



上市公司半年报点评

证券研究报告
家电行业

增 持 维持

美菱电器 (000521)

2011 年 08 月 02 日

2 季度环比改善明显，上半年增长符合预期

2011 年 8 月 1 日收盘价: 9.10 元

家电行业分析师: 陈子仪
SAC 执业证书编号: S0850210050002
chenzy@htsec.com
021-23219244
联系人: 孔维娜
kongwn@htsec.com
021-23219223

事件: 美菱电器今日发布半年报。报告期内, 公司实现营业收入 54.75 亿元, 同比增长 19.65%; 利润总额 1.39 亿元, 同比下滑 46.20%; 实现归属母公司净利润 1.26 亿元, 同比下滑 42.29%, 对应每股收益 0.24 元。报告期内公司经营活动产生的现金流量净额-5.44 亿元, 对应每股-1.03 元。

盈利预测与投资建议。公司二季度环比改善明显, 收入、业绩增长基本符合预期。展望下半年, 在行业增速放缓的背景下公司规模将保持稳定增长; 同时, 合资营销公司的成立、战略降本等举措有利于公司整体效率及盈利能力的提升。我们维持此前的盈利预测, 预计公司2011-13年EPS分别为0.45、0.60、0.79元。公司最新收盘价9.10元, 对应2011年20.22倍市盈率, 维持“增持”评级。

表 1 公司单季度数据对比 (%)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
营业总收入 (亿元)	12.39	21.54	18.50	10.81	19.53	26.23	23.23	13.29	22.14	32.61
YoY					57.55	21.79	25.52	22.97	13.41	24.30
QoQ		73.79	-14.09	-41.60	80.70	34.34	-11.46	-42.79	66.65	47.24
综合毛利率	27.65	22.99	28.69	35.09	25.71	23.85	24.15	20.22	20.73	21.91
销售费用率	22.81	17.82	22.42	28.72	22.68	20.72	19.03	19.93	15.85	19.32
毛利率-销售费用率	4.84	5.17	6.27	6.37	3.03	3.13	5.13	0.29	4.88	2.59
管理费用率	3.03	2.69	2.32	4.26	1.87	1.82	2.32	7.07	2.81	2.50
财务费用率	0.75	0.13	0.07	0.56	-0.10	-0.09	-0.29	-0.07	-0.32	-0.25
营业利润率	0.50	1.46	9.55	8.22	4.77	2.74	2.62	-6.77	2.10	-0.75
税前利润率	0.59	1.67	9.63	12.63	6.53	5.02	4.04	1.79	2.18	2.80
所得税率	29.22	15.57	15.71	15.38	13.16	17.86	15.35	-18.77	19.72	9.45
净利润率	0.48	1.41	8.14	10.58	5.67	4.12	3.41	2.11	1.72	2.70
净利润 (亿元)	0.06	0.30	1.51	1.14	1.11	1.08	0.79	0.28	0.38	0.88
YoY					1,763.95	256.07	-47.45	-75.43	-65.56	-18.44

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

二季度收入增长 24.30%符合预期。公司二季度实现营业收入 32.61 亿元, 同比增长 24.30%, 收入增速较一季度有较大幅度提升; 公司上半年共实现收入 54.75 亿元, 同比增长 19.65%, 符合预期。

内销增速平稳, 出口快速增长。内销方面, 公司营销体制改革初步完成, 上半年公司内销收入同比增长 16.19%, 受行业整体增长放缓影响增速低于去年同期 (32.56%)。出口方面, 公司加强了亚非等新兴市场的拓展, 上半年出口业务收入同比增长 63.07%, 其中冰箱、冰柜出口销量同比增长 27.70%, 空调出口销量同比增长 96.43%。

分产品来看，冰箱、冰柜上半年同比增长 8.14%，表现弱于行业平均，低于预期；而空调则受益于海外拓展以及内销的高景气度，上半年收入同比增长 49.88%，超出我们预期。

表 2 公司分地区收入、增速及毛利率情况

	1H2010	1H2011	同比变动	2H2010	环比变动
收入（亿元）					
内销	38.94	45.25	16.19%	30.60	47.87%
出口	3.95	6.44	63.07%	3.61	78.27%
主营业务收入	42.89	51.69	20.51%	34.21	51.08%
毛利率（%）					
内销	27.20	25.06	-2.14	25.62	-0.56
出口	7.08	2.44	-4.65	7.93	-5.50
主营业务毛利率	25.35	22.24	-3.11	23.75	-1.51

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 公司分产品收入、增速及毛利率情况

	1H2010	1H2011	同比变动	2H2010	环比变动
收入（亿元）					
冰箱（柜）	32.73	35.40	8.14%	26.96	31.30%
空调	10.16	15.23	49.88%	6.14	148.17%
洗衣机		0.57		0.69	-17.93%
其他		0.50		0.43	16.60%
主营业务收入	42.89	51.69	20.51%	34.21	51.08%
毛利率（%）					
冰箱（柜）	30.79	26.88	-3.91	26.79	0.08
空调	7.82	11.86	4.04	10.64	1.22
洗衣机		13.15		23.31	-10.17
其他		20.41		20.98	-0.57
主营业务毛利率	25.35	22.24	-3.11	23.75	-1.51

资料来源：公司公告，海通证券研究所

综合毛利率同比下滑，环比改善。公司二季度综合毛利率 23.85%，同比下滑 1.94 个百分点，环比提升 1.18 个百分点。上半年，公司毛利率同比下滑 3.21 个百分点，主要由于原材料、人力成本等同比上升所致；分产品看，上半年冰箱（柜）毛利率同比下滑 3.91 个百分点；而空调受益于产品结构优化毛利率同比上升 4.04 个百分点。

表 4 公司报告期数据分析（%）

% of sales	1H10	1H11	同比变化	利润率贡献	2Q10	2Q11	同比变化	利润率贡献	1Q11	环比变化	利润率贡献
毛利	24.64	21.43	-3.21	-3.21	23.85	21.91	-1.94	-1.94	20.73	1.18	1.18
营业税金及附加	0.40	0.36	-0.05	0.05	0.42	0.45	0.04	-0.04	0.21	0.25	-0.25
销售费用	21.56	17.92	-3.64	3.64	20.72	19.32	-1.40	1.40	15.85	3.47	-3.47
管理费用	1.84	2.62	0.78	-0.78	1.82	2.50	0.68	-0.68	2.81	-0.31	0.31
财务费用	-0.10	-0.28	-0.18	0.18	-0.09	-0.25	-0.16	0.16	-0.32	0.06	-0.06
资产减值损失	0.34	0.42	0.08	-0.08	0.37	0.65	0.28	-0.28	0.09	0.55	-0.55
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

投资收益	3.01	0.01	-3.00	-3.00	2.12	0.00	-2.12	-2.12	0.01	-0.01	-0.01
营业利润	3.61	0.40	-3.20	-3.20	2.74	-0.75	-3.49	-3.49	2.10	-2.85	-2.85
营业外收入	2.07	2.18	0.11	0.11	2.29	3.60	1.30	1.30	0.10	3.49	3.49
营业外支出	0.01	0.04	0.03	-0.03	0.01	0.05	0.04	-0.04	0.03	0.02	-0.02
利润总额	5.67	2.55	-3.12	-3.12	5.02	2.80	-2.23	-2.23	2.18	0.62	0.62
所得税	0.88	0.33	-0.55	0.55	0.90	0.26	-0.63	0.63	0.43	-0.17	0.17
税后利润	4.78	2.22	-2.57	-2.57	4.13	2.53	-1.59	-1.59	1.75	0.78	0.78
少数股东损益	0.01	-0.09	-0.10	0.10	0.01	-0.17	-0.18	0.18	0.03	-0.20	0.20
归属于母公司所有者的净利润	4.78	2.30	-2.47	-2.47	4.12	2.70	-1.42	-1.42	1.72	0.98	0.98

资料来源：海通证券研究所

营销体制改革使得销售费用率大幅下降，剔除投资收益影响后净利润同比增长约55%。上半年公司完成了营销分部改制成立合资营销公司的工作，同时成立了国内营销事业部。本次营销体制改革使得营销效率大幅提升，一、二季度公司销售费用率同比分别下滑6.83、1.40个百分点，同期期间费用率合计分别同比下滑6.12、0.88个百分点。我们认为，营销体制改革对于公司销售费用率的降低作用还将持续。受合并美菱集团及其下属子公司和营销合资公司的相关数据影响，管理费用较上年度同期大幅增长70.16%，占收入比例较去年同期提高0.78个百分点。

由于上半年投资收益大幅减少，该部分利润贡献同比大幅下降3个百分点，使得公司营业利润率同比下滑3.20个百分点。另外，本期公司所得税支出同比下降55%，为利润率提升贡献0.55个百分点；综合营业外收支及少数股东损益影响，公司上半年净利润率同比下滑2.47个百分点至2.30%，业绩同比下滑42.29%。但若剔除投资收益的影响，公司净利润同比增长约55%。

盈利预测与投资建议。公司二季度环比改善明显，收入、业绩增长基本符合预期。展望下半年，在行业增速放缓的背景下公司规模将保持稳定增长；同时，合资营销公司的成立、战略降本等举措有利于公司整体效率及盈利能力的提升。我们维持此前的盈利预测，预计公司2011-13年EPS分别为0.45、0.60、0.79元。公司最新收盘价9.10元，对应2011年20.22倍市盈率，维持“增持”评级。

主要不确定因素。行业增速放缓，公司产品市占率下滑，盈利能力下降。

相关研究：

美菱电器 2011 年一季报点评：剔除投资收益影响净利润同比增长 32% 2011-04-26

美菱电器 2010 年报点评：收入符合预期，毛利率拖累业绩不达预期 2011-03-08

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。