



冰箱保鲜技术实现重大突破，多个因素趋好有望改善盈利

2017. 12. 05

王亮(分析师)

刘凯娜(研究助理)

电话: 020-37392941

020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

liukn@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

A1310117060002

● **冰箱保鲜技术实现重大突破，有望成为高毛利畅销产品。**2017年11月1日，美菱在海南三亚举行了新品发布会，全球首发搭载“水分子激活保鲜”技术的“M鲜生”系列冰箱，技术优点有：1、通过共振力改变水跟酶蛋白的结合状态，降低酶的活性，抑制果蔬的软化；2、通过共振使水分子团变小，在冷冻时形成的冰晶小而圆润，避免细胞膜被破坏，从而保存了营养；在解冻过程中，可以将更多的水分保留在食品中，减少了汁液的流失。我们认为，美菱凭借在冰箱保鲜方面的技术优势，国内市场占有率将快速提升。我们预计，未来三年公司冰箱内销量市场份额分别为7.3%、8.8%、11%，公司出口仍将保持较高速增长，冰箱（狭义，不含冰柜）收入增速分别为12%、20%、20%。

● **空调和洗衣机有望带来持续增长。**1、受益于出口，空调收入未来有望稳定增长。随着在海外持续拓展研发和生产基地，公司出口增速远高于行业水平，我们预计公司空调出口将保持20%以上增速，空调业务2018、2019年收入保持4-6%的增速。2、洗衣机行业寡头以外仍有空间，公司洗衣机业务有望保持高速增长。公司目前销售的洗衣机品牌主要有：美菱、金羚、美菱-Candy。随着消费者对Candy品牌认知度的提升，以及美菱洗衣机产能的释放，公司洗衣机业务有望实现约25%的复合增速。

● **公司业绩激励效果良好、与大股东的渠道整合与协同将加快。**公司正处于业务全面发展、收入快速增长、以及盈利逐步改善的关键阶段，因此对管理层和核心人才的有效激励非常迫切。公司高层在四川长虹任职有利于公司与控股股东四川长虹渠道的进一步整合和协同。

● 我们预计公司2017、2018、2019年的EPS分别为0.15、0.25、0.42元，对应当前的PE分别为34、20、12倍。我们按照2018年预计EPS的25倍估算，合理股价为6.25元，相比较20171205的收盘价5.03元，有24%的涨幅空间，给予公司“强烈推荐”的评级。

主要财务指标(百万)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12526.71	16330.00	18690.00	21390.00
同比	20.27%	30.36%	14.45%	14.45%
归属母公司净利润	220.22	155.00	265.49	440.44
同比	731.12%	-29.61%	71.28%	65.90%
毛利率	19.94%	16.79%	17.48%	18.16%
净利率	1.76%	0.95%	1.42%	2.06%
ROE	5.13%	2.58%	3.84%	6.12%
每股收益(元)	0.21	0.15	0.25	0.42
P/E	29.31	33.90	19.79	11.93
P/B	1.27	0.78	0.76	0.72
EV/EBITDA	7.92	5.32	3.10	1.21

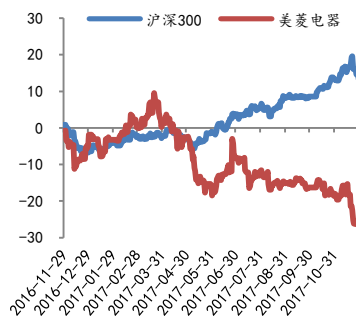
强烈推荐(维持)

现价: 5.03

目标价: 6.25

股价空间: 24.3%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
绝对表现	-9.1	-12.4	-11.7
相对表现	-9.8	-18.1	-28.1
沪深300	0.8	5.7	16.5

基本资料

总市值(亿元)	50.61
总股本(万股)	104,459.79
流通股比例	56.71%
资产负债率	63.86%
大股东	四川长虹电器股份有限公司
大股东持股比例	22.47%

相关报告

美菱电器(000521)(20161125)深度报告: 专注变频与智能、加快品牌力提升,在冰箱结构升级中最受益

冰箱行业专题报告(20170305): 从高能效到超保鲜,变频冰箱将持续高速增长。

美菱电器(000521)深度报告(20170423): 内生与外延齐增长,收入上规模盈利将改善

目录

1. 冰箱保鲜技术实现重大突破，有望成为高毛利畅销产品	5
2. 受益于出口，空调收入未来有望稳定增长	9
3. 寡头以外仍有空间，洗衣机业务有望保持高速增长	9
4. 其他因素逐渐向好，盈利能力将逐渐改善	10
4.1 公司业绩激励效果良好	10
4.2 已有 1 万家长虹美菱专卖店，公司与大股东的整合与协同将加快	11
5. 公司盈利预测与估值	13

图表目录

图表 1 2016 年以来公司营业收入快速提升	4
图表 2 公司归母净利润持续下降	4
图表 3 公司销售毛利率持续下降	4
图表 4 公司销售净利率持续下降	4
图表 5 除海尔外，其它品牌冰箱毛利率快速下降	5
图表 6 公司研发费用/营业收入比例最高	5
图表 7 公司新品发布时间轴	5
图表 8 冰箱保鲜技术的发展	6
图表 9 公司水分子激活技术介绍	6
图表 10 截至 2017 年 8 月变频冰箱行业内销增速为 75%	7
图表 11 公司定频冰箱销量快速降低	7
图表 12 美菱冰箱销量预测	7
图表 13 公司冰箱增速高于行业平均水平	8
图表 14 公司冰箱销量增速维持稳定增长	8
图表 15 公司冰箱内销增速略高于其它竞争品牌	8
图表 16 截至 2017 年 8 月公司冰箱出口增速为 18.9%	8
图表 17 冰箱行业四大企业销量市场占比	8
图表 18 冰箱行业四大企业出口市场占比	8
图表 19 冰箱行业四大企业内销市场占比	9
图表 20 冰箱行业四大企业零售量市场占比	9
图表 21 公司空调营收测算	9
图表 22 洗衣机内销市场前三品牌	10
图表 23 洗衣机零售量市场份额前三品牌	10
图表 24 洗衣机总销量前三品牌	10
图表 25 洗衣机出口市场前三品牌	10
图表 26 公司 12-16 年业绩激励基金实施方案	10
图表 27 公司 12-16 年业绩激励基金提取情况	11
图表 28 长虹各销售渠道占比	11
图表 29 长虹传统销售渠道各市场分布	11
图表 30 美菱渠道分布	12
图表 31 截至 2012 年 7 月长虹-美菱专卖店市场分布	12
图表 32 长虹美菱专卖店平均美菱收入占比约为 38.5%	12
图表 33 2016 年美菱内销长虹美菱专卖店渠道约占 55%	12
图表 34 长虹美菱专卖店具体介绍	13
图表 35 公司高管简介	13
图表 36 公司未来三年营收预测	14
图表 37 公司重要财务指标预测	14
图表 38 盈利预测表（单位：百万元）	16



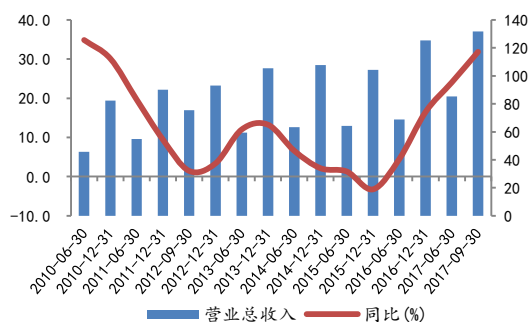
事件一：

2017 年 11 月 1 日，美菱在海南三亚举行了新品发布会，全球首发搭载“水分子激活保鲜”技术的“M 鲜生”系列冰箱。“M 鲜生”系列冰箱拥有 12 项专利技术，其首创的“水分子激活技术”通过了国家级技术认定，与会专家一致认定，水分子激活保鲜技术处于国际先进水平。

事件二：

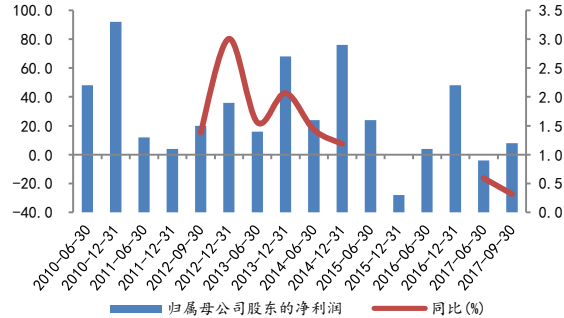
2017 年 10 月 18 日，公司公布了 2017 年第三季度报告：2017 年前三季度，公司实现营业收入 131.79 亿元，同比增长 31.83%，归属于上市公司股东净利润 1.2 亿元，同比增长-27.27%；扣非后归属于上市公司股东净利润 0.83 亿元，同比增长-37.89%。公司前三季度销售毛利率为 17.68%，同比下降 2pct，销售净利率为 0.97%，同比下降 0.7pct。

图表 1 2016 年以来公司营业收入快速提升



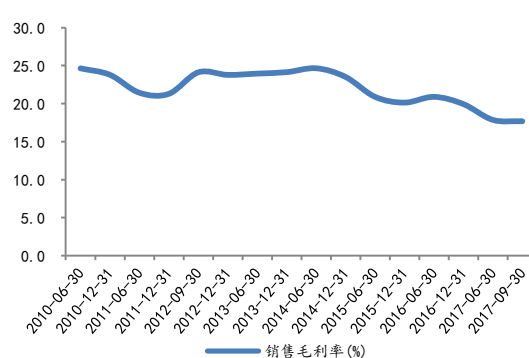
资料来源：wind，广证恒生整理

图表 2 公司归母净利润持续下降



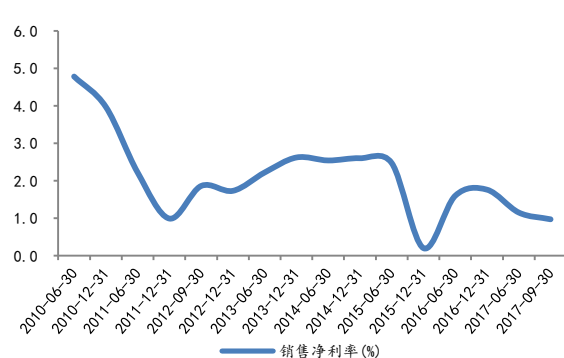
资料来源：wind，广证恒生整理

图表 3 公司销售毛利率持续下降



资料来源：wind，广证恒生整理

图表 4 公司销售净利率持续下降



资料来源：wind，广证恒生整理

今年以来，空调营业收入的快速增长是公司营收高速增长的主要动力。2017 年上半年公司空调营业收入增速为 48.6%（冰箱营收增速 5%），毛利率为 17.6%。今年前三季度，空调行业内销出现爆发式增长。产业在线数据显示，截至 2017 年 9 月，我国空调销量同比上升 35.1%，内销同比上升 55.5%，公司空调内销量增速为 55.0%。

原材料价格上涨是导致公司前三季度毛利率、净利率大幅下降的主要原因。2017 年上半年公司冰箱营业收入增速为 5.7%，营业成本同比增速为 14.39%，冰箱毛利率与去年同期相比下降 6 个百分点为 18.6%。

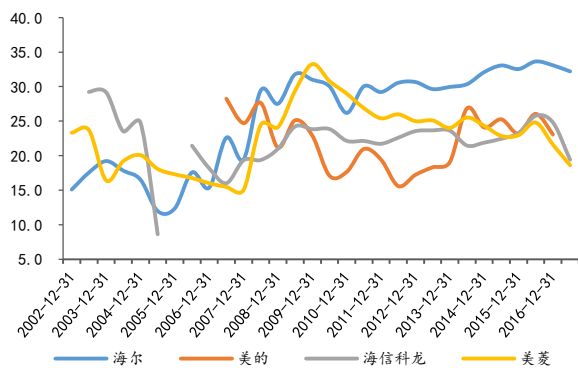
公司变频冰箱销量在行业处于领先地位（我们预测，2017 年公司变频冰箱市场占比约为 28%），但受原材料上涨因素的影响，公司营业成本的涨幅高于营业收入的涨幅。对标海信科龙冰箱业务，2017 年上半

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



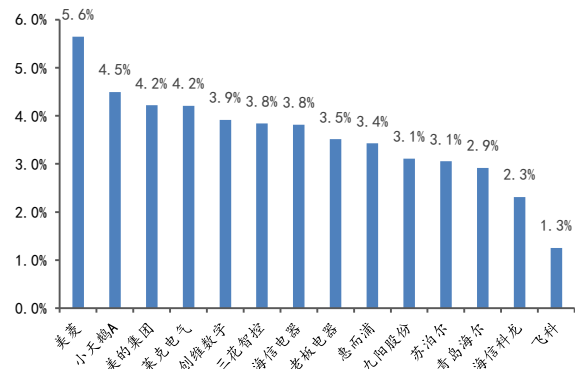
年海信科龙冰洗毛利率为 19.4%，同比下降 6 个百分点。我们认为在冰箱方面，海信科龙跟美菱的毛利率相似，整个冰箱市场都受到成本上涨因素的困扰。

图表 5 除海外外，其它品牌冰箱毛利率快速下降



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表 6 公司研发费用/营业收入比例最高



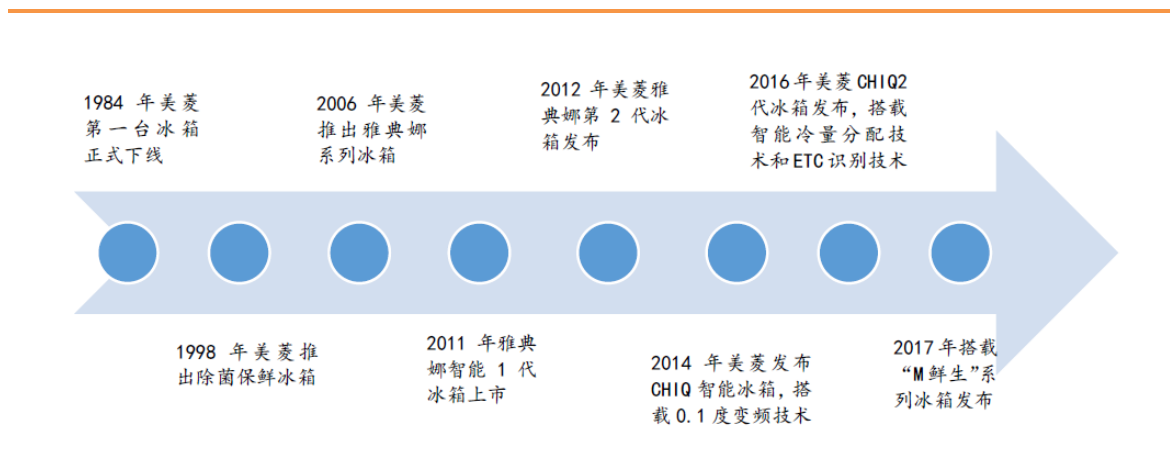
资料来源：公司年报，广证恒生整理

我们认为，公司在冰箱领域一直保持较高的研发投入，变频冰箱技术和市场占比处于领先。从盈利水平考虑，亟待公司推出更高毛利的畅销产品。

1. 冰箱保鲜技术实现重大突破，有望成为高毛利畅销产品

我们在《【广证恒生家电】变频冰箱行业专题报告：从高效到超保鲜，变频冰箱将持续高速增长（20170305）》中指出，超保鲜将成为冰箱发展的第二个核心动力。传统的保鲜技术主要有提高速冻能力、精确控温、抗菌、保湿，2014 年美菱发布搭载 0.1 度变频技术的 CHIQ 智能冰箱在行业处于领先地位。传统的保鲜技术只是食物保鲜的外因，水分子的活性度才是食物保鲜的内因，今年 11 月美菱推出了搭载水分子保鲜技术的“M 鲜生”系列冰箱。

图表 7 公司新品发布时间轴



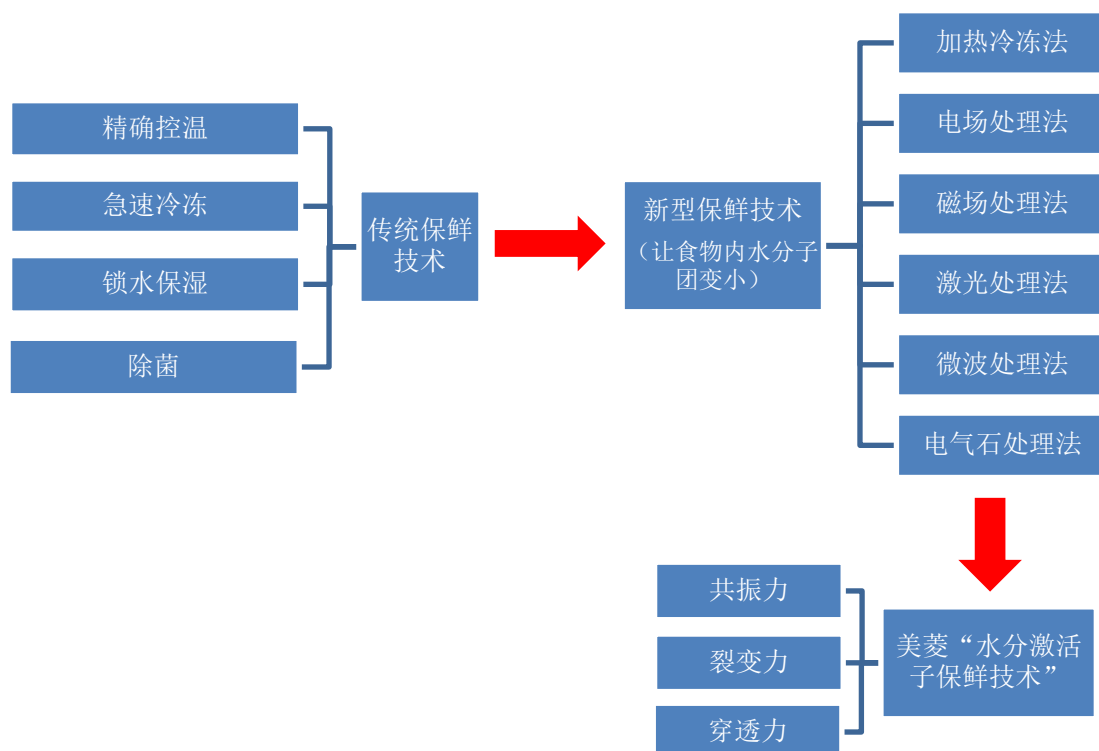
资料来源：公司官网，广证恒生整理

《小分子团簇水的研究进展及其在茶产业中的应用前景》（张聪，2013）中指出，水分子团变小有利

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

于促进人们的新陈代谢、提高免疫力、调控血压、血脂。水分子在氢键的作用下形成水分子团，要改变水分子团的结构，从本质上讲就是要改变水分子间的氢键作用，常用的使水分子团变小的方法有：1、加热冷冻法；2、磁场处理法；3、电场处理法；4、激光处理法；5、微波处理法；6、电气石处理法。

图表 8 冰箱保鲜技术的发展



资料来源：《小分子团簇水的研究进展及其在茶产业中的应用前景》（张聪，2013），广证恒生

公司新品“M 鲜生”系列冰箱搭载的“水分子激活保鲜”技术主要包括：1、共振力，水分子的共振改变水跟酶蛋白的结合状态，降低酶的活性，抑制了果蔬的软化，延长保鲜时间；2、裂变力，振动使水分子团变小，在冷冻时冰晶细小而圆润，减少对细胞膜的破坏，从而保存了营养；在解冻过程中，可以让解冻更加快速，并且将水分保留在食品中，减少了汁液的流失；3、穿透力，可以穿透保鲜袋作用于食物。“M 鲜生”系列冰箱拥有 12 项专利技术，其首创的“水分子激活技术”通过了国家级技术认定，与会专家一致认定，水分子激活保鲜技术成果处于国际先进水平。

图表 9 公司水分子激活技术介绍

水分子激活技术	具体内容
共振力	水分子的共振改变水跟酶蛋白的结合状态，降低酶的活性，抑制了果蔬的软化，延长保鲜时间；
裂变力	振动使水分子团变小，在冷冻时冰晶细小而圆润，最大限度地减少对细胞膜的破坏，从而保存了营养；同时在解冻过程中，可以让解冻更加快速，并且将水分保留在食品中，减少了汁液的流失；
穿透力	穿透保鲜袋，使袋装食物中的水分子共振，保持食物长期处于鲜活状态。

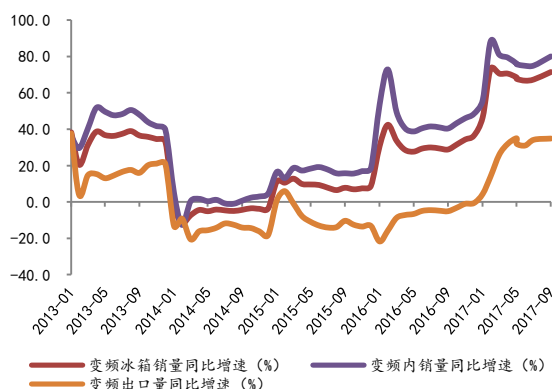
资料来源：《美菱破解食物长效保鲜基因密码》，广证恒生整理



北京中怡康总经理贾东升表示，M 鲜生冰箱重新定义了高端冰箱的标准，引领新一波主流消费潮流。通过美菱在高端市场的布局，我们可以看出，美菱的核心竞争将转移到高端化市场，产品结构会进一步升级，最大化延长保鲜时间将成为行业竞争的决定因素。我们认为，美菱凭借在冰箱保鲜方面的技术优势，市场占有率将快速提升，我们预计未来三年公司冰箱内销的市场份额分别为 7.3%、8.8%、11.0%。

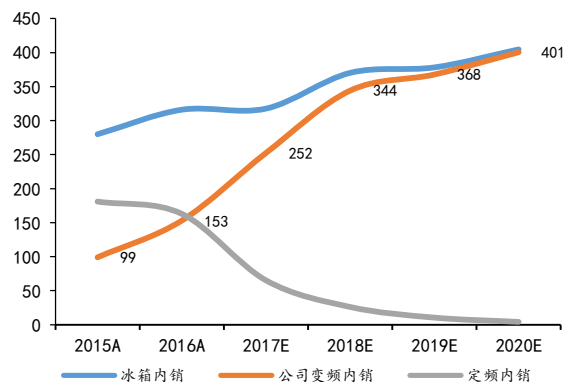
产业在线数据显示，截至 2017 年 8 月，变频冰箱销量为 723 万台，同比增长 67.4%，内销量为 614.3 万台，同比增长 75%。根据我们测算，2017 年及以后，公司变频冰箱替代定频冰箱的速度还将加快，定频冰箱的销量将大幅降低，我们调整了未来三年定频冰箱的增速，由之前的-20%调整到-60%。

图表 10 截至 2017 年 8 月变频冰箱行业内销增速为 75%



资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 11 公司定频冰箱销量快速降低



资料来源：产业在线，广证恒生测算

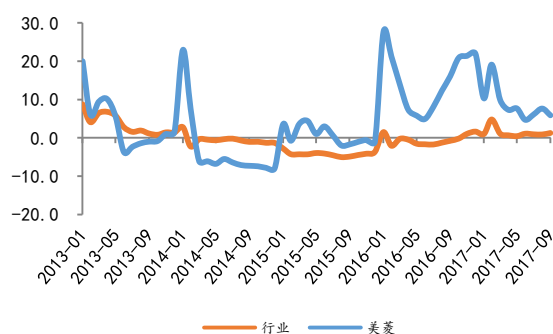
综合以上分析，我们对《【广证恒生家电】美菱电器（000521）深度报告：内生与外延齐增长，收入上规模盈利将改善》中关于冰箱的销量预测进行了修正。

图表 12 美菱冰箱销量预测

预测项目		2015A	2016A	预测复合增速	2017E	2018E	2019E	2020E
冰箱	总销量（万台）	439	536 (22%)	11%	572 (7%)	641 (12%)	722 (13%)	804 (11%)
	总销量市场占比 (%)	6.0%	7.2%		7.7%	8.6%	9.7%	10.8%
	冰箱内销	280	316 (13%)	6%	318 (1%)	346 (9%)	378 (9%)	405 (7%)
	内销市场占比 (%)	5.7%	6.7%		7.3%	8.8%	11.0%	11.8%
	变频内销	99	153 (55%)	27%	252 (65%)	320 (27%)	368 (15%)	401 (9%)
	变频内销市场占比 (%)	25.9%	26.9%		28.0%	26%	20%	18%
	定频内销	181	163 (-11%)	-60%	65	26	10	4
	冰箱外销	159	220 (38%)	16%	255	295	343	400
	变频出口	32	33 (3%)	3%	34	35	36	37
	定频出口	127	187 (47%)	18%	221	260	307	363

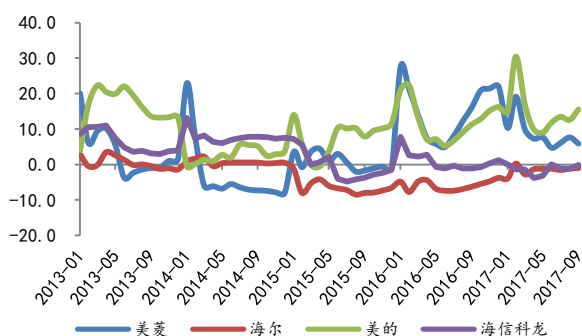
资料来源：广证恒生

图表 13 公司冰箱增速高于行业平均水平



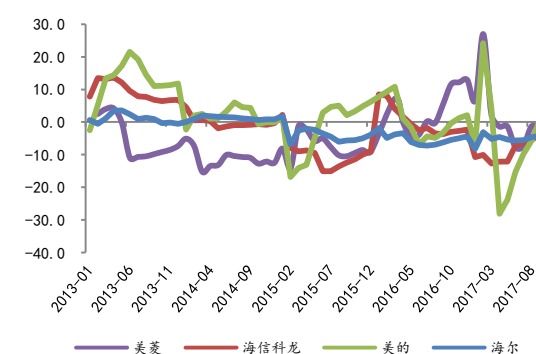
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 14 公司冰箱销量增速维持稳定增长



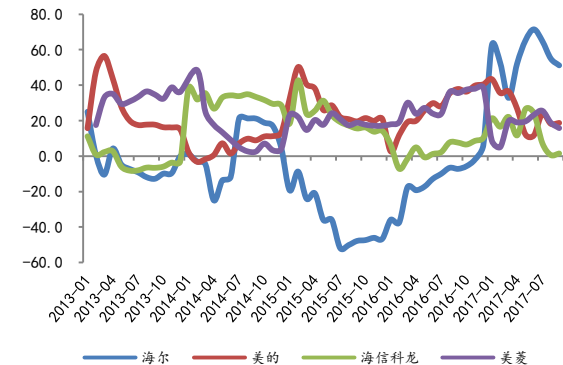
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 15 公司冰箱内销增速略高于其它竞争品牌



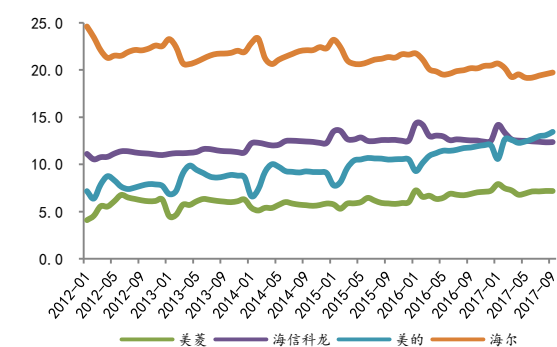
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 16 截至 2017 年 8 月公司冰箱出口增速为 18.9%



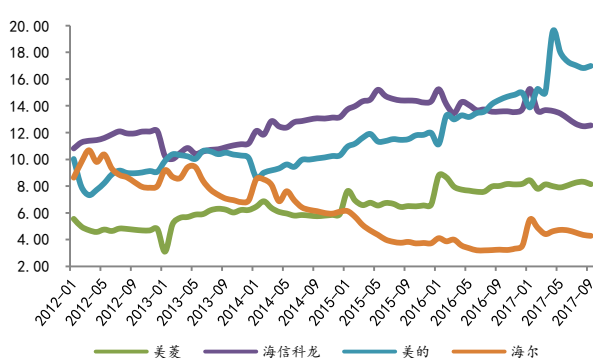
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 17 冰箱行业四大企业销量市场占比



资料来源：产业在线，广证恒生整理

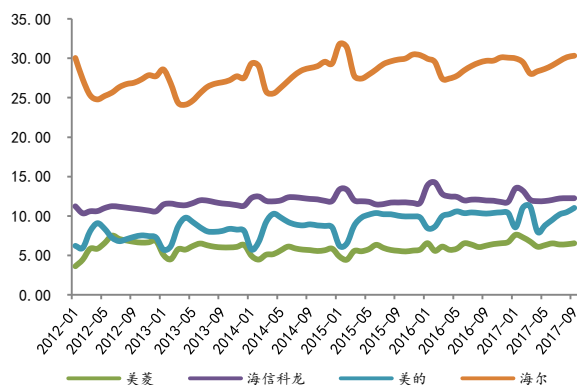
图表 18 冰箱行业四大企业出口市场占比



资料来源：产业在线，广证恒生整理

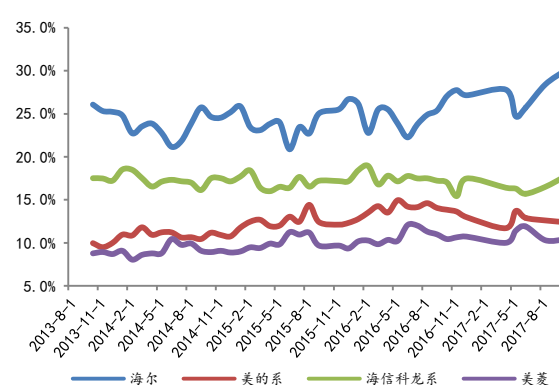


图表 19 冰箱行业四大企业内销市场占比



资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 20 冰箱行业四大企业零售量市场占比



资料来源：中怡康，广证恒生整理

2. 受益于出口，空调收入未来有望稳定增长

产业在线数据显示，截至 2017 年 9 月，公司空调总销量 365.0 万台，同比增长 22.4%，其中内销量 274.0 万台，同比增长 53.1%；外销 91.0 万台，同比增长 29.35%。

2017 年公司空调营业收入大幅增长，主要原因：内销方面，空调行业迎来爆发式增长，截至 2017 年 9 月，空调行业内销增速为 55.5%。出口方面，公司出口增速远高于行业 12.9%，主要是由于：1、公司在巴基斯坦拥有空调制造基地，2016 年美菱设立印尼子公司，销售长虹空调等产品。2、品牌上坚持“自主品牌+OEM/ODM”的品牌结构，不断提升出口产品的综合竞争力。

我们认为，公司国内营销将受益于公司渠道的增长空间，和行业的增长保持同步。公司外销将随着在海外持续拓展研发生产基地，还有更大的增长空间。我们预计，2017-2019 年空调收入增速分别为 50%、4.5%、6%。

图表 21 公司空调营收测算

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
空调内销（万台）	173.6	207	310.5	291.5	274.7
内销增速（%）		19.2%	50.0%	-6.12%	-5.75%
空调出口（万台）	46.8	80.35	104.5	125.3	150.4
出口增速（%）		71.7%	30%	20%	20%
总销量（万台）	220.4	287.4	415.0	416.8	425.2
增速（%）		30.4%	44.4%	0.5%	2.0%
均价（元）	1,552	1,448	1,506	1,567	1,630
均价涨幅（%）			4%	4%	4%
空调营业收入（亿元）	34.2	41.6	62.5	65.3	69.3
增速（%）		21.6%	50.2%	4.5%	6.1%

资料来源：广证恒生测算

3. 寡头以外仍有空间，洗衣机业务有望保持高速增长

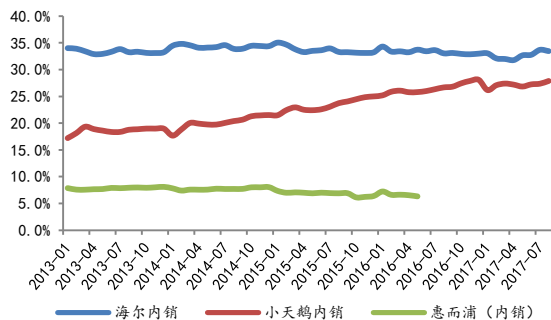
2017 年 3 月 21 日，公司与 Candy 共同投资设立美菱卡迪洗衣机有限公司，注册资本 1.5 亿元，其中公司以现金出资人民币 9,000 万元，Candy 集团以现金出资人民币 6,000 万元。公司与 CANDY 的合作，有利于扩大公司洗衣机的市场份额。公司目前销售的洗衣机品牌主要有：美菱、金羚、美菱-Candy。由于公

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

司国内消费者对 Candy 的认知度还比较低，公司洗衣机的营收规模仍然比较小，随着消费者对 Candy 品牌认知度的提升，以及美菱洗衣机产能的释放，公司洗衣机业务将实现快速增长。

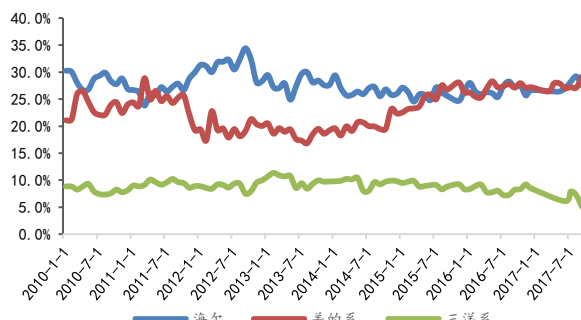
我们维持在《【广证恒生家电】美菱电器（000521）深度报告：内生与外延齐增长，收入上规模盈利将改善》的测算，未来三年公司洗衣机营收的复合增速为 25%。

图表 22 洗衣机内销市场前三品牌



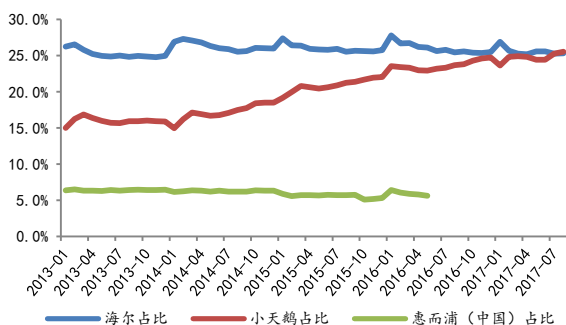
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 23 洗衣机零售量市场份额前三品牌



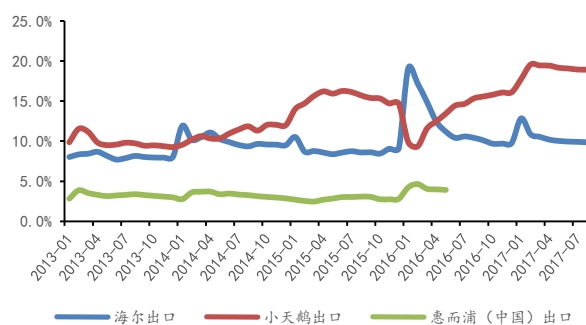
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 24 洗衣机总销量前三品牌



资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 25 洗衣机出口市场前三品牌



资料来源：产业在线，广证恒生整理

4. 其他因素逐渐向好，盈利能力将逐渐改善

4.1 公司业绩激励效果良好

2012 年 8 月 9 日，公司实施《合肥美菱股份有限公司年度业绩激励基金实施方案》，适用年度为 2012-2017 年度，激励对象包括公司中高层管理人员，核心技术（业务）人才以及其他关键人才。我们认为，公司正处于业务全面发展、收入快速增长、以及盈利逐步改善的关键阶段，因此对管理层和核心人才的有效激励非常迫切。

图表 26 公司 12-16 年业绩激励基金实施方案

考核年度净资产收益率	年度业绩激励基金提取额
6% (含 6%) ~ 10% (含 10%)	当年净利润的 10%
10% ~ 15% (含 15%)	(1) 以净资产收益率为 10% 对应的净利润为基准数，提取基准数的 10%； (2) 超过基准数部分的净利润，提取 该部分的 15%

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



15%以上	(1) 以净资产收益率为 10%对应的净利润为基准数，提取基准数的 10%； (2) 以净资产收益率为 15%对应的净利润扣除基准数，提取该部分的 15%； (3) 超过净资产收益率为 15%所对应净利润的部分，提取该部分的 20%
-------	---

备注：若业绩激励基金实施期内的上一年度出现巨额亏损，则亏损年度之后的第一年度，按弥补亏损后的业绩指标为基础计提业绩激励基金。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

依据上述年度业绩激励基金实施方案，2012-2016 年度公司业绩激励基金的提取情况如下表所示：

图表 27 公司 12-16 年业绩激励基金提取情况

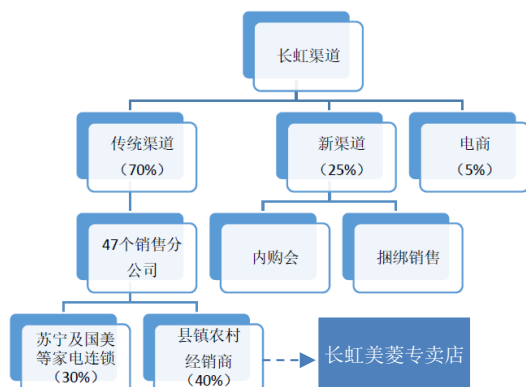
美菱员工业绩激励基金 条件(同时符合)	2016	2015	2014	2013	2012
净利润(亿)	2.42	0.26	3.22	2.74	1.92
激励基金(万)	2418.2	无奖励	2478	2635.7	1821.7
激励当年较前一年净利润 增长率不低于 15% (包括 15%)	达标 (792.2%)	未达标	达标 (17.4%)	达标 (42.6%)	达标 (80.7%)
激励当年净资产收益率不低于 6% (包括 6%)	达标 (6.32%)	未达标	达标 (9.67%)	达标 (8.91%)	达标 (6.67%)

资料来源：公司公告，广证恒生整理

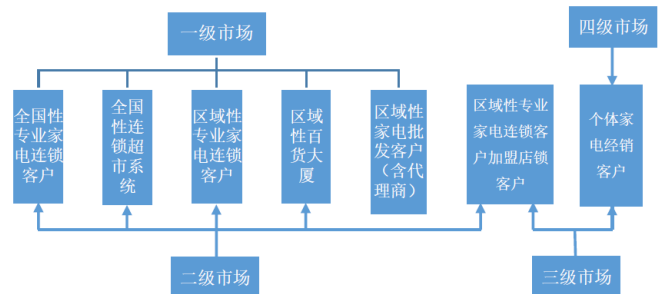
4.2 已有 1 万家长虹美菱专卖店，公司与大股东的整合与协同将加快

2005 年，长虹新一届领导人赵勇董事长上任后，将全国共分为 47 个销售分公司，对长虹的营销系统进行控制。长虹根据每个区域的实际情况及电视的实际销售规模，长虹将全国的彩电市场分为四级：一级市场主要是省会城市及部分重点地级城市市场，二级市场主要是地级城市市场，三级市场主要是县级城市市场，四级市场为乡镇市场。各市场的主要客户如下图所示：

图表 28 长虹各销售渠道占比



图表 29 长虹传统销售渠道各市场分布



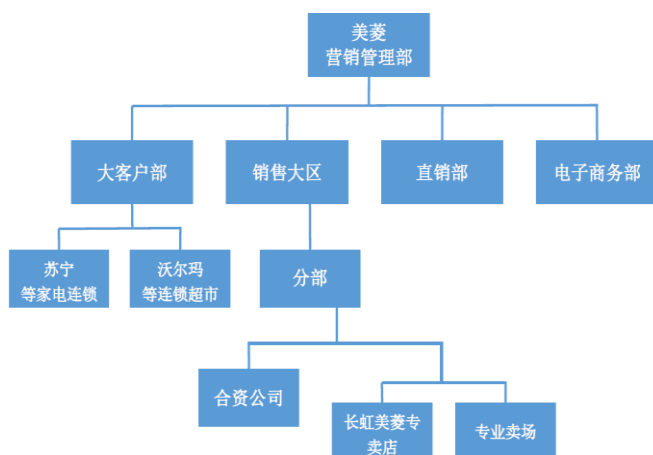
资料来源：《长虹电视产品网络营销改进策略分析》，广证恒生整理

美菱营销部门主要设有大客户部、销售大区、直销部和电子商务部。大客户主要是苏宁、国美等国内

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

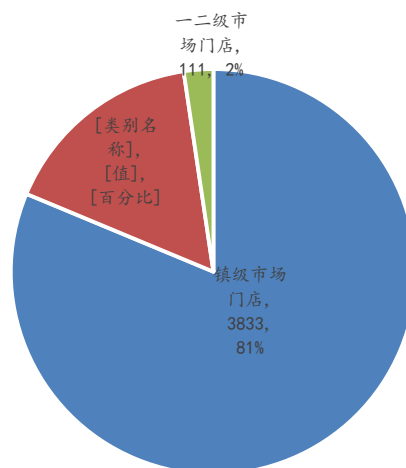
家电连锁卖场及沃尔玛等连锁超市，主要分布在市级以上的一、二级市场。目前，公司的销售主要是靠合资公司和长虹美菱专卖店。2011 年，公司与经销商共同投资组建销售分公司，目前公司在全国共有 32 家销售分公司。

图表 30 美菱渠道分布



资料来源：《基于渠道理论的 ML 公司营运资金管理研究》（胡雨澄，2017），广证恒生整理

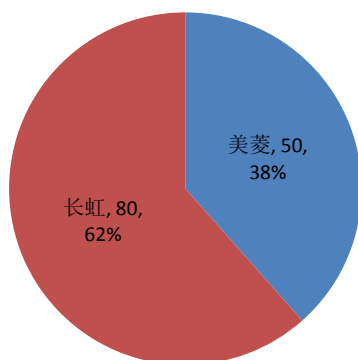
图表 31 截至 2012 年 7 月长虹-美菱专卖店市场分布



资料来源：《长虹美菱自建专卖店渠道策略研究》（汪强，2013），广证恒生整理

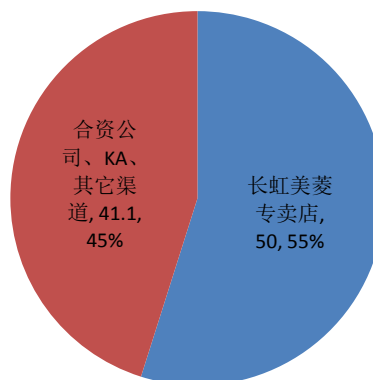
2010 年，长虹公司整合长虹、美菱体系内部资源，投资启动长虹美菱专卖店的建设工作，计划三年内在全国范围里建立 10000 家店，销售规模达到 200 亿元，单店产值 200 万元。截至 2012 年 7 月，长虹美菱专卖店共建成 4716 家，签约销售规模 62 亿元，店均 130 万元。截至 2014 年下半年，长虹美菱专卖店已达到 10000 家，我们以 2012 年长虹美菱专卖店店均销售规模 130 万元进行估算，10000 家长虹美菱专卖店将为长虹、美菱带来 130 亿元的营收规模。《长虹美菱自建专卖店渠道策略研究》（汪强，2013）对 2010 年、2011 年 188 家长虹美菱专卖店进行调查，数据显示，美菱的营收占比分别为 38%、39%。因此，我们预估，10000 家长虹美菱专卖店中美菱品牌的销售规模约为 $130 \times 38.5\% = 50$ 亿元，约占 2016 年美菱内销营业收入的 55%。

图表 32 长虹美菱专卖店平均美菱收入占比约为 38.5%



资料来源：广证恒生测算

图表 33 2016 年美菱内销长虹美菱专卖店渠道约占 55%



敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

图表 34 长虹美菱专卖店具体介绍

长虹美菱专卖店	具体内容
定义及定位	以三级市场为中心，发展三、四级市场客户加盟。客户自主经营，自负盈亏，加盟后必须且主要经营长虹和美菱品牌产品，要求长虹、美菱产品的销售额占店内绝大部分市场份额。
产品组合	“2+2+其他”策略，2 项必销排他产品（长虹电视和美菱冰箱）+2 项必销非排他产品（长虹空调、洗衣机）及其他选销产品（长虹手机、热水器、IT、数码、小家电类产品以及公司认可的代理产品）。
准入原则	要求加盟专卖店的客户必须是优质客户（长虹定义：优质客户是指在当地市场具有较大影响力，具备较强的经营竞争实力，且销售规模排名前三位或短期内能进入前三位的客户。
资源保障	分为两大块：建设费用和政策支持。建设费用由股份公司、多媒体公司总部、美菱公司总部和驻外销售分支机构共同承担，政策支持由各产品公司按实际销售承担。建设费用由股份公司、多媒体公司总部、美菱公司总部和驻外销售分支机构共同承担。（单店建设费用约 4.5 万元）

资料来源：《长虹美菱自建专卖店渠道策略研究》（汪强，2013），广证恒生整理

图表 35 公司高管简介

长虹高管	现任职务	美菱高管
赵勇	四川长虹电子集团董事长、四川长虹电器股份有限公司董事长	-
李伟	现任美菱电器董事长、四川长虹电器股份有限公司总经理	李伟
-	美菱电器副董事长、总裁	吴定刚
-	美菱电器财务总监	庞海涛
-	现任美菱电器董事、副总裁（曾任四川长虹电器股份有限公司发展管理部部长）	寇化梦
-	美菱电器董事、四川长虹空调有限公司董事、总经理	滕光胜
史强	美菱电器董事、四川长虹电器股份有限公司资产管理部部长	史强
-	美菱电器董事	雍凤山

资料来源：公司官网，广证恒生整理

从图表 35 可以看出，美菱的董事长李伟、史强在四川长虹都担任重要职务，其中，李伟为控股股东四川长虹的总经理。我们认为，公司高管在四川长虹任职有利于公司与控股股东四川长虹渠道的进一步整合和协同。

5. 公司盈利预测与估值

我们假设：

- 1、受到原材料上涨的影响，以及公司高端产品占比不断提高，我们假定公司未来三年冰箱内销均价的增速为 8%。
- 2、我们以 2017 年上半年公司空调估算均价作为全年公司出货端空调均价，并假定 2018 年、2019 年空调均价增速为 4%。
- 3、产业在线数据显示，截至 2017 年 9 月冰柜行业出货端销量增速为 2.73%，我们预测未来三年公司冰柜销量的复合增速为 3%。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



图表 36 公司未来三年营收预测

预测项目		2015A	2016A	预测复合增速	2017E	2018E	2019E
冰箱	内销量 (万台)	280	316	6%	318	346	378
	内销均价 (元)	1403	1215	8%	1312	1417	1531
	内销营业收入 (亿)	39.3	38.4	15%	41.7	49.0	57.9
	出口量 (万台)	159	220	16%	255	295	343
	出口均价 (元)	846	855	5%	881	951	999
	出口营业收入 (亿)	13.5	18.8	22%	22.4	28.1	34.3
	冰箱营业收入 (亿)	52.7	57.2	17%	64.1	77.1	92.2
	增速		8.5%		12.1%	20.2%	19.6%
冰柜	销量 (万台)	121.5	163.7	3%	169	174	179
	均价 (元)	601.4	601.7	5%	620	669	703
	冰柜营业收入 (亿)	7.3	9.8	8%	10.4	11.6	12.6
冰箱+冰柜	营业收入 (亿)	60.0	67.1	16%	74.6	88.7	104.7
	增速		11.7%		11%	19%	18%
空调	空调销量 (万台)	220	287	14%	415	417	425
	均价	1552	1448	7%	1,506	1,567	1,630
	营业收入 (亿)	34.2	41.6	18.5%	62.5	65.3	69.3
	增速		22%		50%	4%	6%
洗衣机	营业收入 (亿)	3.1	5.1	25%	6.3	7.9	9.9
其它业务收入 (亿)		6.8	11.8	36%	20	25	30
总营业收入合计 (亿)		104.2	125.3	19.5%	163.3	186.9	213.9
增速 (%)			20.2%		30.4%	14.4%	14.5%

资料来源：广证恒生测算

图表 37 公司重要财务指标预测

单位:百万元

主要财务指标 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12526.71	16330.00	18690.00	21390.00
同比	20.27%	30.36%	14.45%	14.45%
归属母公司净利润	220.22	155.00	265.49	440.44
同比	731.12%	-29.61%	71.28%	65.90%
毛利率	19.94%	16.79%	17.48%	18.16%
净利率	1.76%	0.95%	1.42%	2.06%
ROE	5.13%	2.58%	3.84%	6.12%
每股收益 (元)	0.21	0.15	0.25	0.42
P/E	29.31	33.90	19.79	11.93
P/B	1.27	0.78	0.76	0.72
EV/EBITDA	7.92	5.32	3.10	1.21

资料来源：广证恒生（注：2016 年的同比数据按非调整情形，但不影响之后的判断。）



根据上表预测数据，我们预计公司 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 0.15、0.25、0.42 元，对应当前的 PE 分别为 34、20、12 倍。

我们预计 2017 年收入增速约 30%，而净利润增速约为-30%，由于公司净利润率较低、净利润规模较小，公司盈利受原材料的波动较大。我们认为，公司收入已上规模，多种因素趋好，可预计 2018、2019 的盈利增速较快。公司近三年相对 2016 年的净利润复合增速约为 26%，以保守估计，我们按照 2018 年预计 EPS 的 25 倍估算，合理股价为 6.25 元，相比较 2017 年 12 月 05 日的收盘价 5.03 元，有 24% 的涨幅空间，给予公司“强烈推荐”的评级。

风险提示：

1、如果 2018 年原材料（主要为铜、铝、塑、钢）成本持续过快增长，以至于公司提高出货价格也难以抵御。

2、如果公司品牌宣传不够，导致跟不上渠道和产品的节奏，那么冰箱、空调和洗衣机的市场份额达不到预期。

图表 38 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10229.72	17629.65	18002.24	19896.30
现金	4058.87	6089.78	5607.00	6417.00
应收账款	1118.96	1959.60	2242.80	2566.80
其它应收款	39.55	163.30	186.90	213.90
预付账款	134.71	326.60	373.80	427.80
存货	1974.53	2989.46	3393.04	3851.10
其他	2903.11	6100.90	6198.70	6419.70
非流动资产	2277.84	2394.19	2581.43	2786.71
长期投资	81.64	93.64	105.64	117.64
固定资产	1279.88	1178.68	1308.19	1441.41
无形资产	658.99	803.03	863.04	931.67
其他	257.33	318.84	304.56	295.99
资产总计	12507.57	20023.84	20583.67	22683.01
流动负债	6795.18	12492.14	12915.84	14704.14
短期借款	288.34	1550.00	429.45	451.03
应付账款	2331.90	3755.90	4298.70	4919.70
其他	4174.93	7186.24	8187.69	9333.41
非流动负债	546.31	530.70	480.92	431.14
长期借款	38.91	199.13	149.35	99.56
其他	507.40	331.58	331.58	331.58
负债合计	7341.49	13022.84	13396.76	15135.28
少数股东权益	70.92	70.89	70.84	70.75
归属母公司股东	5095.16	6757.50	6943.46	7304.37
负债和股东权益	12507.57	19851.23	20411.06	22510.39

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12526.71	16330.00	18690.00	21390.00
营业成本	10028.39	13588.47	15422.92	17505.01
营业税金及附加	137.86	163.30	186.90	213.90
营业费用	1855.40	2040.94	2387.90	2746.08
管理费用	472.15	424.93	475.92	547.31
财务费用	-139.88	-38.05	-44.07	-80.72
资产减值损失	1.35	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收	11.50	-15.00	0.00	0.00
投资净收益	14.30	40.00	40.00	40.00
营业利润	197.25	145.41	270.44	468.41
营业外收入	57.92	50.00	50.00	50.00
营业外支出	5.95	20.00	20.00	20.00
利润总额	249.21	175.41	300.44	498.41
所得税	29.04	20.43	35.00	58.07
净利润	220.17	154.97	265.44	440.35
少数股东损益	-0.05	-0.03	-0.05	-0.09
归属母公司净利	220.22	155.00	265.49	440.44
EBITDA	386.86	459.91	567.54	763.07
EPS (摊薄)	0.21	0.15	0.25	0.42

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	985.39	-320.36	1161.42	1327.67
净利润	220.17	154.97	265.44	440.35
折旧摊销	179.32	302.55	291.18	325.38
财务费用	-139.88	-38.05	-44.07	-80.72
投资损失	-14.30	-40.00	-40.00	-40.00
营运资金变动	25.85	-711.28	688.87	682.67
其它	714.23	11.46	0.00	0.00
投资活动现金流	-935.18	-392.16	-438.42	-490.65
资本支出	64.38	208.72	175.24	193.28
长期投资	6.60	81.72	12.00	12.00
其他	-864.20	-101.72	-251.18	-285.38
筹资活动现金流	1765.74	2743.43	-1347.24	-48.59
短期借款	229.66	1261.66	-1262.00	0.00
长期借款	-204.10	160.22	-49.78	-49.78
其他	1740.17	1321.56	-35.45	1.19
现金净增加额	1815.95	2030.91	-624.24	788.43

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	20.3%	30.4%	14.5%	14.4%
营业利润增长率	90.5%	-26.3%	86.0%	73.2%
归属于母公司净利润	731.1%	-29.6%	71.3%	65.9%
获利能力				
毛利率	19.9%	16.8%	17.5%	18.2%
净利率	1.8%	0.9%	1.4%	2.1%
ROE	5.1%	2.6%	3.8%	6.1%
ROIC	3.2%	1.6%	3.2%	4.9%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	65.0%	65.1%	66.7%
净负债比率	11.6%	26.3%	9.0%	8.1%
流动比率	1.51	1.41	1.39	1.35
速动比率	1.21	1.17	1.13	1.09
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.00	0.92	0.99
应收账款周转率	0.09	0.12	0.12	0.12
应付账款周转率	5.13	5.13	5.13	5.13
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.15	0.25	0.42
每股经营现金流 (最新)	0.94	-0.31	1.11	1.27
每股净资产 (最新摊薄)	4.95	6.54	6.71	7.06
估值比率				
P/E	29.31	33.90	19.79	11.93
P/B	1.27	0.78	0.76	0.72
EV/EBITDA	7.92	5.32	3.10	1.21

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(826) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张舒	(86) 13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86) 18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn
	邓玲	15914306876	dengl@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。