季报点评

【公司·证券研究报告】

美的电器 000527.SZ

收入增长放缓 盈利能力环比提升

事件

美的电器公布 11 年三季报，公司 2011 年前三季度实现收入 818.78 亿元，同比增长 43.24%，1-9 月实现归属于母公司的净利润 28.8 亿元，同比增长 9.59%。11 年前三季度实现每股收益 0.87 元。

我们的观点

- **收入增速放缓** 公司 2011 年前三季度实现收入 818.78 亿元，同比增长 43.24%，其中 7-9 月单季度实现收入 198.4 亿元，同比增长 9.41%。相比上半年，公司收入增速放缓，略低于市场预期，一方面由于白电行业销售增速放缓，另一方面在下半年公司战略的主动调整也对美的三季度的收入增速产生了一定程度的抑制，公司在下半年更注重有质量的收入增长，有意识的对收入和盈利进行了一定的平衡。
- **盈利能力环比提升** 11 年前三季度美的电器实现归属于母公司的净利润 28.8 亿元，同比增长 9.59%。11 年第三季度单季度毛利率 20.3%，环比提升 1.15 个百分点，三季度净利率 5.54%，环比提升 0.63 个百分点。我们认为公司的战略调整初有成效，盈利能力环比得到了提升。由于去年同期确认了 13.6 亿元的补贴收入，基数原因导致 11 年第三季度的净利增速较低。
- **多元化 多品牌战略领先** 我们认为公司的多元化、多品牌战略在我国家电行业具有竞争优势，能够获取更大的市场份额，并发挥协同效应。随着公司各业务竞争地位的稳固，产品结构的优化，销售渠道整合的进一步深化以及三四级渠道下沉的进一步完善，公司的收入规模及盈利能力将不断提升。我们预计公司未来三年，收入年复合增速在 25%左右，净利润增速近 30%。
- **投资建议** 公司作为多元化、多品牌的综合白电龙头，三四级市场具有自有渠道优势，产业链一体化程度深，竞争力强，未来几年收入增速高于行业。根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.22、1.54、1.98 元，维持公司买入评级，目标价 24.4 元。
- **风险因素**：房地产调控风险；多元化、多品牌的管理风险；上规模导致的利润风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

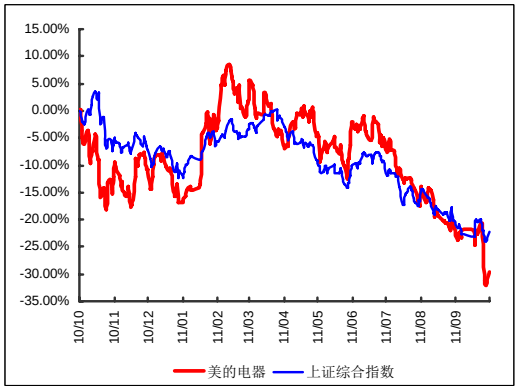
东方证券 ORIENT SECURITIES

证券分析师 郭洋
8621-63325888-6073
guoyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120214

联系人 唐思宇
8621-63325888-6082
tangsiyu@orientsec.com.cn

投资评级	**买入** 增持 中性 减持 **（维持）**
股价（2011 年 10 月 24 日）	13.28 元
目标价格	24.40 元
总股本/A 股（百万股）	3384
A 股市值（亿元）	449.44
国家/地区	中国
行业	家电行业
报告发布日期	2011 年 10 月 25 日

股价表现



财务预测 单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	74559	98629	122699	146526
同比(%)	57.7%	32.3%	24.4%	19.4%
归属母公司净利	3127	4128	5226	6696
同比(%)	65.3%	32%	26.6%	28.1%
毛利率(%)	16.7%	18.1%	18.5%	18.8%
ROE(%)	25.3%	20.0%	20.9%	21.9%
每股收益(元)	1.00	1.22	1.54	1.98
P/E（倍）	14.48	10.97	8.66	6.76
P/B（倍）	3.67	2.20	1.81	1.48
EV/EBITDA（倍）	10.35	6.25	4.59	3.67

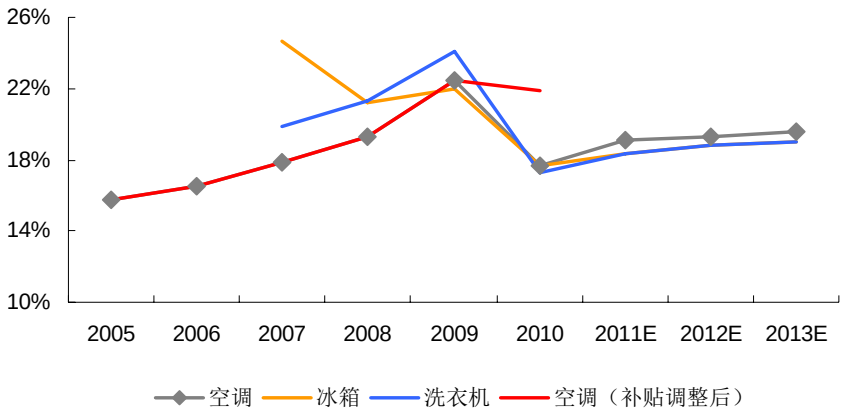
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

分业务收入假设

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	销售收入（百万元）	47,278.25	74,558.89	98,629.27	122,699.06	146,526.16
	同比增速（%）	4.34%	57.70%	32.28%	24.40%	19.42%
	综合毛利率（%）	21.79%	16.69%	18.11%	18.50%	18.81%
家用空调	销售收入（百万元）	27,039.22	42,034.88	55,038.89	67,888.26	80,978.77
	同比增速（%）	2.61%	55.46%	30.94%	23.35%	19.28%
	综合毛利率（%）	20.55%	15.57%	17.10%	17.10%	17.10%
商用空调	销售收入（百万元）	5,000.00	6,224.40	8,714.16	11,950.85	16,133.64
	同比增速（%）	13.64%	24.49%	40.00%	37.14%	35.00%
	综合毛利率（%）	33.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
冰箱	销售收入（百万元）	6,312.70	9,939.28	13,305.61	16,906.05	19,783.28
	同比增速（%）	25.90%	57.45%	33.87%	27.06%	17.02%
	综合毛利率（%）	22.90%	17.64%	18.30%	18.80%	19.00%
洗衣机	销售收入（百万元）	5,965.32	9,729.24	14,607.96	18,643.13	21,954.15
	同比增速（%）	41.46%	63.10%	50.14%	27.62%	17.76%
	综合毛利率（%）	24.04%	17.29%	18.30%	18.80%	19.00%
其他业务	销售收入（百万元）	2,961.01	6,631.09	6,962.64	7,310.77	7,676.31
	同比增速（%）	-44.46%	123.95%	5.00%	5.00%	5.00%
	综合毛利率（%）	7.28%	7.17%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：东方证券研究所

图表 公司分产品毛利率假设



资料来源：wind、东方证券研究所

图表 公司分产品毛利率假设

产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
家用空调	17.06%	20.55%	15.57%	17.10%	17.10%	17.10%
商用空调	33.00%	33.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
冰箱	21.17%	22.90%	17.64%	18.30%	18.80%	19.00%
洗衣机	21.29%	24.04%	17.29%	18.30%	18.80%	19.00%

资料来源：wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28,017	43,637	55,790	70,390
现金	5,803	14,984	21,603	30,418
应收账款	4,442	7,868	8,560	10,955
其它应收款	468	768	864	1,086
预付账款	2,544	2,537	3,619	4,021
存货	10,436	13,116	16,240	19,322
其他	4,323	4,363	4,905	4,587
非流动资产	14,037	15,102	16,742	15,468
长期投资	781	785	785	785
固定资产	7,672	9,372	11,390	10,384
无形资产	1,552	1,520	1,487	1,453
其他	4,031	3,425	3,079	2,846
资产总计	42,054	58,739	72,533	85,858
流动负债	25,188	32,481	40,430	46,259
短期借款	729	800	800	800
应付账款	11,023	15,947	20,805	23,119
其他	13,437	15,733	18,825	22,340
非流动负债	483	480	480	475
长期借款	394	394	394	394
其他	89	86	86	81
负债合计	25,671	32,961	40,910	46,735
少数股东权益	4,046	5,187	6,631	8,481
股本	3.120	3.384	3.384	3.384
资本公积	2.092	5.970	5.970	5.970
留存收益	7,109	11,237	15,638	21,288
归属母公司股东权	12,336	20,591	24,992	30,643
负债和股东权益	42,054	58,739	72,533	85,858

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5.446	6.990	10.135	9.654
净利润	4,043	5,268	6,670	8,546
折旧摊销	945	872	1,149	1,301
财务费用	464	99	(26)	(141)
投资损失	(134)	(150)	(180)	(200)
营运资金变动	(192)	491	2,425	(129)
其它	320	410	96	278
投资活动现金流	(4,213)	(1,932)	(2,716)	59
资本支出	(3,937)	(1,940)	(2,750)	-
长期投资	-	(0)	-	-
其他	(276)	8	34	59
筹资活动现金流	185	4,124	(800)	(897)
短期借款	189	71	-	-
长期借款	394	-	-	-
普通股增加	1,040	264	-	-
资本公积增加	(1,034)	3,878	-	-
其他	(404)	(90)	(800)	(897)
现金净增加额	1,419	9,182	6,618	8,816

利润表 单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	74,559	98,629	122,699	146,526
营业成本	62,114	80,764	99,998	118,972
营业税金及附加	86	89	110	132
营业费用	6,943	8,975	11,043	13,187
管理费用	2,663	3,255	3,926	4,542
财务费用	464	99	(26)	(141)
资产减值损失	(16)	-	-	-
公允价值变动收	118	-	-	-
投资净收益	134	150	180	200
营业利润	2,557	5,598	7,827	10,034
营业外收入	2,570	700	120	120
营业外支出	164	100	100	100
利润总额	4,963	6,198	7,847	10,054
所得税	920	930	1,177	1,508
净利润	4,043	5,268	6,670	8,546
少数股东损益	916	1,140	1,444	1,850
归属于母公司净	3,127	4,128	5,226	6,696
EBITDA	3,966	6,568	8,950	11,193
EPS（元）	1.00	1.22	1.54	1.98

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	57.7%	32.3%	24.4%	19.4%
营业利润	1.5%	119%	39.8%	28.2%
归属于母公司净	65.3%	32.0%	26.6%	28.1%
获利能力				
毛利率	16.7%	18.1%	18.5%	18.8%
净利率	4.2%	4.2%	4.3%	4.6%
ROE	25.3%	20.0%	20.9%	21.9%
ROIC	14.2%	18.1%	20.3%	20.9%
偿债能力				
资产负债率	61.0%	56.1%	56.4%	54.4%
流动比率	1.11	1.34	1.38	1.52
速动比率	0.70	0.94	0.97	1.10
营运能力				
总资产周转率	2.02	1.96	1.87	1.85
应收账款周转率	15	15	14	14
应付账款周转率	6.14	5.99	5.44	5.42
每股指标（元）				
每股收益	0.92	1.22	1.54	1.98
每股经营现金流	1.61	2.07	2.99	2.85
每股净资产	3.65	6.08	7.38	9.05
估值比率				
P/E	14.48	10.97	8.66	6.76
P/B	3.67	2.20	1.81	1.48
EV/EBITDA	10.35	6.25	4.59	3.67

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向

注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn