

家用电器

2017年03月28日

美菱电器 (000521)

——变频引领冰箱行业，公司目标5年再造一个美菱

报告原因：上市公司调研

增持 (维持)

市场数据：2017年03月27日

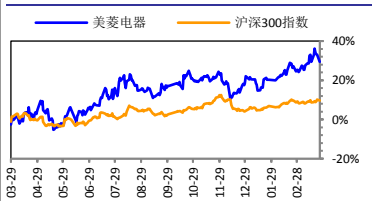
| | |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元) | 7.34 |
| 一年内最高/最低(元) | 7.78/5.29 |
| 市净率 | 1.6 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 4349 |
| 上证指数/深证成指 | 3266.96 / 10581.92 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元) | 4.58 |
| 资产负债率% | 72.77 |
| 总股本/流通A股(百万) | 1045/592 |
| 流通B股/H股(百万) | 162/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《美菱电器(000521)点评：变频战略引领行业发展，原材料上涨带来部分压力》2016/12/28

《美菱电器(000521)2014年报点评——营收增长承压，期待效率提升带来业绩改善，维持“增持”》2015/03/26

证券分析师

刘达到 A0230515050001
liudc@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

马王杰
(8621)23297818×7477
mawj2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **变频领先，冰箱市占率不断提升。**2016年公司实现冰箱冰柜销量660万，预计今年将提升100万台，目标十三五结束后达到1000万台，市场占有率每年硬性提升0.5个百分点。1) 内销市占率提升，变频领先：根据中怡康调查统计，公司2016年美菱冰箱10.81%的市占率创下新高，在业内的提升速度较快，2017年1、2月份市占率提升幅度行业内最大。公司大力推进变频战略，公司内部变频产品销售占比大幅提至47%以上，同行业中变频比例第一。2) 出口积极开拓：着力建设印尼、巴基斯坦品牌市场根据地，聚焦东南亚及印度，拓展非洲和南美市场。
- **体制创新，激励更加市场化。**虽然大股东是国有企业，但美菱按照市场化、国际化激励方式进行体制改革，内部体制创新方面，采取合伙制，管理层持股(中科美菱8个管理层持有股份，内部其他的小家电体制机制方面管理层持股)，打造利益共同体与责任共同体。
- **原材料涨价或短期影响毛利率，行业洗牌带来集中度提升机会。**1) 短期盈利或承压：白电原材料成本构成中钢材、铜材和塑料占比较高，原材料综合成本上涨30%多，终端提价8-12%，海外提升5-8%，不能完全覆盖原材料价格上涨，短期内盈利或承压。公司通过不断创新，优化产品结构来提升竞争力，变频冰箱和大冰箱在行业中处于领先地位，推新品节奏加快。管理者对成本控制、库存控制，销售模式和渠道做匹配，抑制产品成本上涨。公司内部采取均价提升策略，预计2017年三月份国内高端销售量下降6-7个百分点，但受益均价提升，销售额将小幅上涨。2) 原材料大幅涨价会加速行业洗牌：在成本上涨阶段，大企业由于在高端品牌和成本控制上更有竞争力，相比小企业更有优势，部分小企业因成本上涨的退出，将利好国内龙头公司提高市场集中度。
- **战略目标2020再造新美菱。**公司目标到2020年力争实现年销售收入达200亿元以上，净利润力争达到10亿元。预计冰箱冰柜1000万台；洗衣机和空调做到第二集团的领头羊，洗衣机目标到2020年做到500万台，空调方面空间比较大，2016年收入30多个亿，今年目标40多个亿；小家电规模相对性较小，2016年收入4个多亿，目标今年5个多亿。对外方面：公司目前与意大利CANDY集团达成战略合作，CANDY集团拟将公司作为其冰箱的战略合作供应商，公司拟与Candy集团共同成立合资公司，销售“美菱”品牌和“Candy”及所属品牌的洗衣机；公司未来存在通过外延并购进一步做大做强公司的预期。
- **盈利预测与估值。**我们维持公司2016年-2018年EPS分别为0.22元、0.29元和0.33元盈利预测，对应2016-2018年动态市盈率分别为33x、25x和22x，公司变频冰箱引领行业，空调与洗衣机业务进一步加强，维持公司“增持”评级。

财务数据及盈利预测

| | 2015 | 16Q1-Q3 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,416 | 9,997 | 11,890 | 13,220 | 14,666 |
| 同比增长率(%) | -3.24 | 19.45 | 14.15 | 11.19 | 10.94 |
| 净利润(百万元) | 26 | 165 | 230 | 300 | 345 |
| 同比增长率(%) | -91.00 | 2.09 | 768.05 | 30.43 | 15.00 |
| 每股收益(元/股) | 0.03 | 0.22 | 0.22 | 0.29 | 0.33 |
| 毛利率(%) | 20.1 | 19.7 | 20.9 | 21.4 | 21.5 |
| ROE(%) | 0.8 | 4.7 | 6.4 | 7.6 | 8.1 |
| 市盈率 | 212 | | 33 | 25 | 22 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,539 | 10,765 | 10,416 | 11,890 | 13,220 | 14,666 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | 13.24% | 2.14% | -3.24% | - | - | - |
| 减: 营业成本 | 7,995 | 8,234 | 8,319 | 9,403 | 10,395 | 11,518 |
| 毛利率 (%) | 24.14% | 23.51% | 20.13% | 20.90% | 21.40% | 21.50% |
| 减: 营业税金及附加 | 104 | 79 | 87 | 95 | 106 | 117 |
| 主营业务利润 | 2,440 | 2,452 | 2,009 | - | - | - |
| 主营业务利润率 (%) | 23.16% | 22.78% | 19.29% | - | - | - |
| 减: 销售费用 | 1,829 | 1,770 | 1,557 | 1,855 | 2,009 | 2,215 |
| 减: 管理费用 | 402 | 468 | 420 | 511 | 529 | 587 |
| 减: 财务费用 | -81 | -101 | -102 | -100 | -100 | -100 |
| 经营性利润 | 291 | 314 | 134 | - | - | - |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 127.38% | 8.07% | -57.36% | - | - | - |
| 经营性利润率 (%) | 2.76% | 2.92% | 1.29% | - | - | - |
| 减: 资产减值损失 | 15 | 17 | 18 | -81 | 0 | 0 |
| 加: 投资收益及其他 | 0 | -2 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 276 | 295 | 104 | 207 | 281 | 329 |
| 加: 营业外净收入 | 30 | 52 | -71 | 40 | 40 | 40 |
| 利润总额 | 306 | 347 | 32 | 247 | 321 | 369 |
| 减: 所得税 | 30 | 67 | 11 | 62 | 81 | 93 |
| 净利润 | 276 | 280 | 21 | 185 | 240 | 276 |
| 少数股东损益 | 2 | -14 | -5 | -46 | -60 | -69 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 274 | 295 | 26 | 230 | 300 | 345 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | 42.60% | 7.46% | -91.00% | - | - | - |
| 全面摊薄总股本 | 764 | 764 | 764 | 764 | 764 | 764 |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 0.39 | 0.03 | 0.22 | 0.29 | 0.33 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 2.60% | 2.74% | 0.25% | - | - | - |
| ROE | 8.60% | 8.60% | 0.78% | 6.40% | 7.60% | 8.10% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。