

冰箱

署名人: 袁浩然

执业证书编号: S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026733

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.50元

当前股价: 10.62元

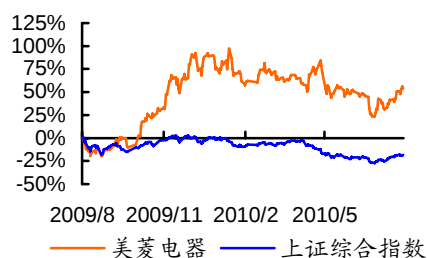
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2658
总股本(百万)	414
流通股本(百万)	377
流通市值(亿)	40
EPS (TTM)	
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	7.27	-10.76	-2.75
上证综合指数	10.33	-2.97	-9.56



相关报告

《美菱电器-收入会增长 费用率会降低》

2010-5-4

《美菱电器-重大利好 不应漠视》

2010-4-25

《美菱电器-购得大股东空调资产 转化为长虹白电平台》2009-12-10

美菱电器

000521

中性

收入增速下滑 利润主要来源为投资收益

投资要点:

- 公司上半年实现营业收入 45.8 亿元, 同比增长 35%。相较一季度收入增长 57%, 二季度收入增速显著下滑, 仅增长 22%。上半年实现归属于母公司的净利润 2.19 亿元, 同比增长 503%, EPS0.53 元, 扣除非经常性损益后 EPS0.20 元。
- 从收入构成来看, 冰箱销售 32.7 亿, 同比增长 34.9%。按中怡康数据, 公司在一级、二级市场的占有率为 10.6%, 同比上升 0.5 个百分点。在家电下乡领域市占率为 10.5%, 同比上升了 0.2 个百分点。整体而言, 公司冰箱增长只是分享了行业的增长, 但市场份额并没有太大改变。此外, 公司中报还揭示: 上半年冰箱销量同比增长 38%, 比冰箱收入增长高出 3 个百分点。反映出公司平均售价有所降低。冰箱之外, 公司上半年空调销售 10.2 亿, 仅增长 22%, 远低于行业增速, 而毛利率仅 7.8%, 较去年下降 5.8 个百分点, 反映出空调业务盈利能力较差。去年年底公司收购大股东空调资产后, 怎样拓展市场, 提高盈利水平尚有较长的路要走。
- 从内外销角度, 内销收入 38.9 亿, 增长 32.6%, 出口收入 3.9 亿, 增长 22.9%。但出口毛利率仅下降 7.1%, 较去年下降 4 个百分点。而内销毛利率基本稳定在 27% 左右。而对于市场非常关注的销售费用率居高不下的问题, 由于公司正处于扩张阶段, 销售费用增长势头并没有改变, 上半年销售费用增长 48%, 仍高于收入增长, 故销售费用率上升 1.9 个百分点, 至 21.6%。
- 本报告期内公司累计出售了科大讯飞 3,618,233 股可供出售金融资产, 取得税后净投资收益 11459 万元(另外获得股票股利分红 21 万元)。截至 2010 年 06 月 30 日, 公司尚持有安徽科大讯飞信息科技股份有限公司股票 84767 股。
- 公司正处在扩张期, 加上季节性因素, 上半年经营活动现金流为每股负 0.40 元。
- 公司 4 月份宣布了定向增发方案, 如能顺利完成, 对公司意义十分重大。1) 公司净资产一次性增长 85%, 资金实力显著增强。2) 公司产能不足的问题能够得以缓解。3) 产能总量增长的同时, 产品结构也将得以优化。4) 未来公司产业布局和营销体系可进一步完善。目前该事项尚在推动中, 尽管得到了控股股东的大力支持(将出资 4 亿认购增发股份)。但是公司二级市场股价一直在增发价 10.18 元附近波动, 想吸引战略投资者参与增发还有大量的工作要做。
- 盈利预测和投资评级。由于公司销售增长低于预期, 费用率下降趋势并不明确。我们调低公司 10 年, 11 年业绩预测, 预计全年 EPS0.80 元, 0.70 元。按照 10 年经营性 EPS0.48 元 22 倍 PE 估值, 公司合理价值为 10.50 元左右, 调低公司评级至“中性”。**风险提示:** 增发事项存在不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2010E
营业收入(百万元)	4,814	6,324	8,491	10,603
同比(%)		31%	34%	25%
归属母公司净利润(百万元)	27	301	329	290
同比(%)		997%	9%	-12%
毛利率(%)	21.0%	27.6%	24.8%	25.2%
ROE(%)	2.2%	22.1%	22.1%	16.7%
每股收益(元)	0.07	0.73	0.80	0.70
P/E	160	15	13	15
P/B		3.2	2.7	1.8
EV/EBITDA				

资料来源: 中投证券研究所

1. 半年损益表同比

表 1: 半年损益表同比

科目(单位: 百万)	2010 年 H1	2009 年 H1	同比
一、营业总收入	4,576	3,393	34.8%
二、营业总成本	4,548	3,366	35%
其中: 营业成本	3,448	2,555	35%
毛利率(简单测算)	24.6%	24.7%	-0.1%
营业税金及附加	18	19	
销售费用	986	667	48%
销售费用率	21.6%	19.6%	1.9%
管理费用	84	96	-12%
管理费用率	1.8%	2.8%	-1.0%
财务费用	-4	12	
资产减值损失	16	17	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	138	10	
三、营业利润	165	38	338%
加: 营业外收入	95	6	
减: 营业外支出	1	0	
四、利润总额	259	43	499%
减: 所得税费用	40	8	
综合所得税率	15.5%	17.9%	
五、净利润	219	36	516%
净利润率	4.8%	1.0%	
归属于母公司净利润	219	36	503%
少数股东损益	0	-1	
六、总股本	414	414	
七、每股收益:	0.53	0.09	503%
八、扣除投资收益后利润总额	122	33	270%
九、扣除后净利润(考虑所得税)	103	27	281%
十、扣除投资收益后 EPS	0.25	0.07	281%

资料来源: 公司财报 中投证券研究所

2. 盈利预测

表 2: 盈利预测

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	8,491	10,603
营业收入增长率		31.4%	34.3%	24.9%
二、营业总成本	4,792	6,235	8,331	10,304
其中: 营业成本	3,804	4,576	6,387	7,935
综合毛利率 (简单测算)	21.0%	27.6%	24.8%	25.2%
营业税金及附加	19	30	40	52
销售费用	743	1,392	1,696	2,056
销售费用率	15.4%	22.0%	20.0%	19.4%
管理费用	156	185	172	204
管理费用率	3.2%	2.9%	2.0%	1.9%
财务费用	49	20	1	12
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	156	8
三、营业利润	24	303	316	307
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	389	343
减: 所得税费用	5	57	60	53
综合所得税率	14.6%	15.8%	15.5%	15.5%
五、净利润	28	301	329	290
净利润率	0.6%	4.8%	3.9%	2.7%
归属于母公司净利润	27	301	329	290
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	0.80	0.70
八、扣除投资收益后利润总额	30	144	233	335
九、扣除后净利润 (考虑所得税)	25	121	197	283
十、扣除投资收益后 EPS	0.06	0.29	0.48	0.68

资料来源: 公司财报 中投证券研究所

盈利预测和投资评级。由于公司销售增长低于预期，费用率下降趋势并不明确。我们调低公司 10 年，11 年业绩预测，预计全年 EPS0.80 元，0.70 元。按照 10 年经营性 EPS0.48 元 22 倍 PE 估值，公司合理价值为 10.50 元左右，调低公司评级至“中性”。

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

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。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士, 2 年国际金融咨询工作经验。

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	北京	上海
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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