



17 Nov 2010 | 5 pages

美菱电器 (000521)

增发夯实增长基础 期间费用率下降空间较大

— 调研简报

刘迟到 执业证书编号: S1230210050004

021-64718888-1225

liuchidao@stocke.com.cn

本报告导读:

- 增发稳定推进中
- 销售渠道改革带来费用率下降

事件: 我们近期调研了美菱电器, 并与相关领导就公司发展情况进行了交流。

投资要点:

■ 增发扩大产能, 夯实增长基础

目前公司生产基地分布于江西、绵阳和合肥本部, 其中江西、绵阳各有一条生产线, 年冰箱产能均为 60 万台, 加上合肥的 5 条生产线, 合计冰箱产能约 500 万台/年。07 年-09 年我国多门冰箱销量占比从 12% 提升到 22%, 销售额占比也从 28% 提高到 41%, 我国冰箱行业消费升级速度不断加快, 公司近几年高端冰箱 (主要以雅典娜子品牌为主) 高速成长, 但当前仅有一条高端冰箱生产线, 雅典娜高端产品供不应求, 面临一定产能不足的瓶颈。此次非公开增发后, 公司每年将新增 200 万台豪华高端冰箱、60 万台节能冰箱以及 120 万台冰柜的产能, 预计 2012 年公司高端雅典娜冰箱的销售占比将达到 30% 以上, 项目投产后, 伴随着产能的扩大, 发展速度将进一步加快。

■ 销售渠道变革

公司进行销售渠道革新, 推行合资营销公司模式, 经过前期试点, 效果良好, 今年已开始大规模推广, 合资销售公司由经销商、公司和管理团队共同成立, 未来计划建成三十家合资公司负责全国的营销。公司终端销售网点近几年来快速扩大, 05 年公司仅 3000 个销售网点, 09 年 17000 家, 今年已经达到 21000 家, 另外公司正在整合长虹空调和公司本身冰箱的销售渠道, 未来整合完毕后, 协同效应的发挥有利于销售费用率的降低。

■ 空调定位高效能, 随冰箱业务稳步发展

虽然公司年空调销量仅为 100 台左右, 相对于美的、格力接近 2000 万台的销量来讲, 空调竞争实力较弱, 但是公司所生产空调全部为一级和超高效能空调, 今年 1-6 月份空调业务毛利率仅为 7.8%, 远低于行业平均水平, 主要原因一方面是节能补贴计入营业外收入, 另一方面由于公司空调规模化优势不明显, 摊销费用较高所致, 未来公司空调业务将以销定产, 伴随冰箱业务发展而稳定增长。

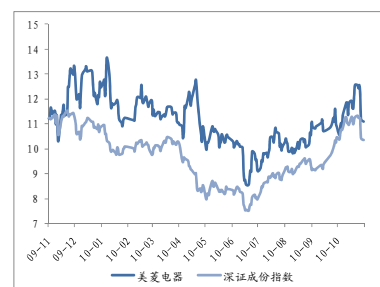
■ 预计费用率降低以抵消投资收益大幅下降冲击

前三季度公司投资收益达到 1.16 亿元, 占税前利润总额的 33%, 公司已经把科大讯飞股票出售完毕, 11 年投资收益的下降将给公司带来一定的业绩压力。今年以来公司销售费用率从一季度的 22.68%, 下降到三季度的 20.70%, 虽然销售费用率不断下降, 但相对于行业平均水平, 仍然处于高位水平 (09 年行业销售费用率平均水平为 13.09%)。目前公司农村市场已经布局完毕, 未来投入仅为渠道维护费用, 通过销售体制的改革, 建立合资公司, 公司销售费用率仍有较大的下降空间以抵消投资收益大幅下降给公司业绩带来的冲击。

评级: 买入

当前价格: 10.95 元

单季度业绩	元/股
4Q/2009	0.27
1Q/2010	0.27
2Q/2010	0.26
3Q/2010	0.19



公司简介

公司冰箱市场占有率一直位于行业前五名, 借助家电下乡, 近两年来发展速度进一步加快。

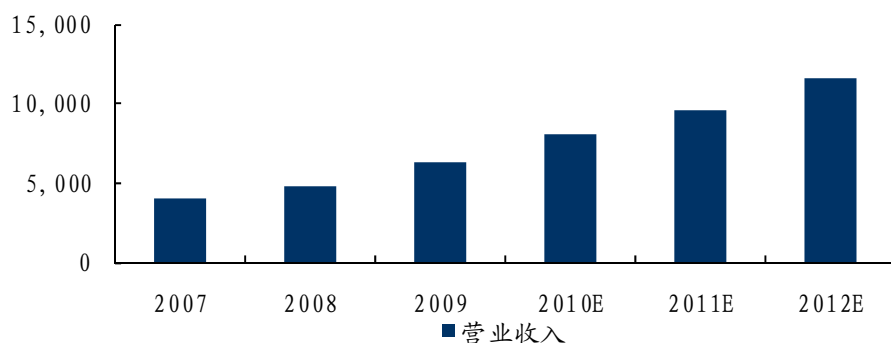




■ 投资建议

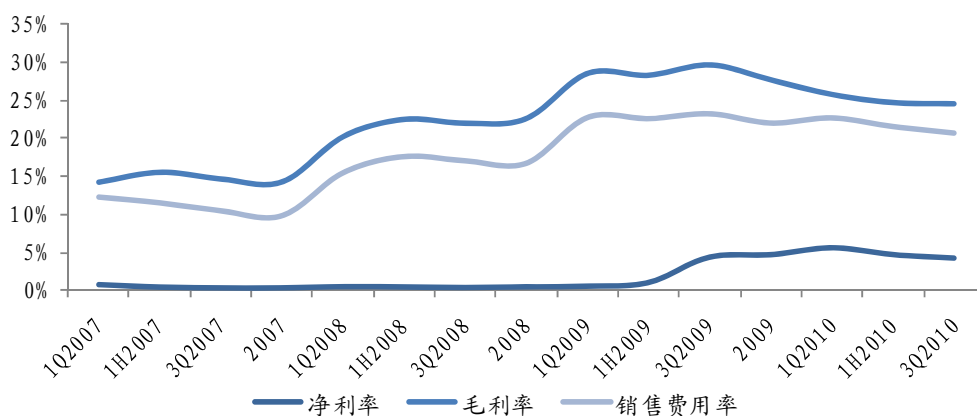
考虑非公开发行的影响，我们预计未来公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 0.85 元、0.70 元和 0.85 元，以 11 月 16 日收盘价 10.95 元计算，对应的动态市盈率分别为 12.9 倍、15.6 倍和 12.9 倍，目前股价存在一定的低估，并且非公开发行提供一定的交易性机会，首次给予公司“买入”投资评级。

图表 1: 公司营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图表 2: 公司费用率变化



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所





图表 3: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3138	3701	5236	6347	营业收入	6324	8025	9630	11577
现金	748	1255	2302	2601	营业成本	4576	5944	7120	8507
应收账款	317	712	528	891	营业税金及附加	30	30	36	47
其它应收款	18	228	30	385	营业费用	1392	1605	1830	2176
预付账款	110	125	162	199	管理费用	185	252	289	356
存货	1053	801	1466	1319	财务费用	20	-3	-14	-29
其他	893	580	748	952	资产减值损失	33	23	29	27
非流动资产	1649	1657	1651	1624	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	43	41	38	投资净收益	214	120	0	0
固定资产	803	791	803	829	营业利润	303	294	341	492
无形资产	604	539	473	424	营业外收入	57	150	110	50
其他	205	284	334	332	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4787	5358	6887	7971	利润总额	358	443	449	540
流动负债	3250	3579	4627	5253	所得税	57	87	81	92
短期借款	184	345	327	298	净利润	301	356	367	448
应付账款	1157	1144	1636	1719	少数股东损益	-0	4	2	3
其他	1908	2090	2664	3236	归属母公司净利润	301	351	365	445
非流动负债	188	74	78	87	EBITDA	461	399	443	592
长期借款	15	14	8	6	EPS (元)	0.73	0.85	0.70	0.85
其他	172	60	69	81					
负债合计	3437	3653	4705	5340	主要财务比率				
少数股东权益	25	30	32	34	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	414	414	524	524	成长能力				
资本公积	660	660	660	660	营业收入	31.4%	26.9%	20.0%	20.2%
留存收益	250	602	967	1412	营业利润	1175.1%	-3.0%	15.8%	44.5%
归属母公司股东权益	1324	1676	2151	2596	归属于母公司净利润	1000.2%	16.6%	4.0%	21.9%
负债和股东权益	4787	5358	6887	7971	获利能力				
					毛利率	27.6%	25.9%	26.1%	26.5%
现金流量表					净利率	4.8%	4.4%	3.8%	3.8%
					ROE	22.7%	21.0%	17.0%	17.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	42.7%	46.4%	-195.6%	-2646.9%
经营活动现金流	-7	360	1059	400	偿债能力				
净利润	301	356	367	448	资产负债率	71.8%	68.2%	68.3%	67.0%
折旧摊销	138	109	117	128	净负债比率	5.88%	9.98%	7.28%	5.77%
财务费用	20	-3	-14	-29	流动比率	0.97	1.03	1.13	1.21
投资损失	-214	-120	0	0	速动比率	0.64	0.81	0.81	0.96
营运资金变动	-266	27	582	-147	营运能力				
其它	14	-8	8	0	总资产周转率	1.46	1.58	1.57	1.56
投资活动现金流	533	-19	-114	-96	应收账款周转率	20	16	16	16
资本支出	200	234	140	90	应付账款周转率	4.94	5.17	5.12	5.07
长期投资	-110	-49	10	23	每股指标 (元)				
其他	623	167	35	17	每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.85	0.70	0.85
筹资活动现金流	-187	166	102	-6	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.02	0.87	2.02	0.76
短期借款	-152	161	-18	-29	每股净资产 (最新摊薄)	3.20	4.05	4.11	4.96
长期借款	-4	-1	-6	-2	估值比率				
普通股增加	0	0	110	0	P/E	15.70	13.46	16.38	13.44
资本公积增加	-413	0	0	0	P/B	3.57	2.82	2.78	2.31
其他	382	6	16	26	EV/EBITDA	8.73	10.07	9.07	6.80
现金净增加额	338	507	1047	299					

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

