

公司研究 / 公司调研

2015 年 12 月 14 日

家用电器 / 白色家电 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 7.09
合理价格区间(元): 8.68-9.30

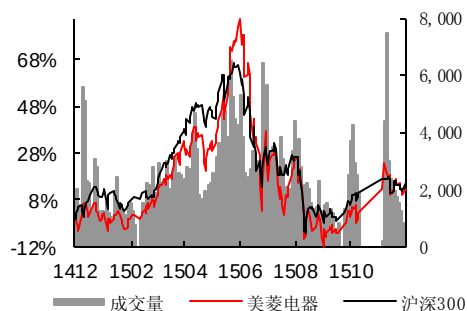
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

徐叶 0755-23884591
联系人 xuye@htsc.com

相关研究

- 1《美菱电器(000521):盈利稳定增长,控费提效显著》2014.10
- 2《美菱电器(000521):中报业绩稳健增长,后续有望持续改善》2014.08
- 3《美菱电器(000521):盈利能力持续改善值得期待》2013.10

股价走势图



变频冰箱占比显著提升, 进军社区生鲜电商

美菱电器(000521)

投资要点:

近日我们与美菱电器董秘李霞女士进行了深入交流。公司积极推进产品结构升级, 全年变频冰箱占比提升 22pct。继推出 Chiq 产品卡位智能家电之后, 公司拟以生鲜自提柜为切入点进军 O2O 社区生鲜电商领域, 有望进一步带动商业模式转型升级。

变频冰箱占比显著提升。美菱变频冰箱占比由年初的 8% 快速提升至 30%, 其中 350L 容积以上的冰箱产品已经全部实现了变频替代。与定频冰箱相比, 变频冰箱具有制冷速度快、温差小、保鲜效果好以及节能省电等优势。行业变频冰箱占比较低主要源于变频冰箱的高成本压力; 而美菱凭借与长虹、华意压缩合作研发控制板与压缩机等冰箱关键部件的技术储备, 生产成本较低。公司计划未来 3-5 年内提升冰箱年产量至 1000 万台, 变频替代将持续改善公司产品结构, 提升盈利能力。

Chiq 二代产品功能升级。美菱智能家电品牌 Chiq 的二代产品目前正在研发过程中。与去年 3 月推出的一代产品相比, Chiq 二代会更加注重产品的性价比, 并加快智能功能的落地。以 Chiq 智能冰箱为例, 在增强云图像识别率的基础上, 公司将进一步实现冰箱与周围超市和农贸市场的食品信息互联。

进军 O2O 社区生鲜电商。公司拟通过非公开发行募资建设 O2O 社区生鲜电商项目; 致力于以智能生鲜自提柜为切入点, 为社区用户提供生鲜等刚需食品的销售和配送服务, 导入用户流量, 并最终打造美菱智慧生活平台。美菱进军社区生鲜电商有三方面优势: 第一, 运营生鲜电商需要“智能冰箱+冷藏柜+冷链车”等一系列硬件产品作为基础, 而美菱在制冷设备领域具有较强的技术积累; 第二, 长虹已在四川地区成功运营智慧小区项目“点点帮”, 公司可以将其运作的智慧小区作为最先进入的试点社区, 实现协同发展; 第三, 公司自 2013 年起于绵阳、合肥试运行“美菱生活”水果电商, 积累了一定的生鲜电商运作经验。我们认为, 若 O2O 社区生鲜电商项目成功实施, 美菱将形成“硬件+服务”的双增长引擎, 带动公司商业模式转型升级。

维持“增持”评级: 预计 2015-2017 年 EPS 为 0.27/0.31/0.36 元。硬件方面, 以冰箱变频化为代表的产品结构升级将提升公司盈利能力; 服务方面, O2O 社区生鲜电商布局有望带动公司商业模式转型升级。考虑到公司智能家电卡位优势, 给予 2016 年 28-30 倍 PE, 对应合理价格区间 8.68-9.30 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 市场竞争加剧。

公司基本资料

总股本(百万)	763.74
流通 A 股(百万)	593.63
52 周内股价区间(元)	5.55-11.71
总市值(百万)	5,414.91
总资产(百万)	
每股净资产(元)	4.61

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	10,764.81	10,342.71	10,898.21	11,939.70
+/-%	2.14%	-3.92%	5.37%	9.56%
净利润(百万)	294.51	206.99	233.50	273.92
+/-%	7.46%	-29.72%	12.81%	17.31%
EPS	0.39	0.27	0.31	0.36
PE	18.39	26.16	23.19	19.77

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

美菱电器调研纪要

公司基本情况

- 公司自 1983 年起从事白色家电的设计、生产与销售，目前共拥有四大类产品：冰箱、冰柜、空调和洗衣机，其中洗衣机以贴牌生产为主。公司共拥有 4 个国内制造基地（合肥、绵阳、景德镇、中山），和巴基斯坦空调生产基地。在巴基斯坦空调生产基地实现盈利的基础上，公司目前在建造巴基斯坦冰箱生产基地。
- 2015 年前三季度，公司冰箱产品国内市场份额为 8%，同比增长 0.37pct；冰柜产品国内市场份额 9.11%，同比增加 0.87pct；空调产品国内市场份额 1.58%，同比减少 0.37pct。洗衣机产品销量占比较少，但增长迅速，预计全年销售额超过 3 亿元（2015 年上半年实现营业收入 1.17 亿元，YoY+34%）。
- 美菱品牌是中国最有价值品牌之一，高端品牌“雅典娜”是安徽省著名商标。公司积极推动产品结构的高端化、智能化转型：推出了 Chiq 智能产品、-192 度世界最冷冰箱以及日耗电仅 0.23 度的节能冰箱等新品。未来公司将瞄准超大容量冰柜市场重点发展。

Q&A

Q: 公司经营回顾与未来业绩展望？

- 2015 年，受行业需求疲弱和价格战影响，公司业绩有所下滑，但中高端出货量较好。全年预计实现销售额 100 亿元，新增专卖店 250 家。
- 空调业务占比约三分之一，空调行业的不景气对公司业绩影响较大。今年冰箱和冰柜的业绩表现不错，不仅销售规模没有缩减，市场占有率也进一步提升，美菱冰柜的市场份额位居全国第二，仅次于海尔。洗衣机事业部今年刚刚成立，是一个新兴的增长点，预计全年实现销售额 3 亿元。
- 2016 年仍会是较为困难的一年，公司将持续对冰箱、冰柜重点投入，同时也将空调盈利作为工作重点。公司计划在未来 3-5 年内将冰箱年产量由 500 万台提升至 1000 万台，空调年产量提升至 300 万台。

Q: 出口业务情况？

- 全年出口增长约 20%-30%，其中空调增长近 100%。
- 目前，公司空调主要出口至亚洲和非洲；冰箱主要出口至欧洲和南美

Q: 电商业务情况？

- 过去两年公司电商销售均实现了 100% 以上的增速，今年“双十一”公司冰箱冰柜产品线销售增速约 140%，销量约 7000 台。
- 未来，美菱会与大股东长虹进一步进行线上合作，将白电、黑电和小家电一起在线上进行销售；也会与京东、苏宁和天猫合作，做定制化的智能家电产品，提高产品美誉度。
- 预计 2015 年电商销售规模 10 亿元，2016 年可以提高至 15-16 亿元。

Q: 冰箱行业未来发展趋势?

- 行业未来发展的关键在于转型和升级换代,目前中大容积冰箱是主流趋势。与空调行业不同,冰箱行业集中度较低。在行业困难时,小企业会被淘汰,其份额将被龙头企业获取。所以,即使行业未来不增长,单个企业本身也可以从行业集中度提升这一过程中获得增长的动力。

Q: 变频冰箱占比?

- 公司变频冰箱占比由年初的 8%提升至现在的约 30%, 350L 容积以上的冰箱已经全部实现了变频化。
- 行业变频冰箱占比较低主要源于变频冰箱的高成本。但是美菱一直在做变频冰箱的技术储备,例如与长虹、华意压缩合作研发控制板与压缩机,所以生产成本低于行业水平。美菱变频冰箱的售价与定频冰箱差不多。

Q: Chiq 产品的运营情况?

- 美菱在 2014 年 3 月 Chiq 智能家电的发布会,产品于 2014 年 6 月正式上市。Chiq 产品定位高端,价格较高。一代产品去年销量约几万台,公司更看重其在智能家电领域的卡位效应。
- Chiq 的二代产品目前正在研发,会更加强调性价比,同时将大幅提升云图像识别技术的识别率。
- 公司智能家电设计致力于解决消费者痛点。例如,智能冰箱可以发现变质的食品;智能空调可以通过红外感知了解用户的被子是否盖好,从而相应地调节温度,防止用户感冒。
- 公司的智能冰箱产品在技术层面已经可以与周围的超市和农贸市场联网,若政府相应配套到位的话即可以在应用层面实现。

Q: 公司非公开发行计划进入社区生鲜电商领域,公司的竞争优势与规划?

- 生鲜电商需要良好的保温控制技术、需要智能冰箱+冷藏柜+冷链车等一系列产品作为基础保证,而公司在制冷领域是有优势的。
- 长虹在四川地区试运行了智慧小区商业模式项目“点点帮”,可以与公司的生鲜电商项目实现协同发展的效应。我们可以将长虹已运作的智慧小区作为最先进入的试点。
- 公司自 2013 年起便在绵阳、合肥试运行了美菱生活水果电商,具备一定的生鲜电商运作经验。
- 整个项目的建设期为 5 年,其中线下平台建设包括社区生鲜自提柜的部署、仓储加工中心以及物流配送中心建设;线上则包括电商平台、支付、运营等系统的建设。未来盈利模式包括单纯的商品销售与广告投放等。整个项目公司可以自己做,也可以与其它方进行合作,目前还没有确定。我们希望在 2016 年下半年实现具体的进展。

Q: 公司与华意压缩的业务协作?

压缩机是冰箱的核心部件,美菱与华意在压缩机产品研发方面会有合作。华意会设计匹配美菱产品的专属压缩机产品,成本会比其他压缩机生产商低一些,供货占比在提升。

盈利预测

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
流动资产	6936	7025	7310	8024	
现金	2665	2337	2732	2994	
应收账款	1160	785	894	1023	
其他应收账款	29	32	32	34	
预付账款	93	147	133	113	
存货	1766	1795	1793	1947	
其他流动资产	1223	1929	1726	1914	
非流动资产	2073	1923	1840	1694	
长期投资	14	21	19	19	
固定投资	1224	1214	1196	1128	
无形资产	562	499	435	372	
其他非流动资产	273	189	190	175	
资产总计	9009	8948	9150	9718	
流动负债	5032	4762	4766	5094	
短期借款	408	155	0	0	
应付账款	1681	1674	1750	1893	
其他流动负债	2944	2934	3016	3200	
非流动负债	538	585	583	594	
长期借款	19	19	19	19	
其他非流动负债	519	566	565	575	
负债合计	5571	5347	5350	5687	
少数股东权益	16	18	21	24	
股本	764	764	764	764	
资本公积	1467	1467	1467	1467	
留存公积	1195	1353	1549	1777	
归属母公司股	3423	3583	3779	4006	
负债和股东权益	9009	8948	9150	9718	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
经营活动现金	165	-69	609	291	
净利润	280	210	236	277	
折旧摊销	161	184	202	217	
财务费用	-101	-94	-93	-90	
投资损失	2	1	1	1	
营运资金变动	-185	-391	254	-134	
其他经营现金	9	21	9	20	
投资活动现金	74	-47	-117	-71	
资本支出	89	74	150	100	
长期投资	-2	1	-2	0	
其他投资现金	160	28	31	29	
筹资活动现金	156	-213	-97	42	
短期借款	341	-253	-155	0	
长期借款	9	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-12	0	0	0	
其他筹资现金	-183	40	58	42	
现金净增加额	407	-328	395	262	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	10765	10343	10898	11940	
营业成本	8234	8073	8426	9173	
营业税金及附加	79	84	86	95	
营业费用	1770	1676	1776	1964	
管理费用	468	378	417	463	
财务费用	-101	-94	-93	-90	
资产减值损失	17	18	26	22	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	-2	-1	-1	-1	
营业利润	295	206	259	311	
营业外收入	58	55	35	33	
营业外支出	6	5	6	5	
利润总额	347	256	288	338	
所得税	67	46	52	61	
净利润	280	210	236	277	
少数股东损益	-14	3	3	3	
归属母公司净利	295	207	234	274	
EBITDA	355	296	368	438	
EPS	0.39	0.27	0.31	0.36	

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
成长能力					
营业收入	2.1%	-3.9%	5.4%	9.6%	
营业利润	6.9%	-30.3%	25.7%	20.0%	
归属母公司净利	7.5%	-29.7%	12.8%	17.3%	
获利能力					
毛利率(%)	23.5%	21.9%	22.7%	23.2%	
净利率(%)	2.7%	2.0%	2.1%	2.3%	
ROE(%)	8.6%	5.8%	6.2%	6.8%	
ROIC(%)	13.2%	6.1%	11.6%	15.8%	
偿债能力					
资产负债率(%)	61.8%	59.8%	58.5%	58.5%	
净负债比率(%)	7.86%	3.32%	0.47%	0.42%	
流动比率	1.38	1.48	1.53	1.58	
速动比率	1.01	1.08	1.14	1.18	
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.15	1.20	1.27	
应收账款周转率	10	10	12	12	
应付账款周转率	4.88	4.81	4.92	5.04	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊)	0.39	0.27	0.31	0.36	
每股经营现金流	0.22	-0.09	0.80	0.38	
每股净资产(最新)	4.48	4.69	4.95	5.25	
估值比率					
PE	18.39	26.16	23.19	19.77	
PB	1.58	1.51	1.43	1.35	
EV_EBITDA	9	11	9	7	

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com