

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

非经营性收益增厚公司业绩，未来依旧看好主营贡献

事件描述

美菱电器今日披露了其 2010 年中期财务报告，主要内容如下：

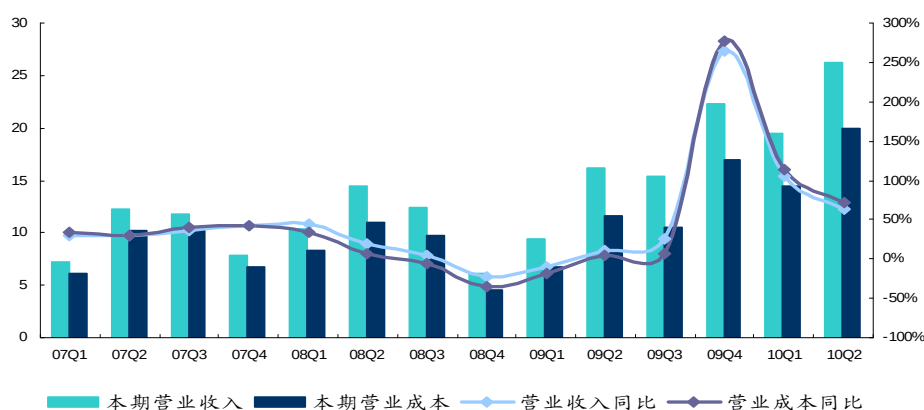
- 公司上半年共实现营业收入 45.76 亿元，同比上升 34.85%；实现净利润 2.19 亿元，较上年同期上升 516.34%；实现 EPS 0.53 元，其中二季度实现 EPS 0.26 元。
- 报告期内，公司冰箱（柜）销售额为 32.73 亿元，占公司主营收入的 71.53%；空调销售额为 10.16 亿元，占公司主营收入的 22.20%。

事件评论

第一，受持续利好政策推动及季节性因素影响，公司二季度主营收入同比环比均增长明显

报告期内，公司共实现营业收入 45.76 亿元，同比增长 34.85%；其中二季度实现营业收入 26.23 亿元，同比增长 62.61%，较一季度环比也增长明显。

图 1：公司二季度营业收入同比环比均增长明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司上半年主营收入同比大幅增长的原因在于受“家电下乡”、“以旧换新”以及“节能惠民工程”等利好政策的持续推进，公司冰箱、空调类产品产销量增长所致。上半年公司冰箱产业共实现营业收入 32.73 亿元，同比增长 34.91%，实现经常性损益 0.75 亿元，同比增长 296.53%；同时，空调类产品销量也增长明显，上半年公司空调产业实现营业收入 10.16 亿元，在公司主营收入构成中占比提升至 22.20%。据中怡康统计，上半年公司在二三级市场销量累计占

有率达 10.61%，同比上升 0.5 个百分点；在三四级市场，公司依靠包括“家电下乡 10 年保修”等活动在内的创新营销策略同样表现不俗，据买卖提市场研究中心统计，上半年美菱在家电下乡市场销量累计占有率为 10.5%，同比上升 0.2 个百分点。

造成公司二季度主营环比一季度大幅攀升的主要原因在于冰箱、空调类产品季节性因素较强，二季度产销量远大于一季度所致。由于公司独特的产品特性，公司历年二季度营业收入均环比一季度大幅增长，近 5 年来，公司二季度主营环比一季度平均增长 50.54%。

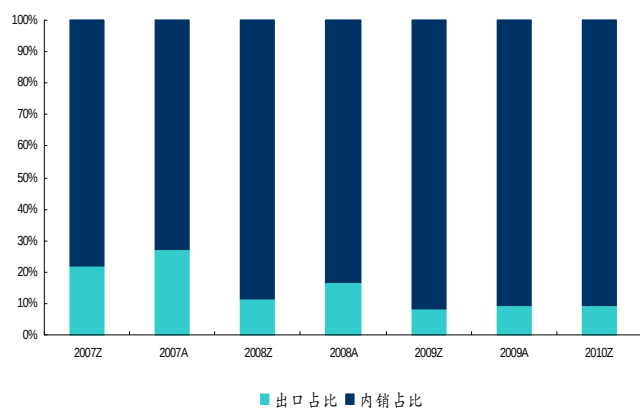
表 1：公司历年来二季度销量均环比一季度大幅增长

	一季度销量（亿元）	二季度销量（亿元）	环比增长
2006A	5.52	9.38	70.01%
2007A	7.19	12.25	70.48%
2008A	10.42	14.51	39.18%
2009A	9.49	16.13	69.93%
2010A	19.53	26.23	34.34%
合计	52.15	78.51	50.54%

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

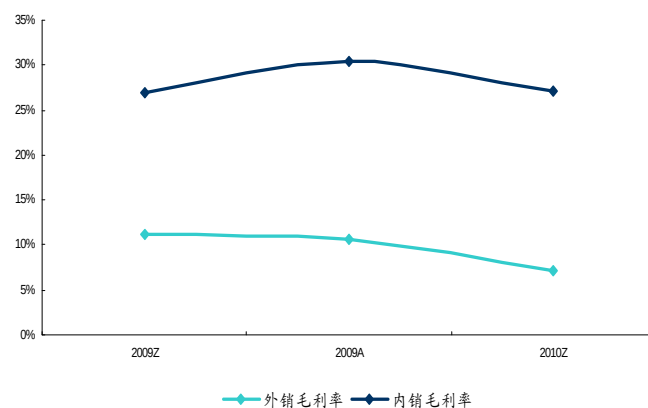
上半年公司外销收入为 3.95 亿元，内销收入 38.94 亿元，外销收入在中收入构成中占比为 9.20%。从公司历年内外销在主营构成中占比来看，公司外销比例呈小幅下滑趋势，目前维持在 10% 左右。公司外销比例下滑的原因在于受“家电下乡”等国内利好政策的刺激，使得公司内销收入增长所致。考虑到公司外销毛利率持续低于内销毛利率，我们认为公司扩内销缩外销在一定程度上能使得公司业绩受益。

图 2：受国内利好政策推动，公司外销比例呈下滑趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：外销毛利率远低于内销毛利率



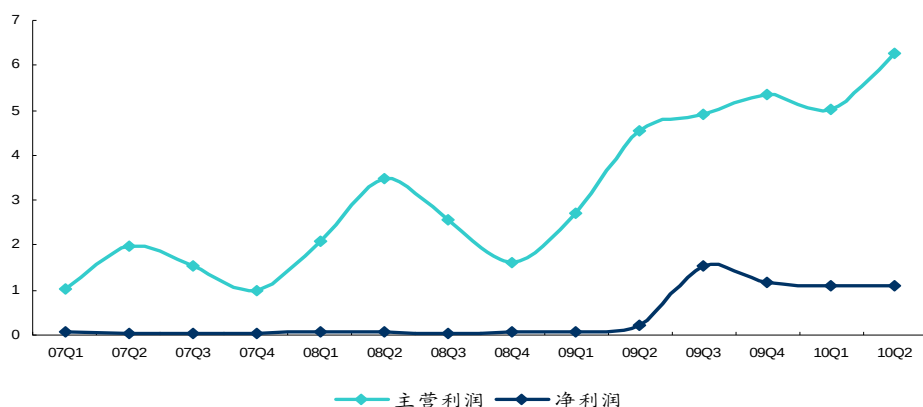
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司二季度利润仍来源于投资收益及政府补助

报告期内公司共实现净利润 2.19 亿元，较上年同期上升 516.34%；其中二季度实现净利润 1.08 亿元，环比一季度 1.11 亿元小幅下滑。在公司二季度主营大幅提升以致主营利润明显增长的情况下，净利润环比一季度仍小幅下滑的主要原因在于公司目前业绩来源仍在于对科大讯飞的投资收益以及包括“高效节能空调产品推广财政补助”、“市社保企业岗位补贴”、“省财政特定就业政策补助”以及“地震灾后恢复重建财政贴息资金”等政府补助。报告期内公司出售科大讯飞 361.82 万股股票获得税后投资净收益约 11458.78 万元以及前述的政府补助合并报表税前利润约 9162.24 万元。此两项非经常性损益共使得公司上半年税后净利润增长接近 2 亿元，占比接近公司净利润的 90% 左右。截至本报告期末，公司尚持有科大讯股票 8.48 万股，预计未来出售后仍能增厚公司业绩 300 万元左右。

目前造成公司主营利润虽高但无业绩贡献的原因在于销售费用率过高，考虑到公司营销网络及渠道下沉的布局成型以及费用控制能力的逐步提高，未来公司销售费用率势必会大幅下滑，公司业绩改善空间较大。随着公司基本面的改善，公司未来业绩依旧看好主营贡献。

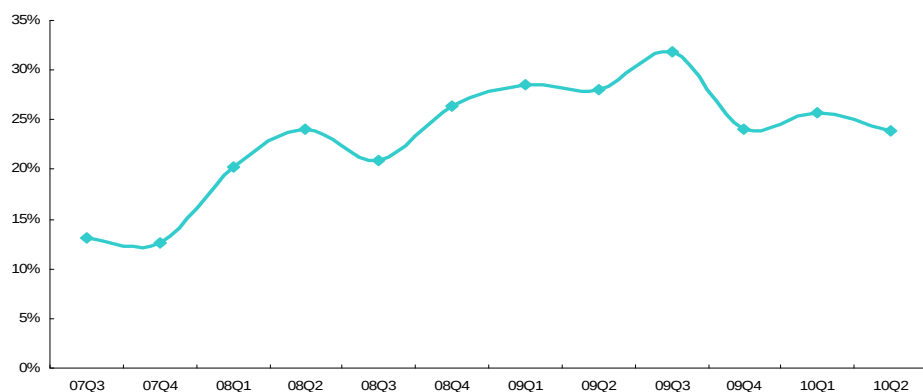
图 4：二季度主营利润环比大幅提升，净利润于一季度基本持平



资料来源：Wind，长江证券研究部

从分季度毛利率上看，公司二季度毛利率环比一季度有所下滑，由一季度的 25.71% 下滑至 23.85%。我们认为造成毛利率环比下滑的原因一部分在于二季度国内原材料价格的小幅上涨，同时，考虑到公司随着“家电下乡”政策逐步将营销渠道向三四级市场下沉，该部分销售的产品定位一般较一二级市场低端，毛利率压缩也较为严重。随着未来公司逐步扩大高端“雅典娜”系列冰箱与环保节能冰箱的产能以及三四级市场购买力的逐步增强，预计产品毛利率仍有进一步回升的空间。

图 5：二季度综合毛利率较一季度小幅下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，销售费用率高企继续侵蚀盈利能力，未来业绩改善空间较大

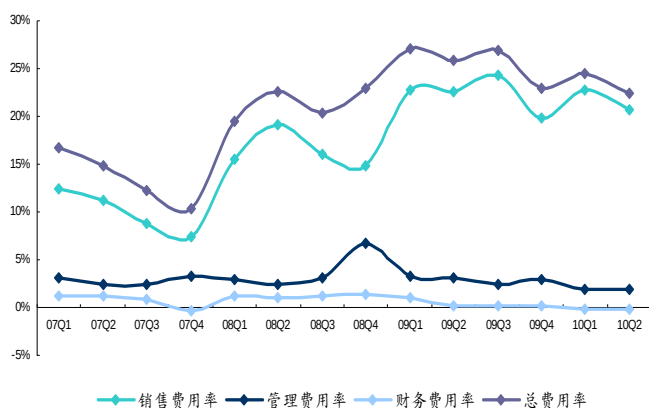
公司二季度期间费用率为 22.44%，较一季度 24.46% 环比略有下滑。公司销售费用率仍然居高不下，二季度公司销售费用率虽略有下降至 20.72%，但仍远高于同行业均值，高企的销售费用率将公司盈利能力侵蚀殆尽。目前公司销售费用率高企的原因主要是由于公司布局“家电下乡”工作，进行营销渠道创新，进一步细分市场，拓展、下沉渠道、网点，增强营销力度，致使市场支持费、广告费、人工费、车辆油耗和物流仓储费等费用增加以及预计家电下乡冰箱“十年免费保修”费所致。我们认为随着公司营销网络及渠道下沉的布局成型以及费用控制能力的逐步提高，未来公司销售费用率势必会大幅下滑，公司未来业绩改善空间较大。

表 2：公司报告期内销售费用一览

项目	本期金额（亿元）	上年同期金额（亿元）	同比增长
市场支持费	3.18	3.12	1.95%
工资及附加	1.31	0.86	52.69%
运输费用	1.67	0.78	113.75%
十年免费保修费	1.12	0.81	38.80%
广告费	0.90	0.17	434.90%
会展费用	0.40	0.13	208.14%
仓储租赁费	0.25	0.14	74.34%
空调安装费	0.35	0.20	77.03%
差旅费	0.12	0.11	10.89%
业务活动费	0.12	0.12	0.14%
会务组织费	0.10	0.03	232.30%
其他费用	0.34	0.20	70.00%
合 计	9.86	6.67	47.98%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

除销售费用率小幅下滑外，二季度管理费用基本与一季度持平，由于公司本报告期内新增内退的人员较去年同期有所减少，辞退福利提取减少，使得公司管理费用本年发生额较上年同期发生额减少 0.11 亿元，下降 11.73%。而由于公司本报告期利息支出减少以及收取部分供应商提前付款的贴息增加，使得财务费用同比下滑明显，其中二季度财务费用盈余 443 万元。

图 6：公司销售费用率依旧高企


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：销售费用绝对值仍持续增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，定向增发解决产能瓶颈，增强公司行业领先地位

公司目前附加值较高的豪华冰箱、环保节能冰箱以及冰柜的生产能力不足，严重地影响了公司应对市场变化而进行产品结构调整和数量调整的能力，制约了公司的经营发展和综合竞争力的进一步提升，公司于 2010 年 4 月 22 日发布非公开增发预案，公司拟非公开发行不少于 0.5 亿股且不超过 1.3 亿股，其中，大股东四川长虹拟以现金 4 亿元人民币认购本次非公开发行股票，且认购不多于 4,000 万股本次非公开发行的股票。本次非公开发行计划募集资金净额不超过 120000 万元，用于建设包括“雅典娜豪华冰箱生产基地项目”、“冰柜扩能项目”、“环保节能冰箱扩能项目”在内的三大项目以及补充流动资金。项目达成后，公司将新增 200 万台高端豪华冰箱产能、新增 300L 以下容量冰柜以及 300L 以上容量冰柜各 60 万台产能以及技改及新建生产线达到 120 万台环保节能冰箱产能。

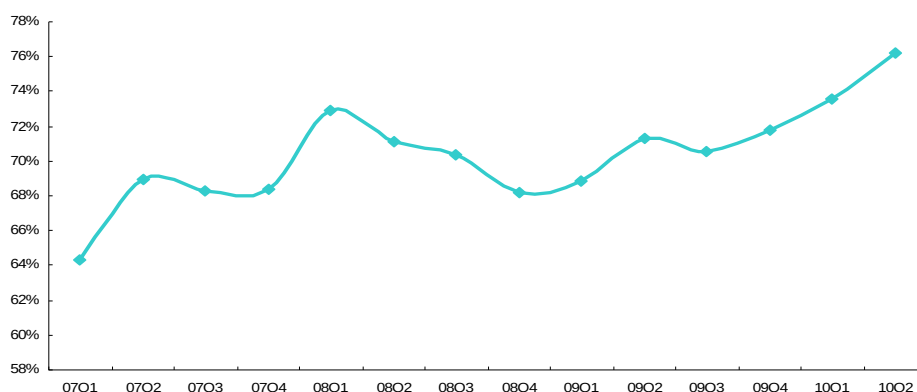
表 3: 公司非公开增发项目一览

序号	项目名称	募投资金拟投入数量（万元）	新增产能
1	雅典娜豪华冰箱生产基地项目	73000.00	新增高端豪华冰箱 200 万台产能
2	冰柜扩能项目	30000.00	新增300L以下容量冰柜以及300L以上容量冰柜各60万台产能
3	环保节能冰箱扩能项目	11000.00	技改旧生产线达到60万台（双班）产能，新建生产线另增60万台（双班）产能
4	补充流动资金	6000.00	
合计		120000.00	

资料来源：非公开增发预案，长江证券研究部

我们认为，本次增发对公司来说影响重大。首先，从增发项目上看，增发项目投产后，不仅有利于公司向专业多元化制冷领域深层次发展，增强公司在豪华冰箱、环保节能冰箱、冰柜领域的竞争能力，还可进一步增强公司在白色家电行业中的行业地位，提高企业的盈利能力和综合竞争力。其次，考虑到公司目前的资产负债率高达 76.17%，远高于行业平均值，本次非公开发行完成后，我们预计公司的资产负债率将下降至约 60%左右。因此，本次非公开发行将大幅降低公司的负债水平，改善公司的资本结构和财务状况。最后，在公司产能由 500 万台提升至 850 万台的同时，考虑到环保节能冰箱增发项目在绵阳生产基地投产，公司生产中心逐步由华东地区向西南地区布局，公司业务逐步向西南地区辐射，对于公司占领西南市场具有重大的意义。

图 8: 公司资产负债率持续走高，增发后财务风险降低



资料来源：Wind，长江证券研究部

第五，首次给予“推荐”评级

虽然公司目前销售费用率依旧高企，我们认为未来公司销售费用率势必会大幅下滑，公司业绩改善空间较大。同时，非公开增发项目也会使得公司的生产能力、业务规模、技术水平及生产效率都将得到进一步的提升，公司的核心竞争力将进一步增强。考虑到非公开增发对 EPS 的稀释（按非公开增发 1 亿股计算），我们预计公司 10 年及 11 年稀释后 EPS 分别为 0.846、1.135 元，首次给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6324	8013	9573	10998	货币资金	748	296	277	292
营业成本	4576	5772	6886	8033	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1748	2242	2687	2965	应收账款	335	433	517	594
% 营业收入	27.6%	28.0%	28.1%	27.0%	存货	1053	1335	1593	1858
营业税金及附加	30	39	46	53	预付账款	110	143	171	199
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1392	1603	1723	1760	流动资产合计	3138	3328	3898	4483
% 营业收入	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	可供出售金融资产	134	134	134	134
管理费用	185	232	278	319	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	长期股权投资	37	39	41	44
财务费用	20	-1	-2	-2	投资性房地产	14	14	14	14
% 营业收入	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	812	794	800	773
资产减值损失	33	9	8	8	无形资产	604	574	545	518
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	214	2	3	3	递延所得税资产	32	1	1	1
营业利润	303	361	636	831	其他非流动资产	16	16	16	16
% 营业收入	4.8%	4.5%	6.6%	7.6%	资产总计	4787	4901	5450	5984
营业外收支	55	150	50	0	短期贷款	187	0	0	0
利润总额	358	511	686	831	应付款项	1562	1961	2302	2686
% 营业收入	5.7%	6.4%	7.2%	7.6%	预收账款	718	922	1101	1265
所得税费用	57	77	103	125	应付职工薪酬	71	103	137	160
净利润	301	435	583	706	应交税费	66	86	112	133
归属于母公司所有者					其他流动负债	646	795	928	1056
的净利润	301.2	434.7	583.2	706.1	流动负债合计	3250	3867	4580	5300
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	15	15	15	15
EPS（元/股）	0.73	0.85	1.14	1.37	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	19	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	153	153	153	153
经营活动现金流净额	-7	753	859	1014	负债合计	3437	4035	4748	5468
取得投资收益	213	0	0	0	归属于母公司	1324	2712	3208	3808
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	25	25	25	25
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1350	2737	3233	3833
固定资产投资	219	-100	-131	-110	负债及股东权益	4787	6773	7981	9301
其他	314	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	533	-100	-131	-110		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.728	0.846	1.135	1.375
股权融资	0	1018	0	0	BVPS	3.20	6.56	7.75	9.21
银行贷款增加（减少）	-157	0	0	0	PE	14.91	12.83	9.56	7.90
筹资成本	28	-65	-86	-104	PEG	0.56	0.39	0.29	0.24
其他	-58	0	0	0	PB	3.39	1.66	1.40	1.18
筹资活动现金流净额	-187	953	-86	-104	EV/EBITDA	10.94	10.42	6.74	5.34
现金净流量	338	1606	642	800	ROE	22.7%	16.0%	18.2%	18.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。