

业绩低于预期 管理费率过高

中性下调

投资要点:

- 多元化战略初见成效: 向白电结构件领域拓展
- 今年主要是投入期, 折旧费用增加, 期待未来的产出

报告摘要:

- **业绩再次显著低于预期。**收入增长略低于预期, 净利润增长显著低于预期。2011 年上半年营业收入 9.36 亿元, 同比增长 22%; 营业利润 0.35 亿元, 同比下降 44%; 归属于上市公司股东净利润为 0.30 亿元, 同比下降 43%。公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比下降 20%~50%。**盈利能力快速下滑, 低于预期。**毅昌 2011 年上半年毛利率为 17.3%, 同比下降了 1.2 个百分点; 三大费用率为 13.3%, 同比增加了 3.2 个百分点; 净利率为 3.4%, 同比下降了 4.1 个百分点。**管理费用率增幅高于预期。**费用主要是管理费用率大幅上升, 上半年管理费用率为 9.8%, 同比增加了 3.3 个百分点; 销售费用率和财务费用率变化不大。
- **原因: 需求和成本双杀外, 管理费用增加过大。**1.彩电行业增速低于预期, 上半年同增 1%, 其中液晶电视增速为 9%。上半年公司的黑电结构件收入同比下降 2%。2.由于原材料成本和人工成本上升明显, 公司的各类子产品的毛利率均出现下滑。3.管理费用比去年同期增长了 84.68%, 系公司加大了研发投入, 研发费用同比增长超 300%。
- **下调评级为“中性”。**我们大幅下调毅昌今年的盈利预测, 预计毅昌 2011-2013 年营业收入增速分别为 27%、23%、20%, 归属母公司股东净利润分别增长-10%、57%、31%, EPS 分别为 0.31、0.48、0.63。2011 年 PE 为 29 倍, 未来 3 年复合增长率约为 23%, PEG 为 1.26, 目前公司估值偏高, 考虑到下游几个行业中彩电、汽车行业仍维持低迷, 白电行业高景气已过, 我们将由“增持”下调为“中性”评级。
- **风险提示:** (1) 下游需求没有如期复苏; (2) 多元化进程慢于预期; (3) 成本上升: 原材料成本和人工成本快速上涨。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1486.32	1860.63	2363.37	2917.38	3494.62
同比增长率	16.28%	25.18%	27.02%	23.44%	19.79%
归属母公司净利润(百万元)	122.04	136.81	123.44	194.11	254.40
同比增长率	71.67%	12.11%	-9.77%	57.25%	31.06%
每股收益(元)	0.304	0.341	0.308	0.484	0.634
P/E (倍)	29.31	26.14	28.98	18.43	14.06

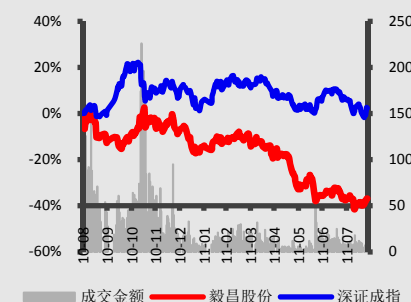
家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	4.01
流通股本(亿)	1.4518
股价(元)	8.92
第一大股东	广州高金技术产业集团有限公司
第一大股东持股比例	43%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

毅昌股份 (002420): 今年业绩随需求好转 (2011.03.31)

毅昌股份调研报告: 毅昌是一条好鲶鱼 (2011.01.12)

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响 (2011.07.19)

空调行业 11 年 2 月报: 空调春季漫步飞扬 出口超预期(2011.02.22)

一、业绩再次显著低于预期

收入增长略低于预期,净利润增长显著低于预期。2011 年上半年营业收入 9.36 亿元,同比增长 22%;营业利润 0.35 亿元,同比下降 44%;归属于上市公司股东净利润为 0.30 亿元,同比下降 43%。营业收入略低于预期(增长 30%),净利润明显低于预期(正增长);2011 年上半年 EPS 为 0.0744 元。

公司在 4 月 14 日一季报中预告今年上半年归母净利润同比增速为: -15%~15%。

公司在 7 月 12 日对中报业绩预告进行了**显著向下修正**,公告归母净利润增速同比下降 30%~60%。

公司在 7 月 27 日中报业绩快报中披露: 归母净利润同比下降 43.45%。

此次公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润**同比下降 20%~50%**。我们认为公司完不成年初制定的净利润 1.8 亿元(同比增长 22.50%)的任务。

盈利能力快速下滑,低于预期。毅昌 2011 上半年毛利率为 17.3%,同比下降了 1.2 个百分点;三大费用率为 13.3%,同比增加了 3.2 个百分点;净利率为 3.4%,同比下降了 4.1 个百分点。

管理费用率增幅高于预期。费用主要是管理费用率大幅上升,上半年管理费用率为 9.8%,同比增加了 3.3 个百分点;销售费用率和财务费用率变化不大。

二、原因: 需求和成本双杀外,管理费用增加过大

1.收入低于预期: 需求继续低迷

彩电行业增速低于预期,上半年同比增长 1%,其中液晶电视增速为 9%。

上半年公司的黑电结构件收入同比下降 2%。

2.毛利率下滑: 成本上升

由于原材料成本和人工成本上升明显,公司的各类子产品的毛利率均出现下滑。上半年原材料(改性塑料、钣金结构件等)采购平均价格较去年同期上涨,导致材料成本增加。

3.管理费用率上升

管理费用比去年同期增长了 84.68%,主要原因系公司加大了研发投入,研发费用同比增长超 300%。

三、盈利预测与估值：下调评级

我们大幅下调毅昌股份今年的盈利预测，下调评级为“中性”。略微下调今年收入增速：下调黑电、汽车收入增速，上调白电收入增速，提高管理费用率。

预计毅昌 2011-2013 年营业收入增速分别为 27%、23%、20%，归属母公司股东净利润分别增长-10%、57%、31%，EPS 分别为 0.31、0.48、0.63。2011 年 PE 为 29 倍，未来 3 年复合增长率约为 23%，PEG 为 1.26，目前公司估值偏高，考虑到下游几个行业中，彩电、汽车行业仍维持低迷，白电行业高景气已过，我们将由“增持”下调为“中性”评级。

表 1：财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1278.18	1486.32	1860.63	2363.37	2917.38	3494.62
增长率(%)	22.60%	16.28%	25.18%	27.02%	23.44%	19.79%
归属母公司股东净利润	71.09	122.04	136.81	123.44	194.11	254.40
增长率(%)	6.62%	71.67%	12.11%	-9.77%	57.25%	31.06%
每股收益(EPS)	0.177	0.304	0.341	0.308	0.484	0.634
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.254	0.480	-0.243	0.859	-0.222	1.225
销售毛利率	15.59%	18.36%	17.71%	17.46%	17.63%	17.77%
销售净利率	5.84%	8.92%	7.90%	5.61%	7.15%	7.82%
净资产收益率(ROE)	13.88%	19.24%	8.62%	7.22%	10.19%	11.78%
投入资本回报率(ROIC)	19.95%	24.10%	21.59%	10.00%	16.34%	16.85%
市盈率(P/E)	50.32	29.31	26.14	28.98	18.43	14.06
市净率(P/B)	6.98	5.64	2.25	2.09	1.88	1.66
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1278.18	1486.32	1860.63	2363.37	2917.38	3494.62
减: 营业成本	1078.90	1213.36	1531.03	1950.77	2403.14	2873.63
营业税金及附加	3.77	4.96	2.55	6.03	7.45	8.92
营业费用	26.72	34.93	46.97	62.63	72.93	83.87
管理费用	62.40	77.14	109.28	200.89	204.22	227.15
财务费用	19.60	15.23	11.64	-8.52	-11.24	-16.04
资产减值损失	3.32	4.89	0.35	2.85	2.85	2.85
加: 投资收益	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.46	135.81	158.80	148.72	238.04	314.24
加: 其他非经营损益	2.14	10.21	8.83	7.30	7.30	7.30
利润总额	85.60	146.01	167.63	156.02	245.33	321.54
减: 所得税	10.97	13.51	20.65	23.40	36.80	48.23
净利润	74.64	132.51	146.98	132.62	208.53	273.31
减: 少数股东损益	3.55	10.47	10.17	9.17	14.42	18.91
归属母公司股东净利润	71.09	122.04	136.81	123.44	194.11	254.40

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表和现金流量表预测

资产负债表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	168.55	294.79	678.12	620.72	513.63	1032.48
应收和预付款项	604.43	663.69	845.47	1102.05	1301.78	1577.46
存货	168.93	153.94	361.34	225.09	497.33	366.53
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	241.16	272.51	551.02	698.77	644.52	546.28
无形资产和开发支出	49.57	83.09	114.60	102.60	90.61	78.61
其他非流动资产	0.63	0.20	0.38	0.19	0.00	0.00
资产总计	1233.27	1468.23	2550.94	2749.43	3047.88	3601.35
短期借款	193.33	261.14	200.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	488.70	514.00	639.16	905.05	994.96	1275.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	24.82	34.45	90.35	90.35	90.35	90.35
负债合计	706.85	809.59	929.51	995.39	1085.30	1365.46
股本	338.00	338.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	44.32	44.31	797.12	797.12	797.12	797.12
留存收益	129.98	252.02	388.83	512.27	706.38	960.79
归属母公司股东权益	512.30	634.32	1586.95	1710.39	1904.50	2158.91
少数股东权益	14.13	24.31	34.48	43.65	58.07	76.98
股东权益合计	526.42	658.63	1621.43	1754.04	1962.58	2235.88
负债和股东权益合计	1233.27	1468.23	2550.94	2749.43	3047.88	3601.35
现金流量表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	101.98	192.54	-97.25	344.35	-88.89	491.38
投资性现金净流量	-155.30	-116.47	-277.35	-213.80	-33.80	6.20
筹资性现金净流量	79.63	54.89	738.74	-187.95	15.60	21.26
现金流量净额	25.44	130.88	363.28	-57.40	-107.09	518.84

资料来源: 宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。