

美的电器 (000527.sz)

调整增长步伐

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

收入增长 43%，净利增 9.6%

2011 年 1-9 月营收 819 亿元，同比增长 43%；归属母公司净利润 28.8 亿元，同比增长 9.6%，EPS 0.85 元。其中三季度收入 198 亿元，同比增 9.4%，净利润 9.1 亿元，同口径下同比增长 1.7%，单季销售净利率 4.6%。

收入增长放缓，盈利优先，经营策略调整效果已现

三季度，公司收入增长放缓，主要原因包括：1) 上半年公司规模优先，收入大幅增长 59%，步入淡季后，渠道库存压力较大，厂商出货放缓。2) 去年三季度同比增 60%，提高基数，造成同比增长下降。3) 冰、洗增速放缓，拉低整体收入增长。

公司上半年开始转变经营战略，强调盈利优先。通过 1) 产品结构优化，提高产品品质；2) 提升运营效率，减少渠道流通环节，最大化价值链。三季度，公司毛利率 20.3%，剔除补贴款影响，同比提升 1.4%，单季销售净利率恢复到 4.6%，相比上半年 3.1%，大幅提升 1.5 个百分点。三个季度销售净利率呈现逐步提升态势。

未来来看，一方面，公司会通过提价逐步消化成本，盈利水平会逐步提升；另一方面，经济悲观预期下，大宗原材料价格继续下调，有利于制造类中游企业借机调整经营策略，提升盈利水平。挤压小企业，进一步提升市场份额，龙头企业具备更强抗风险能力。

盈利预测与估值评级

预计公司 11、12 年 EPS 分别为 1.14 元，1.53 元，按照 11 年 18 倍估值，目标价 20.52 元，维持“买入”评级

风险提示

集团资产注入时间不确定

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47278	74559	103227	131446	161866
增长率(%)	4.34%	57.70%	38.45%	27.34%	23.14%
EBITDA(百万元)	3699	3697	6740	9610	12562
净利润(百万元)	1892	3127	3865	5180	6970
增长率(%)	83.14%	65.29%	23.59%	34.03%	34.54%
每股收益(元)	0.91	1.00	1.14	1.53	2.06
市盈率	25.51	17.36	11.63	8.68	6.45
市净率	5.11	4.40	2.22	1.77	1.39
EV/EBITDA	12.15	13.42	4.35	2.56	1.26

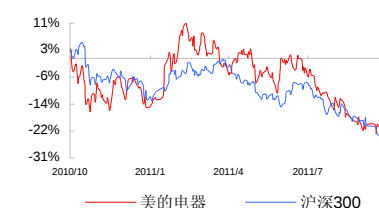
数据来源: 广东美的电器股份有限公司财务报表 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.83 元
合理价值	20.52 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-15.48	-27.35	-28.76
沪深 300	-9.50	-18.02	-25.69

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

3384/3120

主要股东:

美的集团有限公司

主要股东持股比例 39.17%

流通 A 股比例 92.20%

财务比率

ROE	25.35%
ROA	8.48%
资产负债率	61.04%

2010 年报数据

表1：1-9月利润表

科目(单位：百万)	2011 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比
一、营业总收入	81,878	57,160	43.2%
二、营业总成本	78,337	55,197	41.9%
其中：营业成本	67,318	47,967	40.3%
毛利率(简单测算)	17.78%	16.1%	1.70%
营业税金及附加	282	53	
销售费用	7,597	5,220	45.5%
销售费用率	9.3%	9.1%	0.1%
管理费用	2,189	1,572	39.2%
管理费用率	2.7%	2.8%	-0.1%
财务费用	751	279	
资产减值损失	200	105	
加：公允价值变动收益	72	58	
投资收益及其它	373	86	
三、营业利润	3,986	2,107	89.2%
加：营业外收入	570	2,051	
减：营业外支出	71	100	
四、利润总额	4,486	4,057	10.6%
减：所得税费用	896	683	31.2%
综合所得税率	20.0%	16.8%	3.1%
五、净利润	3,589	3,374	6.4%
归属于母公司净利润	2,880	2,628	9.6%
净利润率	3.5%	4.6%	-1.1%
少数股东损益	709	746	
少数股东损益占比	19.8%	22.1%	
六、总股本	3,384	3,384	
七、按期末股数简单每股收益：	0.85	0.78	
毛利率减销售费用率	8.5%	6.9%	1.6%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表2：3季度利润表

科目(单位：百万)	2011Q3	2010Q3	同比
一、营业总收入	19,841	18,135	9.4%
二、营业总成本	18,866	17,996	4.8%
其中：营业成本	15,816	15,673	0.9%
毛利率(简单测算)	20.28%	13.6%	6.71%
营业税金及附加	115	19	
销售费用	2,039	1,675	21.7%
销售费用率	10.3%	9.2%	1.0%
管理费用	721	610	18.3%
管理费用率	3.6%	3.4%	0.3%
财务费用	312	106	
资产减值损失	-137	-87	
加：公允价值变动收益	75	17	
投资收益及其它	163	31	
三、营业利润	1,212	187	548.0%
加：营业外收入	179	1,365	
减：营业外支出	42	51	
四、利润总额	1,349	1,501	-10.1%
减：所得税费用	250	331	-24.6%
综合所得税率	18.5%	22.1%	-3.6%
五、净利润	1,099	1,169	-6.0%
归属于母公司净利润	905	890	1.7%
净利润率	4.6%	4.9%	-0.3%
少数股东损益	194	279	
少数股东损益占比	17.7%	23.9%	
六、总股本	3,384	3,384	
七、按期末股数简单每股收益：	0.27	0.26	
毛利率减销售费用率	10.0%	4.3%	5.7%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

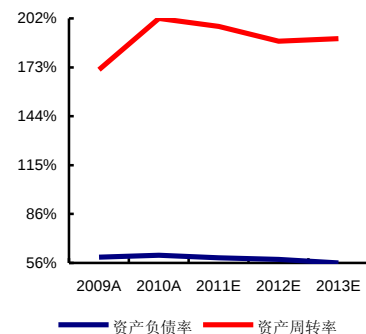
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	21,132	28,017	47,490	59,993	76,985
货币资金	3,855	5,803	17,714	23,364	31,537
应收及预付	11,282	11,326	18,045	21,972	27,438
存货	5,828	10,436	11,602	14,507	17,851
其他流动资产	167	452	130	150	159
非流动资产	10,526	14,037	14,966	16,775	16,414
长期股权投资	375	781	829	850	862
固定资产	5,694	7,672	9,160	9,426	8,875
在建工程	487	952	2,212	2,808	2,974
无形资产	2,852	3,301	1,739	1,956	2,156
其他长期资产	1,118	1,331	1,026	1,736	1,546
资产总计	31,658	42,054	62,456	76,768	93,399
流动负债	18,859	25,188	36,667	44,390	52,149
短期借款	540	729	1,660	2,593	2,017
应付及预收	14,278	19,231	26,707	32,897	40,532
其他流动负债	4,042	5,228	8,300	8,900	9,600
非流动负债	70	483	494	488	501
长期借款	0	394	394	394	394
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	89	100	94	107
负债合计	18,930	25,671	37,161	44,878	52,650
股本	2,080	3,120	3,385	3,385	3,385
资本公积	3,126	2,092	6,197	6,197	6,197
留存收益	4,261	7,109	10,635	15,816	22,785
归属母公司股东权益	9,451	12,336	20,217	25,398	32,367
少数股东权益	3,277	4,046	5,078	6,493	8,382
负债和股东权益	31,658	42,054	62,456	76,768	93,399

利润表

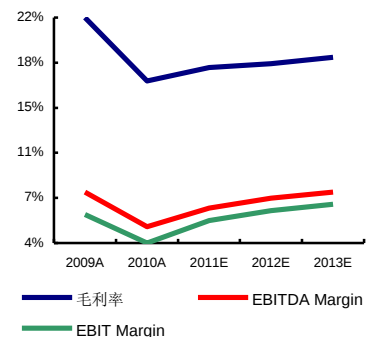
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47278	74559	103227	131446	161866
营业成本	36975	62114	84867	107638	131822
营业税金及附加	61	86	123	155	192
销售费用	5731	6943	9703	12093	14568
管理费用	1660	2663	2890	3286	4209
财务费用	222	464	154	169	154
资产减值损失	169	-16	82	59	-32
公允价值变动收益	27	118	2	30	19
投资净收益	32	134	259	159	65
营业利润	2520	2557	5668	8235	11038
营业外收入	396	2570	605	110	100
营业外支出	163	164	175	153	120
利润总额	2753	4963	6098	8192	11018
所得税	239	920	1201	1597	2160
净利润	2514	4043	4897	6595	8859
少数股东损益	622	916	1032	1415	1889
归属母公司净利润	1892	3127	3865	5180	6970
EBITDA	3699	3697	6740	9610	12562
EPS (元)	0.91	1.00	1.14	1.53	2.06

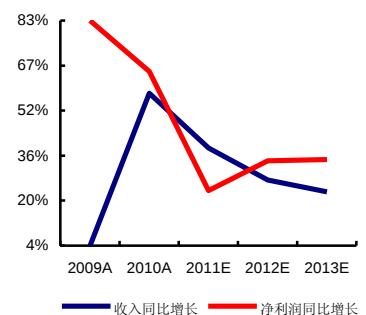
资产负债率趋势



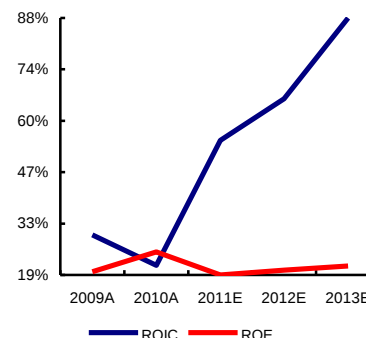
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

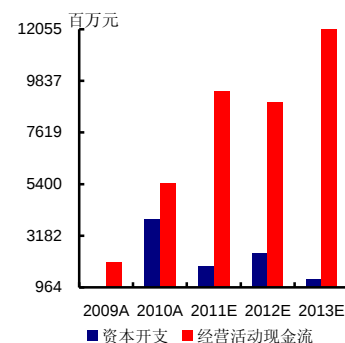
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,056	5,446	8,364	7,520	10,166
净利润	2,514	4,043	4,897	6,595	8,859
折旧摊销	847	945	1,097	1,336	1,486
营运资金变动	-1,139	696	2,558	240	-440
其它	-165	-238	-188	-651	261
投资活动现金流	-1,113	-4,212	-1,642	-2,322	-1,273
资本支出	-964	-3,905	-1,853	-2,456	-1,323
投资变动	-149	-307	209	104	31
其他	0	0	2	30	19
筹资活动现金流	744	185	5,190	452	-720
银行借款	2,664	3,001	932	933	-576
债券融资	-4,485	-2,418	-5	-4	4
股权融资	3,267	52	4,370	0	0
其他	-703	-450	-106	-477	-148
现金净增加额	1,688	1,419	11,911	5,650	8,173
期初现金余额	2,285	3,855	5,803	17,714	23,364
期末现金余额	3,973	5,274	17,714	23,364	31,537

主要财务比率

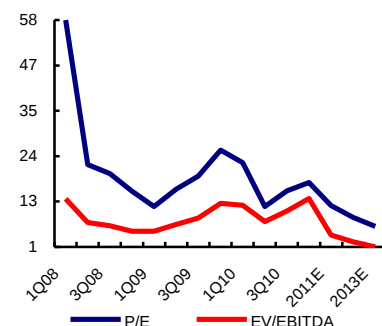
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.3%	57.7%	38.5%	27.3%	23.1%
营业利润	45.9%	1.5%	121.7%	45.3%	34.0%
归属于母公司净利润	83.1%	65.3%	23.6%	34.0%	34.5%
获利能力					
毛利率	21.8%	16.7%	17.8%	18.1%	18.6%
净利率	5.3%	5.4%	4.7%	5.0%	5.5%
ROE	20.0%	25.3%	19.1%	20.4%	21.5%
ROIC	29.8%	21.7%	55.1%	66.3%	87.9%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	61.0%	59.5%	58.5%	56.4%
净负债比率	-26.3%	-29.4%	-62.4%	-64.4%	-71.9%
流动比率	1.12	1.11	1.30	1.35	1.48
速动比率	0.77	0.60	0.90	0.94	1.04
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.02	1.98	1.89	1.90
应收账款周转率	12.44	16.37	14.81	15.30	15.13
存货周转率	6.74	7.64	7.32	7.42	7.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	1.00	1.14	1.53	2.06
每股经营现金流	0.99	1.75	2.47	2.22	3.00
每股净资产	4.54	3.95	5.97	7.50	9.56
估值比率					
P/E	25.5	17.4	11.6	8.7	6.4
P/B	5.1	4.4	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	12.2	13.4	4.3	2.6	1.3

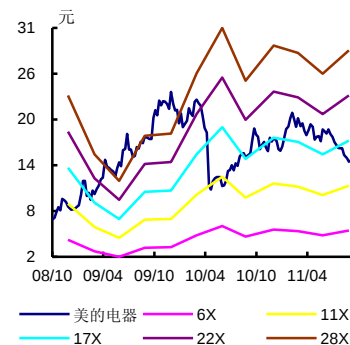
资本支出与经营活动现金流



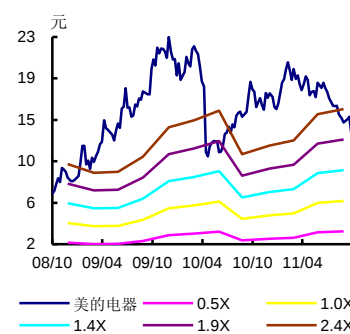
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

美的电器（000527.sz）：美的集团拟引入战略投资者，资本运作或有新期待	郝雪梅	2011-10-19
美的电器（000527.sz）：野蛮生长，百亿利润不是梦	郝雪梅	2011-09-14
美的电器（000527.sz）：规模优先战略已达，未来更加关注盈利提升	郝雪梅	2011-09-01

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。