

美菱电器 (000521) 2015 年中报点评

# 上半年收入利润基本持平，出口较快增长拉低毛利率

2015 年 8 月 12 日

## 投资要点

- ❖ **收入保持稳定，业绩小幅下滑。**美菱电器公布 2015 年半年报，2015H1 营业收入 64.3 亿元，同比+1.3%，归母净利润 1.58 亿元，同比-0.5%（扣非后同比+3.4%），对应 EPS 0.21 元。其中 2015Q2 营业收入 37 亿元，同比+0.1%，归母净利润 1.0 亿元，同比-5.6%。收入符合预期，毛利率水平下滑拖累利润增长。
- ❖ **空调份额有所提升，出口增长仍是亮点。**分业务看，公司 15H1 空调/冰箱收入分别同比+4%/-1%。根据产业在线数据，1-6 月空调/冰箱行业销量分别同比-2%/-3%，长虹空调增速优于行业，市占率有所提升，美菱冰箱受行业整体需求平淡影响，销量略有下滑。分地域看，公司 15H1 内/外销分别同比-5%/+33%，产业在线数据显示，1-6 月长虹空调/美菱冰箱出口分别同比+91%/+24%，受益前期海外客户拓展，出口订单逆势增长。预计下半年收入增长基本持平，其中空调短期去库存持续，预计 Q3 收入环比向下，Q4 有望在地产销量拉动下企稳，冰箱收入保持稳定。
- ❖ **出口占比提升拉低毛利率、降低费用率，竞争格局趋紧亦压制盈利能力。**公司 2015H1 毛利率 20.9%，同比-3.8pct，销售费用率 14.7%，同比-3.5pct，带动费用率整体改善-3.6pct，主要因公司低毛利低费用的出口业务占比提升所致。此外，空调毛利率下行也有一定影响，根据中怡康零售数据，1-6 月长虹空调均价同比-2%/+1%，终端需求疲弱背景下，行业竞争格局趋紧，龙头企业为抢占市场份额，调整竞争与经营策略，预计下半年空调售价仍存下降压力。冰箱受益产品结构持续升级、通缩期大宗商品价格走低，有望对冲部分不利影响。
- ❖ **运营效率有所提升，强调经营模式的效率转型。**公司 2015H1 存货周转率同比-0.1pct，经营活动净现金流同比+226%，货币资金+票据 46 亿元，前期渠道变革红利释放，整体渠道周转加快，运营效率有所提升。上半年新建长虹-美菱专卖店 250 家，公司希望通过加强专卖店的销售能力，由政策驱动转变为终端拉动，加快渠道周转，保证公司运营效率。
- ❖ **风险提示：**1.营销变革低于预期；2.行业竞争加剧；
- ❖ **盈利预测及估值。**美菱电器 2015 上半年收入保持平稳，业绩小幅下滑，出口占比提升带来毛利率下降拖累利润增长，前期渠道变革红利持续释放，费用端改善明显，运营效率有所提升。下半年预计收入维持平稳，盈利能力提升空间有限，业绩增长仍有一定压力。小幅下调公司 2015-17 年 EPS 预测至 0.41/0.47/0.53 元（原预测为 0.45/0.53/0.62 元），对应 PE18/16/14 倍，维持“增持”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	10,539	10,765	11,664	12,781	14,009
增长率 YoY%	13.2	2.1	8.3	9.6	9.6
净利润 (百万元)	274	295	314	358	406
增长率 YoY%	42.6	7.5	6.7	14.0	13.4
每股收益 EPS (基本) (元)	0.36	0.39	0.41	0.47	0.53
净资产收益率 ROE%	4.17	4.48	4.83	5.26	5.75
PE	21	20	18	16	14
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	22.3	20.6	16.5	14.8	13.5

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 8 月 11 日收盘价



**增持 (维持)**

当前价：7.59 元

中信证券研究部

金星

电话：021-20262128

邮件：jinxing@citics.com

执业证书编号：S1010512100002

联系人：甘骏

电话：021-20262151

邮件：ganjun@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

## 主要数据

沪深 300 指数	4066.67 点
总股本/流通股本	763.7/591.1 百万股
近 12 月最高/最低价	11.71 元/5.33 元
近 1 月绝对涨幅	-3.68%
近 6 月绝对涨幅	24.87%
今年以来绝对涨幅	17.23%
12 个月日均成交额	164.46 百万元

## 相关研究

1. 美菱电器 (000521) 2014 年一季报点评——季报业绩符合预期，经营性改善仍待观察.....2014-4-21
2. 美菱电器 (000521) 2013 年年报点评——渠道调整侧重提效降费，期待内部变革红利释放.....2014-3-28
3. 美菱电器 (000521) 重大事项点评——智能冰箱 CHIQ 发布，侧重云图像识别技术.....2014-2-27

## 利润表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,539	10,765	11,664	12,781	14,009
营业成本	7,995	8,234	8,882	9,709	10,641
毛利率	24.14%	23.51%	23.85%	24.03%	24.04%
营业税金及附加	104	79	47	51	56
营业费用	1,829	1,770	1,901	2,083	2,277
营业费用率	17.36%	16.44%	16.30%	16.30%	16.25%
管理费用	402	468	478	524	560
管理费用率	3.81%	4.35%	4.10%	4.10%	4.00%
财务费用	-81	-101	-37	-54	-71
财务费用率	-0.77%	-0.94%	-0.32%	-0.42%	-0.51%
投资收益	0	-2	0	0	0
营业利润	276	295	377	467	532
营业利润率	2.62%	2.74%	3.23%	3.66%	3.80%
营业外收入	34	58	50	20	20
营业外支出	4	6	4	5	5
利润总额	306	347	423	482	547
所得税	30	67	106	121	137
所得税率	9.79%	19.29%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	2	-14	3	4	4
归属于母公司股东的净利润	274	295	314	358	406
净利率	2.60%	2.74%	2.69%	2.80%	2.90%
每股收益(元)(摊薄)	0.36	0.39	0.41	0.47	0.53

## 现金流量表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	274	295	314	358	406
少数股东损益	2	-14	3	4	4
折旧和摊销	173	161	114	115	113
营运资金变动	115	-193	-5	357	122
其他	-26	-83	-22	-54	-56
经营现金流	539	165	404	780	588
资本支出	-81	-89	-70	-70	-13
投资收益	2	3	0	0	0
资产变卖	89	118	0	0	0
其他	13	42	0	0	0
投资现金流	23	74	-70	-70	-13
发行股票	0	7	0	0	0
负债变化	0	213	-200	-208	0
股息支出	0	0	-46	-31	-36
其他	-44	-64	37	54	71
融资现金流	-44	156	-209	-185	35
现金净增加额	518	395	125	525	611

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 资产负债表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,266	2,665	2,790	3,315	3,926
存货	1,594	1,766	1,679	1,652	1,810
应收账款	855	1,160	882	906	993
其他流动资产	1,816	1,345	1,541	1,688	1,851
流动资产	6,531	6,936	6,892	7,561	8,580
固定资产	1,139	1,224	1,154	1,122	1,051
长期股权投资	29	14	14	14	14
无形资产	593	562	562	562	562
其他长期资产	230	273	300	287	258
非流动资产	1,991	2,073	2,030	1,985	1,885
资产总计	8,522	9,009	8,921	9,546	10,465
短期借款	66	408	208	0	0
应付账款	1,692	1,681	1,865	2,039	2,235
其他流动负债	3,083	2,944	2,500	2,728	2,977
流动负债	4,841	5,032	4,573	4,767	5,212
长期负债	10	19	19	19	19
其他长期负债	464	519	619	719	819
非流动性负债	473	538	638	738	838
负债合计	5,314	5,571	5,212	5,506	6,050
股本	764	764	764	764	764
资本公积	1,479	1,464	1,464	1,464	1,464
股东权益合计	3,187	3,423	3,691	4,018	4,388
少数股东权益	20	16	19	22	27
负债股东权益总计	8,522	9,009	8,921	9,546	10,465

## 主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入	13.2	2.1	8.3	9.6	9.6
营业利润	173.2	6.9	27.8	23.9	13.9
净利润	42.6	7.5	6.7	14.0	13.4
利润率 (%)					
毛利率	24.1	23.5	23.8	24.0	24.0
EBIT Margin	2.0	2.0	3.0	3.2	3.4
EBITDA Margin	3.6	3.5	4.0	4.1	4.2
净利率	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9
回报率 (%)					
净资产收益率	8.6	8.9	8.8	9.3	9.7
总资产收益率	3.2	3.4	3.5	3.9	4.1
其他 (%)					
资产负债率	62.4	61.8	58.4	57.7	57.8
所得税率	9.8	19.3	25.0	25.0	25.0
股利支付率	0.0	15.6	10.0	10.0	10.0



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。