

美的电器 (000527.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

集团 5 周耗资 8 亿迅速完成增持 2 % 计划

事件

美的电器于 2011 年 12 月 29 日发布公告：公司控股股东美的集团有限公司（下称“美的集团”）于 2011.12.6 至 2011.12.29 期间增持公司 A 股股份共计 3373 万股，占公司总股本 0.9967%，平均价格约为 11.67 元/股；增持后，美的集团持有公司总股本比例为 41.17%；根据增持计划，美的集团增持本公司 2% 股份的事项已完成。

评论

美的式的雷厉风行，集团 5 周耗资 8 亿元迅速完成增持 2% 计划。从 11 月 23 日开始增持到现在仅 5 个星期的时间美的集团就完成了增持公司 2% 股份的计划（12 月 4 日我们刚刚点评过集团增持公司 1% 股份），耗资 8 亿元；一方面体现了美的式的雷厉风行，另一方面也说明集团认为目前公司股价已经触底而急于抄底（本次增持价 11.67 元低于上次增持价 12 元）。

公司工厂及渠道库存逐渐恢复正常，但 1Q12 销售增速很可能继续为负。从第三方数据来看，11 月美的冰、洗、空销量仍有低于行业、甚至低于中怡康城市终端零售量增速的较大负增长；至此美的的去库存已经持续了 4 个月左右，目前公司工厂及渠道的库存约有 200 亿元（相对于今年全年约 1000 亿的销售额，约是 2 个多月），逐渐恢复正常水平（2 个月以下算正常水平）。但是经销商对明年市场预期谨慎与今年一季过度乐观形成强烈反差，加之公司仍处于调整期，因此明年一季度增速难有表现。

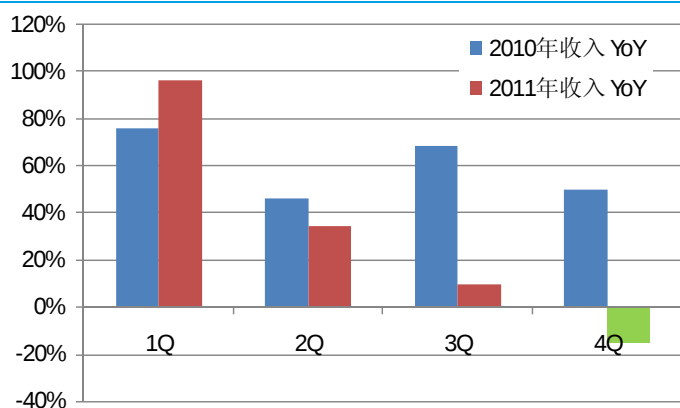
公司战略调整将巩固长期发展基础，期待公司产品力和运营效率的提升。公司今年二季度末便开始的战略调整主要有几个方面：1）要让 60 几家区域销售公司具备自我造血能力，具体措施包括提高区域销售公司毛利的同时取消返利、下放各地区广告、促销活动的决策权到区域销售公司，提高经营团队在区域销售公司的持股比例；2）经过半年公司基本完成了组织架构和销售政策的调整，而去库存（图表 1、2）和降成本的也都在进行中；我们认为只要主观意愿坚决加上时间就一定能实现库存健康、成本降低，但“转变增长方式，提升盈利能力”战略的成功关键在于产品力和运营效率的提升，其检验标准是美的系产品能在价格优势不再明显的情况下提升市场份额；如做到这点，公司将迎来新发展。我们相信经过调整 2012 年美的的市场份额和盈利能力均能提升，但需要一定时间，1 月元春的销售情况应是第一个检验期。

投资建议

盈利预测：基于公司去库存期间出货量降幅超过我们前期预期，我们下调盈利预测 5%，预计 2011-2013 年公司收入为 967、1089、1289 亿元，增速 29.8%、12.6%、18.3%；EPS 为 1.03、1.30、1.58 元，净利润增速为 11.3%、26.9%、21.1%。

投资建议：我们依然认为尽管行业成长性放缓，家电作为中国为数不多具备国际竞争力的产业之一，龙头公司的业绩能够穿越周期，收入利润持续增长（15%-25%），当前已经值得战略性配置（我们 3 个月的偏好顺序是格力、海信、海尔、美的；3-12 个月的偏好顺序是美的、海尔、格力、海信，美的顺序变化大主要是因为其战略调整是否立即见效还需观察）。公司 6-12 个月合理价位 15.4-17 元，对应 15X11PE-12X12PE，维持买入建议。

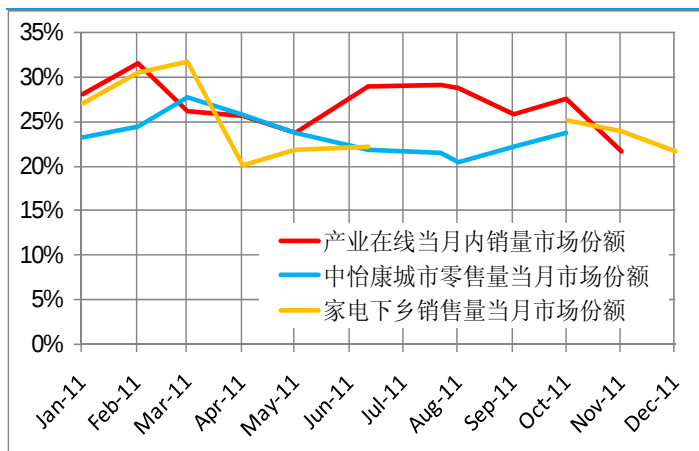
图表1：公司今年单季度收入增速前高后低悬殊



说明：绿色部分 4Q11 为我们的估计增速

来源：公司财报，产业在线、中怡康、买卖提，国金证券研究所

图表2：出货量市场份额8月后明显下降，但城市及下乡份额下半年总体平稳说明公司渠道去库存进行中



图表3：公司三张报表及预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	45,313	47,278	74,559	101,715	113,769	136,643
增长率		4.3%	57.7%	36.4%	11.9%	20.1%
主营业务成本	-36,632	-36,975	-62,114	-83,750	-93,051	-111,696
%销售收入	80.8%	78.2%	83.3%	82.3%	81.8%	81.7%
毛利	8,682	10,303	12,445	17,965	20,718	24,946
%销售收入	19.2%	21.8%	16.7%	17.7%	18.2%	18.3%
营业税金及附加	-42	-61	-86	-254	-284	-342
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,614	-5,731	-6,943	-8,646	-9,613	-11,478
%销售收入	10.2%	12.1%	9.3%	8.5%	8.5%	8.4%
管理费用	-1,725	-1,660	-2,663	-3,357	-3,697	-4,373
%销售收入	3.8%	3.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	2,301	2,852	2,752	5,708	7,123	8,754
%销售收入	5.1%	6.0%	3.7%	5.6%	6.3%	6.4%
财务费用	-481	-222	-464	-702	-580	-530
%销售收入	1.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-109	-169	16	-88	-27	-60
公允价值变动收益	-22	27	118	5	150	0
投资收益	39	32	134	511	613	736
%税前利润	2.2%	1.2%	2.7%	8.8%	8.4%	8.2%
营业利润	1,727	2,520	2,557	5,434	7,279	8,901
营业利润率	3.8%	5.3%	3.4%	5.3%	6.4%	6.5%
营业外收支	28	233	2,406	400	50	50
税前利润	1,756	2,753	4,963	5,834	7,329	8,951
利润率	3.9%	5.8%	6.7%	5.7%	6.4%	6.6%
所得税	-204	-239	-920	-1,079	-1,393	-1,745
所得税率	11.6%	8.7%	18.5%	18.5%	19.0%	19.5%
净利润	1,551	2,514	4,043	4,755	5,937	7,205
少数股东损益	518	622	916	1,099	1,319	1,583
归属于母公司的净利润	1,033	1,892	3,127	3,656	4,617	5,622
净利率	2.3%	4.0%	4.2%	3.6%	4.1%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,551	2,514	4,043	4,755	5,937	7,205
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	834	1,016	929	1,105	1,230	1,341
非经营收益	89	-335	-225	-1,603	-883	-856
营运资金变动	1,284	-1,139	696	3,091	1,301	1,450
经营活动现金净流	3,758	2,055	5,443	7,348	7,583	9,140
资本开支	-2,004	-964	-3,905	-1,810	-946	-721
投资	-1,889	-196	-415	-1,898	-105	-105
其他	41	47	108	516	763	736
投资活动现金净流	-3,852	-1,113	-4,212	-3,192	-288	-91
股权募资	45	3,267	52	5	0	0
债权募资	1,023	-1,821	583	-744	0	1
其他	-805	-703	-450	-70	-368	-368
筹资活动现金净流	264	744	185	-809	-368	-367
现金净流量	169	1,686	1,415	3,348	6,927	8,682

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,285	3,855	5,803	6,050	12,978	21,660
应收款项	5,534	10,474	8,781	12,053	13,754	16,846
存货	5,138	5,828	10,436	10,981	11,946	14,035
其他流动资产	830	975	2,997	3,505	3,417	3,516
流动资产	13,787	21,132	28,017	32,589	42,094	56,057
%总资产	59.9%	67.5%	67.4%	65.6%	71.2%	77.0%
长期投资	254	375	782	2,674	2,774	2,874
固定资产	5,662	6,161	8,625	9,957	9,921	9,703
%总资产	24.6%	19.7%	20.8%	20.1%	16.8%	13.3%
无形资产	2,846	2,852	3,301	2,934	2,763	2,471
非流动资产	9,210	10,179	13,532	17,066	17,059	16,750
%总资产	40.1%	32.5%	32.6%	34.4%	28.8%	23.0%
资产总计	22,997	31,310	41,549	49,654	59,153	72,806
短期借款	2,360	540	729	0	0	0
应付款项	10,835	13,533	18,853	24,655	27,408	32,901
其他流动负债	2,839	4,798	5,625	7,649	8,796	10,089
流动负债	16,034	18,871	25,207	32,304	36,205	42,990
长期贷款	0	0	394	394	394	395
其他长期负债	57	59	71	0	0	0
负债	16,091	18,930	25,671	32,698	36,599	43,385
普通股股东权益	4,757	9,451	12,336	15,644	19,923	25,206
少数股东权益	2,536	3,277	4,046	5,146	6,465	8,048
负债股东权益合计	23,384	31,310	42,054	49,654	59,153	72,806

比率分析

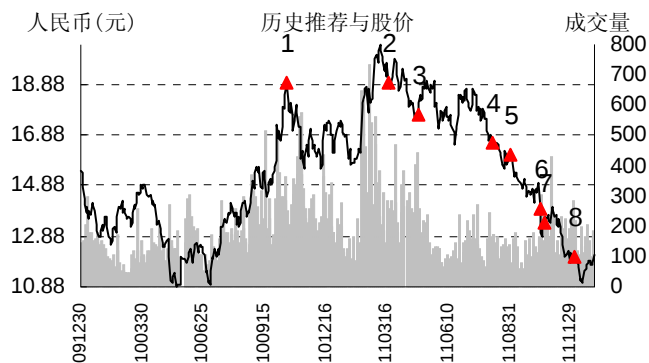
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.546	0.909	1.002	1.080	1.364	1.661
每股净资产	2.515	4.544	3.954	4.622	5.887	7.448
每股经营现金净流	1.985	0.989	1.745	2.171	2.241	2.701
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	21.72%	20.02%	25.35%	23.37%	23.18%	22.30%
总资产收益率	4.42%	5.98%	7.44%	6.83%	7.33%	7.34%
投入资本收益率	20.94%	19.55%	12.76%	21.96%	21.54%	20.94%
增长率						
主营业务收入增长率	36.09%	4.34%	57.70%	36.42%	11.85%	20.11%
EBIT增长率	23.77%	23.92%	-3.48%	107.39%	24.78%	22.91%
净利润增长率	-13.44%	83.14%	65.29%	16.90%	26.31%	21.76%
总资产增长率	34.96%	35.38%	32.84%	19.51%	19.13%	23.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.8	31.3	24.2	24.0	23.0	22.0
存货周转天数	59.5	54.4	48.1	48.0	47.0	46.0
应付账款周转天数	56.3	75.4	59.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	40.5	44.0	37.7	31.3	27.7	22.6
偿债能力						
净负债/股东权益	1.03%	-26.26%	-29.49%	-27.95%	-48.29%	-64.44%
EBIT利息保障倍数	4.8	12.8	5.9	8.1	12.3	16.5
资产负债率	68.81%	59.80%	61.04%	61.13%	58.11%	56.61%

来源：公司数据，国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-26	买入	18.91	21.20 ~ 21.20
2	2011-03-17	买入	18.92	26.00 ~ 26.00
3	2011-04-28	买入	17.66	23.40 ~ 25.90
4	2011-08-08	买入	16.53	20.24 ~ 21.80
5	2011-09-01	买入	16.12	20.00 ~ 21.30
6	2011-10-19	买入	14.00	18.00 ~ 18.00
7	2011-10-25	买入	13.40	16.20 ~ 20.40
8	2011-12-05	买入	12.05	16.20 ~ 20.40

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B