司相隔十多年后才实施的一次融资行为，结合当下的家电竞争格局和公司的经营发展状况，我们认为此次增发对公司意义十分重大，构成重大利好。

1) 如增发顺利完成，公司净资产一次性增长 85%，这将为公司未来发展奠定坚实基础，迅速改善公司资金紧张状况。

2) 增发项目实施后，公司产能不足的问题能够得以解决，产能从 500 万台扩充到 800 万台，行业排名第二，冰柜产能达到 180 万台。

3) 总量增长的同时，公司产品结构也将得以优化，适应冰箱不断升级的产业发展趋势；同时也有利于优化公司产能布局，改善目前产能过分集中在合肥总部的问题，特别是绵阳产能扩充，能够大幅降低物流成本，充分发挥同大股东的协同效应，实现在西南地区生产销售的跨越式发展。

4) 在规模增长的同时，未来公司营销体系可进一步完善，从优势区域华东，西南向全国辐射，对于提高公司的综合竞争能力也有重大意义。

5) 从当前实际来看，宣布增发将促进公司改善投资者关系，优化公司治理，有动力释放业绩，改善业绩。

2. 2009 年 EPS 0.73 元远超市场预期，主要是减持科大讯飞等原始股产生投资收益 2.14 亿元，扣除后净利润约 1.21 亿（EPS0.29 元），销售净利润率仅 1.91%，远低于同业，具有较大的改善空间。

刚刚过去的 2009 年，公司销售规模不断扩大，盈利能力有所提升，不乏经营亮点，但销售费用过大依然制约着公司的盈利水平，但也意味着公司未来的改善空间巨大。

2009 年公司实现营业收入 63 亿元，净利润 3.01 亿元，同比分别增长 31.4%、997%，每股收益 0.73 元。其中股票投资收益贡献 2.14 亿元，扣除此项后面税后净利润为 1.21 亿元，同比增长 377%，每股收益 0.29 元。销售净利润率仅 1.91%，远低于同业，具有较大的改善空间。

表 2: 09 年 08 年损益表同比

科目(单位: 百万)	2009 年	2008 年	同比
一、营业总收入	6,324	4,814	31.4%
收入同比增长			
二、营业总成本	6,235	4,792	30%
其中: 营业成本	4,576	3,804	20%
毛利率(简单测算)	27.6%	21.0%	6.7%
营业税金及附加	30	19	
销售费用	1,392	743	87%
销售费用率	22.0%	15.4%	6.6%
管理费用	185	156	18%
管理费用率	2.9%	3.2%	-0.3%
财务费用	20	49	
资产减值损失	33	22	
加: 公允价值变动收益			
投资收益及其它	214	3	
三、营业利润	303	24	1172%
加: 营业外收入	57	11	
减: 营业外支出	2	3	
四、利润总额	358	32	1010%
减: 所得税费用	57	5	
综合所得税率	15.8%	14.6%	
五、净利润	301	28	993%
净利润率	4.8%	0.6%	
归属于母公司净利润	301	27	997%
少数股东损益	0	0	
六、总股本	414	414	
七、每股收益:	0.73	0.07	997%
八、扣除投资收益后利润总额	144	30	384%
九、扣除后净利润(考虑所得税)	121	25	377%
十、扣除投资收益后 EPS	0.29	0.06	377%

资料来源: 公司财报 中投证券研究所

3. 销售规模不断扩大，经营业绩持续向好

总体上，我们认为 05 年底长虹入主美菱后，经过几年的整合，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，在清理了历史包袱，挺过金融危机的洗礼之后，逐步迈向健康发展的道路。

2009 年公司面对国际国内经济形势的不利影响，采取技术创新、产品结构调整、提升管理水平、加强成本控制等措施，销售逐步走出低谷，国内销售 5-6 月连创新高，09 年公司在冰箱一二级市场占有居第二，家电下乡录入率也位居第二，国内营销策略取得了成功。另外，在销售持续增长的同时，产品的盈利能力也上年同期大幅提高。

无论是销售收入还是经营性盈利，基本上是逐季提高。

表 3: 分季度数据

	2010 一季	2009 四季	2009 三季	2009 二季	2009 一季
主营收入(亿元)	19.53	22.25	15.37	16.13	9.49
毛利率(%)	25.7	24.0	31.9	28.1	28.5
利润总额(亿元)	1.27	1.43	1.82	0.25	0.08
净利润(亿元)	1.11	1.18	1.53	0.23	0.07
每股净资产	3.32	3.20	3.10	2.77	2.69
净资产收益率(%)	8.06	8.88	11.93	2.05	0.62
摊薄每股收益	0.27	0.28	0.37	0.06	0.02
扣除投资收益后 EPS	0.10	0.09	0.15	0.03	0.02
年度累积		0.29	0.20	0.05	0.02

资料来源：公司定期报告 中投证券研究所

4. 2010 一季度报表可圈可点

2010 年公司延续了前面几个季度的高增长，尽管处于传统淡季，仍然实现营业收入 19 亿元，同比增长 57%，净利润 1.11 亿元，每股收益 0.27 元。其中股票投资收益贡献 0.82 亿元，扣除此项后面税后净利润为 1.21 亿元，每股收益 0.10 元。其中销售费用率居高不下，显著高于同行，未来应该有回归到合理水平的可能。

3500 万营业外收入中，主要是空调整能补贴所形成的，具备一定的可持续性。

表 4: 2010/2009 一季度损益表同比

科目(单位: 百万)	2010 年 Q1	2009 年 Q1	同比
一、营业总收入	1,953	1,239	57.5%
收入同比增长			
二、营业总成本	1,941	1,233	57%
其中: 营业成本	1,451	897	62%
毛利率(简单测算)	25.7%	27.7%	-1.9%
营业税金及附加	8	7	
销售费用	443	283	57%
销售费用率	22.7%	22.8%	-0.1%
管理费用	37	38	-3%
管理费用率	1.9%	3.0%	-1.2%
财务费用	-2	9	
资产减值损失	6	0	
加: 公允价值变动收益			
投资收益及其它	82	0	
三、营业利润	93	6	1404%
加: 营业外收入	35	1	
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	128	7	1624%
减: 所得税费用	17	2	
综合所得税率	13.1%	28.9%	
五、净利润	111	5	2006%
净利润率	5.7%	0.4%	
归属于母公司净利润	111	6	1745%
少数股东损益	0	-1	
六、总股本	414	414	
七、每股收益:	0.27	0.01	1745%
八、扣除投资收益后利润总额	45	7	515%
九、扣除后净利润(考虑所得税)	40	5	651%
十、扣除投资收益后 EPS	0.10	0.01	651%

资料来源: 公司季报 中投证券研究所

5. 盈利预测

表 5: 盈利预测表

科目(单位: 百万元)	2008 年	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	4,814	6,324	9,048	11,475
营业收入增长率		31.4%	43.1%	26.8%
二、营业总成本	4,792	6,235	8,766	10,999
其中: 营业成本	3,804	4,576	6,741	8,475
综合毛利率 (简单测算)	21.0%	27.6%	25.5%	26.1%
营业税金及附加	19	30	43	55
销售费用	743	1,392	1,740	2,169
销售费用率	15.4%	22.0%	19.2%	18.9%
管理费用	156	185	202	232
管理费用率	3.2%	2.9%	2.2%	2.0%
财务费用	49	20	5	23
资产减值损失	22	33	35	45
加: 公允价值变动收益				
投资收益	3	214	134	8
三、营业利润	24	303	416	484
加: 营业外收入	11	57	81	46
减: 营业外支出	3	2	8	10
四、利润总额	32	358	489	520
减: 所得税费用	5	57	76	81
综合所得税率	14.6%	15.8%	15.5%	15.5%
五、净利润	28	301	413	440
净利润率	0.6%	4.8%	4.6%	3.8%
归属于母公司净利润	27	301	413	440
少数股东损益	0	0	0	0
六、总股本	414	414	414	414
七、每股收益	0.07	0.73	1.00	1.06
八、扣除投资收益后利润总额	30	144	355	512
九、扣除后净利润 (考虑所得税)	25	121	300	433
十、扣除投资收益后 EPS	0.06	0.29	0.72	1.05

资料来源: 中投证券研究所

随着二三季度冰箱消费旺季的到来，基于对公司销售增长，业绩改善，愿意释放业绩的良好预期，我们预计 2010 年全年净利润约 4.1 亿元（其中考虑了部分进一步减持科大讯飞股票产生的投资收益）。扣除投资收益后，10 年 EPS 有望达到 0.72 元，而随着公司在大股东的支持下持续发展，已经增发项目的逐步实施，11 年公司 EPS 有望达到 1.05 元。

按照 10 年经营性 EPS0.72 元 25 倍 PE 估值，给予未来 12 个月目标价 18 元。

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。

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