

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

继埃及、南美后，与开利再携手开拓印度市场

事件

美的电器 2012 年 1 月 7 日发布公告：公司拟通过与开利合作拓展印度空调市场。双方已达成协议，美的投资约 2000 万美元（60%股份）、开利投资约 1300 万美元（40%股份）成立合资公司，该公司将整合双方在印度家用空调及美的部分轻型商用空调的生产与销售业务，初始投资产能约 100 万台。

评论

印度空调市场潜力巨大，是公司海外扩张必争之地。

- 1) 有需求因气温高：印度属于热带季风气候、终年高温，最高气温常高达 45℃ 以上；2) 需求空间大因人口多：2010 年 4 月印度政府统计印度人口 11.6 亿，即使不算 3.7 亿的贫困人口，仍有 7.9 亿人口的庞大需求；3) 需求开始释放因经济快速发展：IMF 数据（图表 1）显示 2010 年印度 GDP 增速以 10.4% 首次超越中国、人均 GDP 达到 1176 美元（按照国际经验，人均 GDP 超过 1000 美元后消费结构和产业结构升级速度加快），已经超过 2003 年时中国的人均 GDP 水平（中国空调内销量 03-11 年复合增速达 14%）。因此印度是公司海外扩张必争之地。
- 当然，目前印度市场尚不大，2010 年空调销量约 400 万台。合资公司 100 万台产能随市场扩大逐步释放，预计 2013 年后满产，届时将扩大公司收入 15 亿元左右。

与开利的合作中，公司持股比例逐次上升，彰显公司海外运营渐成熟。

- 公司先后于 09 年、10 年收购了开利在埃及、南美空调业务的部分股权，持股比例逐渐加大（图表 2），在埃及公司持股 32.5%、在南美公司持股 51%、印度达到 60%，未来将为母公司贡献更多利润，同时也说明公司海外运营逐渐成熟带来信心提升。
- 与格力以全资子公司方式进入巴西、美国市场相比，美的全球化是与开利密切合作而进行的，这样做的好处是少走弯路，借助开利的渠道和经验迅速开拓海外市场；而且合做对象单一缩短磨合期便于迅速开展业务。但也付出一定代价即少数股东损益较大。

公司全球化布局雏形已现，下一步将提升已有海外公司的产出。目前公司在主要新兴国家如印度、巴西、埃及、马来西亚、印度尼西亚、泰国等地已有或将有分公司，布局雏形已现，我们预计公司未来不会急于向欧美高端市场开拓。从收购较早的埃及 Miraco 经营结果来看（图表 3），净利率保持在 9% 以上，海外市场有较好的盈利水平，公司下一步将是提高近期收购的南美、印度的经营能力。

国内积极调整，海外步步为营，看好公司长期发展。（详见 1 月 3 日公司点评《集团 5 周耗资 8 亿迅速完成增持 2% 计划》）公司国内战略调整正在进行，重视产品设计和研发、调整区域销售公司等一揽子举措经过一定时间磨合后将产生化学反应，带来提升产品力和运营效率，最终表现为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，这将巩固公司长期发展基础。公司在海外新兴市场的一系列拓展，提升了自身海外运营能力、开辟了新的市场，这将带来公司长期增长空间。

投资建议

盈利预测：维持前期预测，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：此次投资印度，将进一步提升公司国际竞争力和长期发展空间。短期看，公司战略调整是否立即见效还需观察元春销售；当前股价尚在集团增持价格附近，值得战略性配置；只要战略调整能快速见效便是我们全年最看好的品种。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：印度 GDP 增速较快，但人均 GDP 尚低，空调需求潜力大

	2001-2010 年平均 GDP 增速	2010 年 GDP 增速	2010 年人均 GDP(美元)
中国	10.49%	10.3%	4283
印度	7.38%	10.4%	1176
俄罗斯	4.86%	4.0%	10521
巴西	3.65%	7.5%	10471

来源：IMF 官网，国金证券研究所

图表2：公司海外市场开拓，持股比例上升，速度加快

时间	目标公司业务范围	目标公司收入利润	股权比例	收购价
2010.4.28	在埃及的空调业务	09 年实现 2.04 亿美元、净利 2060 万美元	32.50%	0.575 亿美元
2011.8.5	在巴西、阿根廷、智力的空调业务	10 年实现 6.21 亿美元、净利 3480 万美元	51%	2.233 亿美元
2012.1.7	在印度空调业务		60%	公司和开利分别出资 2000、1200 万美元

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司 2010 年收购的埃及 Miraco 盈利较好

埃及 Miraco	收入（百万元）	净利润（百万元）	净利率
2011 上半年	713	65	9.1%
2010 年	1464	187	12.7%
2009 年	2.04 亿美元（约 1387 百万元）	2060 万美元（约 140 百万元）	10.1%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表4：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	96,741	108,932	128,904
增长率		4.3%	57.7%	29.8%	12.6%	18.3%
主营业务成本	-36,632	-36,975	-62,114	-79,707	-89,151	-105,485
%销售收入	80.8%	78.2%	83.3%	82.4%	81.8%	81.8%
毛利	8,682	10,303	12,445	17,034	19,781	23,420
%销售收入	19.2%	21.8%	16.7%	17.6%	18.2%	18.2%
营业税金及附加	-42	-61	-86	-242	-272	-322
%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	-8,223	-9,205	-10,699
%销售收入	10.2%	12.1%	9.3%	8.5%	8.5%	8.3%
管理费用	-1,725	-1,660	-2,663	-3,096	-3,431	-3,996
%销售收入	3.8%	3.5%	3.6%	3.2%	3.2%	3.1%
息税前利润（EBIT）	2,301	2,852	2,752	5,474	6,872	8,402
%销售收入	5.1%	6.0%	3.7%	5.7%	6.3%	6.5%
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	-70	-28	-51
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%	9.1%	8.7%	8.5%
营业利润	1,727	2,520	2,557	5,218	7,028	8,558
营业利润率	3.8%	5.3%	3.4%	5.4%	6.5%	6.6%
营业外收支	28	233	2,406	400	50	50
税前利润	1,756	2,753	4,963	5,618	7,078	8,608
利润率	3.9%	5.8%	6.7%	5.8%	6.5%	6.7%
所得税	-204	-239	-920	-1,039	-1,345	-1,678
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	4,579	5,733	6,929
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	3,479	4,414	5,346
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	4,579	5,733	6,929
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	834	1,016	929	1,087	1,231	1,332
非经营收益	89	-335	-225	-1,603	-883	-856
营运资金变动	1,284	-1,139	696	3,134	1,284	1,438
经营活动现金净流	3,758	2,055	5,443	7,197	7,364	8,843
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	3,197	6,708	8,386

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	12,758	21,144
应收款项	5,534	10,474	8,781	11,463	13,169	15,892
存货	5,138	5,828	10,436	10,451	11,445	13,254
其他流动资产	830	975	2,997	3,343	3,280	3,330
流动资产	13,787	21,132	28,017	31,307	40,653	53,620
%总资产	59.9%	67.5%	67.4%	64.7%	70.4%	76.2%
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%	20.6%	17.2%	13.8%
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%	35.3%	29.6%	23.8%
资产总计	22,997	31,310	41,549	48,373	57,712	70,369
短期借款	2,360	540	729	0	0	0
应付款项	10,835	13,533	18,853	23,463	26,258	31,067
其他流动负债	2,839	4,798	5,625	7,585	8,735	9,991
流动负债	16,034	18,871	25,207	31,048	34,993	41,058
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	31,442	35,386	41,453
普通股股东权益	4,757	9,451	12,336	15,467	19,543	24,505
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	48,373	57,712	70,369

比率分析

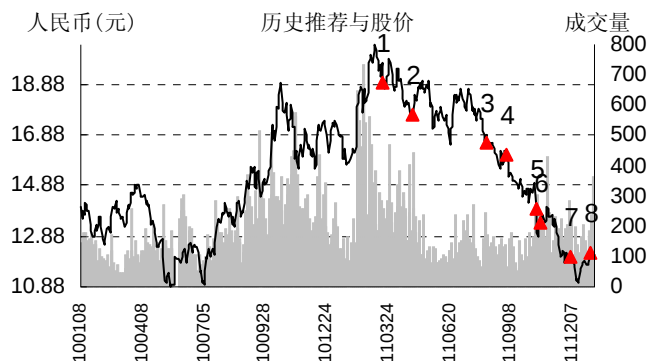
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.546	0.909	1.002	1.028	1.304	1.580
每股净资产	2.515	4.544	3.954	4.570	5.774	7.254
每股经营现金净流	1.985	0.989	1.745	2.127	2.176	2.613
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	21.72%	20.02%	25.35%	22.49%	22.58%	21.78%
总资产收益率	4.42%	5.98%	7.44%	6.68%	7.19%	7.22%
投入资本收益率	20.94%	19.55%	12.76%	21.24%	21.08%	20.50%
增长率						
主营业务收入增长率	36.09%	4.34%	57.70%	29.75%	12.60%	18.34%
EBIT增长率	23.77%	23.92%	-3.48%	98.88%	25.55%	22.26%
净利润增长率	-13.44%	83.14%	65.29%	11.26%	26.86%	21.13%
总资产增长率	34.96%	35.38%	32.84%	16.43%	19.31%	21.93%
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	32.9	28.9	24.0
偿债能力						
净负债/股东权益	1.03%	-26.26%	-29.49%	-28.19%	-48.16%	-64.16%
EBIT利息保障倍数	4.8	12.8	5.9	7.8	11.9	15.9
资产负债率	68.81%	59.80%	61.04%	60.40%	57.64%	55.98%

来源：公司年报，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	2011-03-17	买入	18.92	26.00 ~ 26.00
2	2011-04-28	买入	17.66	23.40 ~ 25.90
3	2011-08-08	买入	16.53	20.24 ~ 21.80
4	2011-09-01	买入	16.12	20.00 ~ 21.30
5	2011-10-19	买入	14.00	18.00 ~ 18.00
6	2011-10-25	买入	13.40	16.20 ~ 20.40
7	2011-12-05	买入	12.05	16.20 ~ 20.40
8	2011-12-30	买入	12.24	15.42 ~ 16.95

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

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