



未有评级

000521.SZ/200521.SZ

价格: 人民币 5.21/港币 3.21

板块评级: 增持

美菱电器

受制于行业趋缓

合肥美菱股份有限公司主要从事电冰箱、冰柜和空调的生产和销售等业务,市占率处于国内第三。11年前三季度,公司实现营业收入74.4亿元,同比增长7.9%。实现净利润1.3亿元,同比下降56%,实现每股收益0.21元。行业增速放缓和公司销售渠道改革可能是公司营收增长较慢的主要原因。公司募投项目年底将陆续投产,解决了公司产能瓶颈问题,但面对行业放缓形势,短期将带来压力。

主要要点

- 11年前三季度,公司实现营业收入74.4亿元,同比增长7.9%。实现净利润1.3亿元,同比下降56%,实现每股收益0.21元。毛利率和净利率分别从去年同期的24.5%和4.3%下降到21.6%和1.8%。管理费用率却从去年的2%快速上升至3%。我们预计,随着原材料成本的下降以及销售渠道改革的逐步完成,公司的利润率水平有望逐步恢复。
- 公司正在进行营销改革。向合资营销公司模式转变,陆续通过成立合资公司,把过去的办事处变成独立运营体。目前在全国拥有44家合资营销公司(6家参股,38家控股)。销售渠道改革有利于节省费用,同时,现在对合资营销公司人员考核更加注重效益。
- 未来公司一方面将通过产品技术和外观(工业设计)优化,提高中高端产品占比,另一方面,开源节流,提高效率:重视投入和产出比。公司正在推行战略降本,从采购研发工业设计等方面降低成本。
- 公司未来要坚持中高端转型,重点发展对门、多门产品和节能环保概念产品。募投项目预计到年末开始可以陆续投产,其中包括200万台三门、多门和对开门豪华冰箱,120万台环保冰箱以及120万台冰柜等项目。

主要风险

- 房地产市场调控抑制冰箱需求。
- 家电行业政策不确定性。

投资摘要-A股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,324	8,227	8,941	10,084	11,229
变动(%)	46	30	9	13	11
净利润(人民币 百万)	301	327	199	240	284
全面摊薄每股收益(人民币)	0.727	0.791	0.313	0.376	0.446
变动(%)	1,072.7	8.7	(60.4)	20.3	18.6
核心每股收益(人民币)	0.683	0.325	0.117	0.369	0.442
变动(%)	676.3	(52.3)	(64.1)	215.7	19.8
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	6.6	16.7	13.9	11.7
核心市盈率(倍)	7.6	16.0	44.7	14.2	11.8
每股现金流量(人民币)	(0.02)	0.90	0.66	0.83	0.99
价格/每股现金流量(倍)	(292.2)	5.8	7.9	6.3	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	2.7	7.9	3.5	2.1
每股股息(人民币)	0.000	0.025	0.031	0.038	0.044
股息率(%)	0.0	0.5	0.6	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现-A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(45)	(14)	(23)	(47)
相对新华富士 A50 指数	(31)	(8)	(17)	(29)

发行股数(百万)	636
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	2,541
3个月日均交易额(人民币 百万)	18
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
四川长虹	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2011年12月7日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

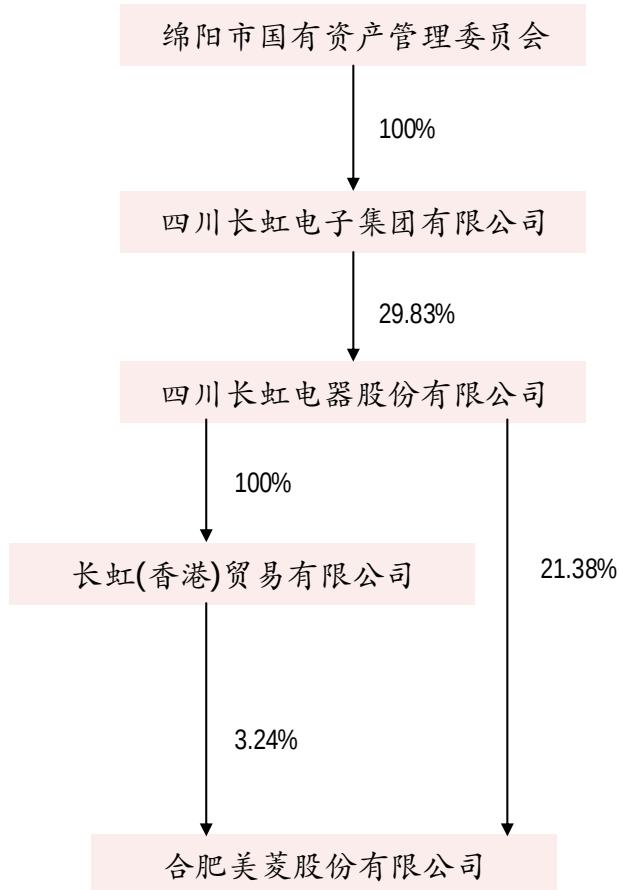
huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

公司概况

合肥美菱股份有限公司的前身是合肥美菱电冰箱总厂，1992年6月改制，并与1993年10月在深交所上市交易，1996年发行1亿股B股在深交所上市。目前总股本为636,449,338股，第一大股东是四川长虹电器股份有限公司，持有其21.38%股份。实际控制人为绵阳市国资委。公司主要从事电冰箱、冰柜和空调的生产和销售等业务。

图表 1. 股权结构



资料来源：公司数据

业绩表现不佳

11年前三季度，公司实现营业收入74.4亿元，同比增长7.9%。实现净利润1.3亿元，同比下降56%，实现每股收益0.21元。行业增速放缓和公司销售渠道改革可能是公司营收增长较慢的主要原因。同时，原材料成本上涨较快以及管理费用的快速提升导致利润水平大幅下降。前三季度，毛利率和净利率分别从去年同期的24.5%和4.3%下降到21.6%和1.8%。虽然销售渠道改革使得销售费用率从去年同期的20.7%下降至今年的18.2%，但管理费用率却从去年的2%快速上升至3%。我们预计，随着原材料成本的下降以及销售渠道改革的逐步完成，公司的利润率水平有望逐步恢复。

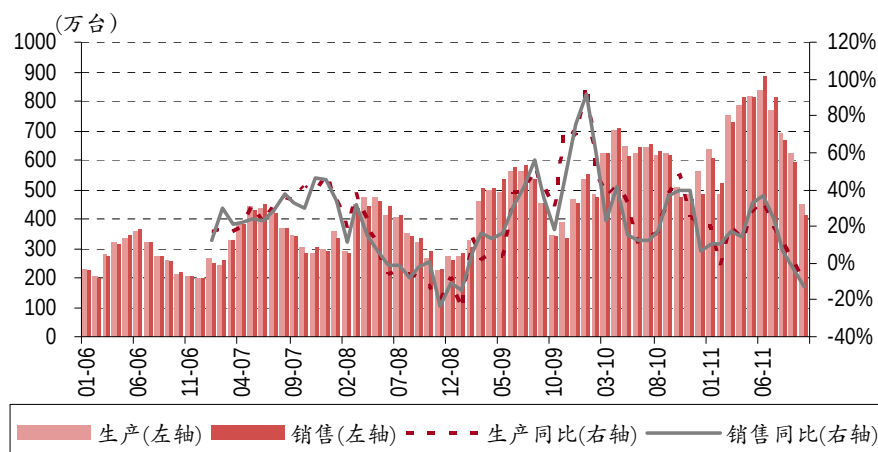
图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年前三季度	11 年前三季度	同比(%)
营业收入	6,898.3	7,442.7	7.9
营业成本	5,209.7	5,835.8	12.0
毛利润	1,688.6	1,606.8	(4.8)
营业税金及附加	29.2	29.7	2.0
管理费用	138.1	231.3	67.5
销售费用	1,428.3	1,356.6	(5.0)
经营利润	93.0	(10.8)	(111.6)
资产减值	19.5	9.5	(51.0)
财务费用	(11.2)	(33.3)	196.1
投资收益	140.9	2.3	(98.4)
营业外收入	128.0	121.6	(5.0)
营业外支出	0.7	3.2	350.0
税前利润	353.0	133.5	(62.2)
所得税	54.7	13.2	(75.9)
少数股东损益	0.6	(10.7)	(2007.1)
归属于母公司的净利润	297.8	131.0	(56.0)
每股收益(元)	0.720	0.210	(70.8)

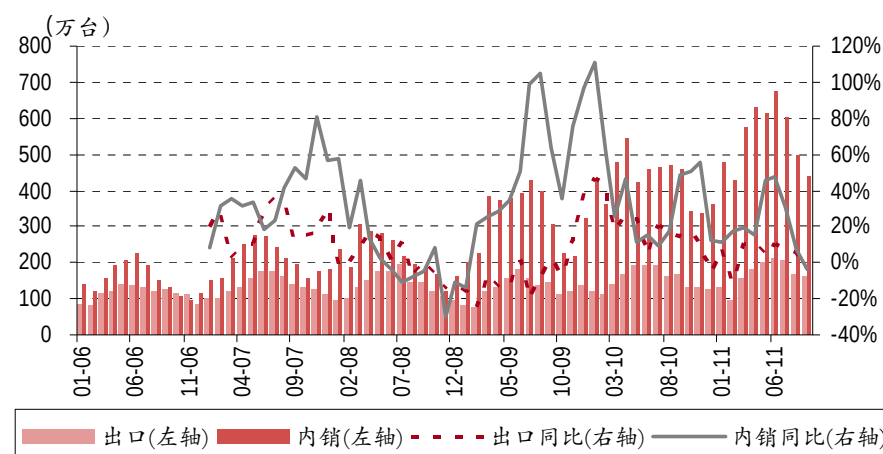
资料来源: 公司数据

受制于行业景气度下降

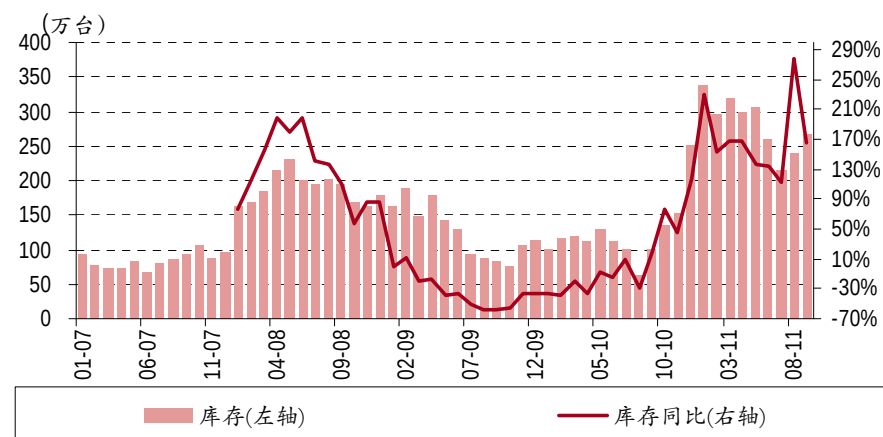
今年前 10 月, 冰箱总产量 6,847 万台, 同比增长 13.9%, 出口 1,640 万台, 同比增长 4.7%, 内销 5,209 万台, 同比增长 17.9%, 增速均低于去年。10 月份单月产量和销量分别下滑 11% 和 13%, 截至 10 月底, 库存为 303 万台, 处于高位。

图表 3. 冰箱产销量


资料来源: 公司数据

图表 4.冰箱内外销量


资料来源：公司数据

图表 5.冰箱库存量


资料来源：公司数据

公司市占率位于国内第三，行业增速放缓是公司三季度业绩表现较差的重要因素，同时家电下乡政策的预期退出，下乡产品份额增长较慢，此外，募投项目尚未投产，不利于公司盈利能力改善。我们认为，冰箱业在经历了两年爆发式增长后，将转为依靠抢占市场份额的掠夺性增长，行业洗牌趋势已经出现。预计 11 年冰箱行业增幅 12%，明年在 5-8% 左右。公司的目标是力保行业前三，预计今年销量 500 万台，到 13 年实现 1,000 万台目标不变。

提高效率和销售公司改革

三季度成本上升较大，主要包括运输、人力和原料成本，尤其是物流成本增长 50%。未来公司一方面将通过产品技术和外观（工业设计）优化，提高中高端产品占比，另一方面，开源节流，提高效率：重视投入和产出比。公司正在推行战略降本，从采购研发工业设计等方面将低成本。

公司正在进行营销改革，向合资营销公司模式转变，陆续通过成立合资公司，把过去的办事处变成独立运营体。目前在全国拥有 44 家合资营销公司（6 家参股，38 家控股）。销售渠道改革有利于节省费用，同时，现在对合资营销公司人员考核更加注重效益。

坚持中高端转型

目前受高端产品产能限制，公司产品主要面向中低端，其三门产品仅占总销售额 30%。未来要坚持中高端转型，重点发展对门、多门产品和节能环保概念产品。由于今年雨水较多，募投项目建设进度受到影响，预计到年末开始可以陆续投产，其中包括 200 万台三门、多门和对开门豪华冰箱，120 万台环保冰箱以及 120 万台冰柜等项目。产能释放有利于公司的长远发展，但面对行业整体放缓的形势，短期内对公司可能造成一定压力。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371