

美的电器 (000527.sz)

大趋势并没有改变

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030001

近期美的电器连续调整,一方面是因为大盘疲弱,市场偏好有所转向,更重要的是:市场对公司中报、盈利的稳定性、未来的需求产生担心、疑虑。我们认为:悲观预期已充分反应,我们对公司的盈利改善,中长期发展仍然非常乐观,未来存在不断超预期的可能。目前价位正是中长期布局的良机。

关于中报:悲观预期已充分反应

目前股价已经反映了很悲观的预期,出现更差的情况并不存在。实际上通过我们对公司销售的监测可以确定公司二季度以来销售仍然非常旺盛,保持40%以上的增长。只是由于成本压力,加上去年二季度高基数,同比数据可能不理想,而这些基本已经为市场所消化。下半年同比数据会显著提升。

关于盈利:公司会通过提价逐步消化成本,盈利水平会逐步提升

过往两个季度低销售净利润率主要是由于原材料价格上涨对毛利率影响较大。过去的历史经验也已经证明了:上游成本上涨并不构成美的电器全年的利润压力,只会影响2个季度的利润水平。现在最困难的时光已经过去,前期的低盈利水平将成为历史的低点。我们应该坚定:伴随着家电行业从充分竞争逐步发展成寡头垄断,销售净利润率逐步上升这种大趋势不会改变。

关于需求:龙头企业销售收入增长持续乐观

盈利预测与估值评级

预计公司11、12年EPS分别为1.20元,1.65元,对应当前股价16.65元PE仅14X,10X(目前股价也仅比年初实施的增发价16.50元略高),考虑到公司的综合竞争优势和成长性,PE估值优势明显。另外从PS角度看,公司PS仅0.53,显然具备中长期投资价值,维持“买入”评级。

风险提示

下半年盈利改善低预期

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47278.25	74558.89	108929.5	139150.2	171781.4
增长率(%)	4.34%	57.70%	46.10%	27.74%	23.45%
EBITDA(百万元)	3698.54	3697.31	7127.51	10479.71	14385.94
净利润(百万元)	1891.90	3127.10	4053.18	5577.56	7688.71
增长率(%)	83.14%	65.29%	29.61%	37.61%	37.85%
每股收益(元)	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27
市盈率	25.51	17.36	13.91	10.11	7.33
市净率	5.11	4.40	2.76	2.17	1.67
EV/EBITDA	12.15	13.42	6.87	4.18	2.40

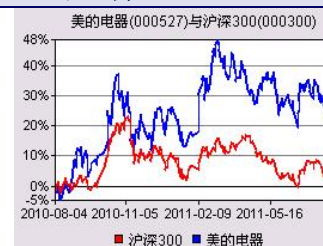
数据来源:广东美的电器股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	16.65
目标价格(元)	24.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-10.58%	-8.71%	20.54%
沪深300	-5.18%	-5.39%	2.92%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	3,384.35/3,120.27
主要股东:	美的集团有限公司
主要股东持股比例	39.17%

财务比率

ROE	25.35%
ROA	14.73%
资产负债率	61.04%
每股净资产(元)	3.95
2010年报数据	

目录索引

1、关于中报：悲观预期已充分反应	3
2、关于未来盈利：公司会通过提价逐步消化成本，盈利水平会逐步提升	4
3、关于需求，持续超预期	6
4、盈利预测与估值	6

图表索引

图 1：2011 年 1-6 月空调内销品牌市占率（单位：%）	5
图 2：铜材价格走势与美的净利率比较（单位：美元/吨，%）	5
表 1：收入分季度（单位：百万，%）	3
表 2：利润分季度（单位：百万，%）	4

近期美的电器连续调整，一方面是因为大盘疲弱，市场偏好有所转向，更重要的是：市场对公司中报、盈利的稳定性、未来的需求产生担心、疑虑。

我们认为：这些担心可以理解，但明显过头了，目前股价所隐含的预期已经非常低，我们对公司的盈利改善，中长期发展仍然非常乐观，未来存在不断超预期的可能。目前价位正是中长期布局的良机。

1、关于中报：悲观预期已充分反应

目前市场传言很多，我们很难去证实或证伪（格力中报出炉之前，也有很多传言版本，事实上很多传言也不是很靠谱）。但是不管怎样，目前股价已经反映了很悲观的预期，出现更差的情况并不存在。实际上通过我们对公司销售的监测可以确定公司二季度以来销售仍然非常旺盛，保持40%以上的增长。只是由于成本压力，加上美的去年二季度基数非常高，形成净利润同比数据可能不理想。而这些基本已经为市场所消化。下半年同比数据会显著提升。

表 1：收入分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	营业收入	30,481				
	同比增长率	96.1%				
2010 年	营业收入	15,541	23,484	18,135	17,399	74,559
	占全年比例	20.8%	31.5%	24.3%	23.3%	100.0%
	同比增长率	76.1%	46.1%	68.6%	49.7%	57.7%
2009 年	营业收入	8,824	16,077	10,756	11,621	47,278
	占全年比例	18.7%	34.0%	22.8%	24.6%	100.0%
	同比增长率	-29%	3%	16%	46%	4%
2008 年	营业收入	12,506	15,578	9,258	7,972	45,313
	占全年比例	27.6%	34.4%	20.4%	17.6%	100.0%
	同比增长率	76.3%	29.3%	-0.7%	18.6%	28.8%
2007 年	营业收入	7,095	12,052	9,320	6,721	35,188
	占全年比例	20.2%	34.3%	26.5%	19.1%	100.0%
2006 年	营业收入	976	1,216	1,293	1,466	4,951
	占全年比例	19.7%	24.6%	26.1%	29.6%	100.0%

数据来源：公司公告

表 2：利润分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	普通股利润	711				
	对应 EPS	0.21				
	占全年比例	18.1%				
	同比增长率	17.5%				
2010 年	普通股利润	605	1,183	931	408	3,127
	对应 EPS	0.18	0.35	0.27	0.12	0.92
	占全年比例	19.4%	37.8%	29.8%	13.0%	100.0%
	同比增长率	234.8%	22.6%	129.7%	37.6%	69.2%
2009 年	普通股利润	181	965	405	297	1,848
	占全年比例	9.8%	52.2%	21.9%	16.1%	100.0%
	对应 EPS	0.05	0.29	0.12	0.09	0.55
	同比增长率	-45.2%	51.7%	52.8%	-244.2%	80.2%
2008 年	普通股利润	330	636	265	-206	1,025
	占全年比例	32.2%	62.1%	25.9%	-20.1%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.19	0.08	-0.06	0.30
	同比增长率	69.1%	23.4%	-20.2%	-221.3%	-15.4%
2007 年	普通股利润	195	515	332	170	1,212
	占全年比例	16.1%	42.5%	27.4%	14.0%	100.0%
	对应 EPS	0.06	0.15	0.10	0.05	0.36
2006 年	普通股利润	70	262	84	120	536
	占全年比例	13.1%	48.8%	15.7%	22.3%	100.0%
	对应 EPS	0.02	0.08	0.02	0.04	0.16

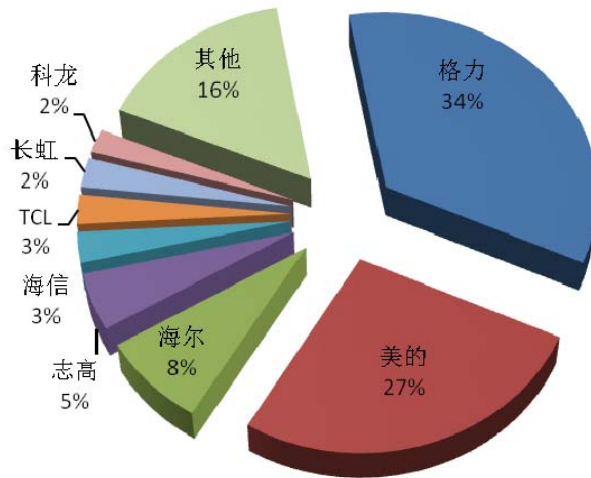
数据来源：公司公告

2、关于未来盈利：公司会通过提价逐步消化成本，盈利水平会逐步提升

过往两个季度，销售净利润率都非常低。主要原因是：2010年四季度以来主要原材料价格大幅提升对公司毛利影响较大，特别是去年三季度签订的外销订单在2011年上半年基本是负贡献。现在最困难的时光已经过去，前期的低盈利水平将成为历史的低点。

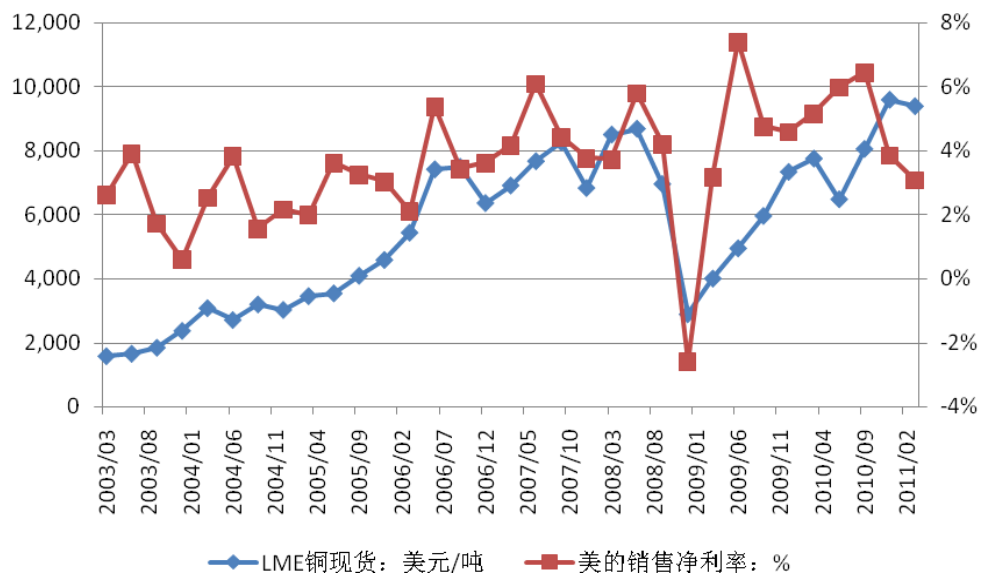
（1）内销方面，公司正通过提价，调整产品结构等方式应对不断上涨的成本压力。（2）外销方面，早先订单，已经消化完毕，新签外单充分考虑了成本上涨因素，把盈利放在更重要的位置，不再过分强调规模。实际上主要竞争对手格力、志高等企业面临同样的成本压力，在新签外单上也会同样审慎，在中国空调占全球80%以上的背景下，中国空调企业不可能长期亏损做外单，未来外销的盈利水平一定会显著提升。美的在内部导向上也作了明确调整。变“优先发展规模”为“谋求盈利和规模的平衡”。我们认为下半年公司净利率会恢复到4%左右。

图 1：2011 年 1-6 月空调内销品牌市占率（单位：%）



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 2：铜材价格走势与美的净利率比较（单位：美元/吨，%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

目前空调品牌集中度已经非常高了，格力、美的谁都明白不可能通过低价通过牺牲自己的利润来侵占对方的市场份额。既然如此，面对目前不断上涨的成本，空调领域具有提价的内在动力。前期超低的盈利水平是两个公司都无法接受的，没有充分反映空调行业应有的垄断利润。在两家公司占据 60% 多内销份额的情况下，我们丝毫不怀疑公司的成本转嫁能力，只是成本转嫁需要一定的时滞，（因为美誉度不同，格力的成本转嫁的时间稍短，而美的电器需要更长的时间）。

过去的历史经验也已经证明了：上游成本上涨并不构成美的电器全年的利润压力，只会影响 2 个季度的利润水平。05 年以来，铜价涨了好几倍，原油联系着运费，塑胶件

翻倍增长，钢价、劳动力等也都大幅上涨，但是我们注意到过往年度，格力、美的的净利润率都是缓慢上升的。尽管其间也有起伏，但大趋势是盈利水平逐年上升，**我们应该坚定：伴随着家电行业从充分竞争逐步发展成寡头垄断，销售净利润率逐步上升这种大趋势不会改变。**

3、关于需求，持续超预期

针对此我们过去作过反复讨论，这里想重申的是：

1) 中国幅员如此辽阔，地域差别很大，经济发展水平很不平衡，城镇化远没有结束，家电需求不可以轻易言顶，回望过往若干年，多少次都在担心需求瓶颈，但结果是不断地超预期。我们一直认为：政策的调整，房地产的波动只是扰动因素。家电最根本的驱动因素在于：人口，可支配收入，家电消费习惯。从这些因素出发，未来几年，销售量还是能够保持远超GDP的年度复合增长。特别是空调，作为最晚普及的大家电，在三、四线地区，广大农村地区渗透率还非常低，未来仍然有很大的增长空间。

2) 中国这一经济体体量如此大，仅仅是替换需求也足够支持几个龙头公司。对需求的过分担心完全没有必要。

3) 目前白电领域强者恒强的趋势已经确立，行业逐步集中已经是无可争议的事实。

行业集中就意味着行业整体的提价能力。随着家电占居民日常消费支出的比例日渐减少，家电消费逐步升级。我们完全有理由相信：家电产品的平均单价会逐步提升，具备整体抗通胀能力。也就是说，家电行业的销售量可能增速不高，但是销售收入还是有不错的增长。而龙头的销售收入增速更是可以乐观。

4) 另外我们丝毫不怀疑美的抢占市场份额的能力。这是由它的综合竞争能力决定的。其间可能也会有波折有反复，但是大趋势不会改变。

综合上述因素，我们很有信心：美的销售规模迟早会超2000亿，利润会超100亿，实现只是个时间问题。

4、盈利预测与估值：

预计公司11，12年EPS分别为1.20元，1.65元，对应当前股价16.65元PE仅14X，10X（目前股价也仅比年初实施的增发价16.50元略高），考虑到公司的综合竞争优势和成长性，PE估值优势明显。另外从PS角度看，这样一个成长性的龙头公司，PS仅0.53，显然具备中长期投资价值，维持“买入”评级

风险提示

下半年盈利改善低预期。

资产负债表

单位：百万元

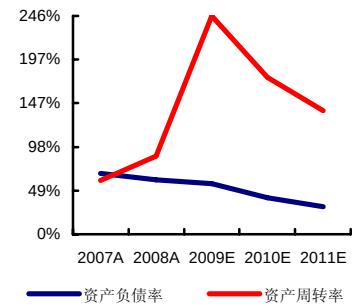
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	21,132	28,017	38,950	51,291	69,320
货币资金	3,855	5,803	8,497	13,402	22,460
应收及预付	11,282	11,326	17,979	22,344	27,779
存货	5,828	10,436	12,344	15,395	18,930
其他流动资产	167	452	130	150	150
非流动资产	10,526	14,037	16,306	17,543	17,530
长期股权投资	375	781	829	876	923
固定资产	5,694	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	3,579	3,898	4,211
其他长期资产	1,118	1,331	526	536	546
资产总计	31,658	42,054	55,256	68,834	86,850
流动负债	18,859	25,188	29,185	35,645	43,647
短期借款	540	729	814	744	668
应付及预收	14,278	19,231	28,371	34,901	42,979
其他流动负债	4,042	5,228	0	0	0
非流动负债	70	483	314	114	14
长期借款	0	394	314	114	14
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	89	0	0	0
负债合计	18,930	25,671	29,499	35,758	43,661
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	10,824	16,401	24,090
归属母公司股东权益	9,451	12,336	20,406	25,983	33,672
少数股东权益	3,277	4,046	5,351	7,092	9,517
负债和股东权益	31,658	42,054	55,256	68,834	86,850

利润表

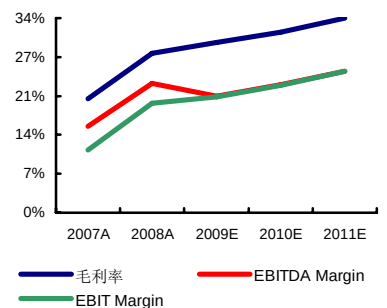
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47278	74559	108930	139150	171781
营业成本	36975	62114	90300	114230	139791
营业税金及附加	61	86	130	164	203
销售费用	5731	6943	9150	11410	13743
管理费用	1660	2663	3322	4208	5153
财务费用	222	464	172	186	133
资产减值损失	169	-16	86	1	16
公允价值变动收益	27	118	2	30	10
投资净收益	32	134	30	30	30
营业利润	2520	2557	5801	9012	12782
营业外收入	396	2570	1030	310	100
营业外支出	163	164	175	153	120
利润总额	2753	4963	6656	9169	12762
所得税	239	920	1298	1850	2648
净利润	2514	4043	5358	7318	10114
少数股东损益	622	916	1305	1741	2425
归属母公司净利润	1892	3127	4053	5578	7689
EBITDA	3699	3697	7128	10480	14386
EPS (元)	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27

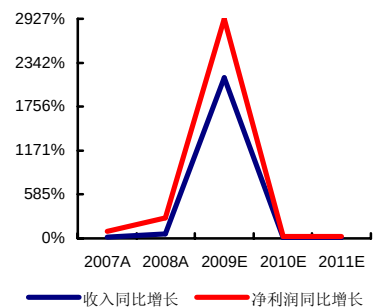
资产负债率趋势



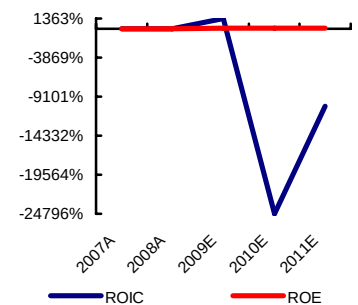
经营利润率趋势



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

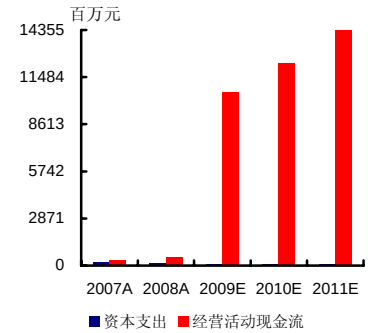
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,056	5,446	1,724	7,953	10,741
净利润	2,514	4,043	5,358	7,318	10,114
折旧摊销	847	945	1,101	1,341	1,495
营运资金变动	-1,139	696	-4,759	-546	-905
其它	-165	-238	24	-161	38
投资活动现金流	-1,113	-4,212	-3,290	-2,384	-1,465
资本支出	-964	-3,905	-3,272	-2,364	-1,445
投资变动	-149	-307	-20	-50	-30
其他	0	0	2	30	10
筹资活动现金流	744	185	4,260	-664	-218
银行借款	2,664	3,001	5	-270	-176
债券融资	-4,485	-2,418	-34	0	0
股权融资	3,267	52	4,370	0	0
其他	-703	-450	-81	-393	-42
现金净增加额	1,688	1,419	2,694	4,905	9,059
期初现金余额	2,285	3,855	5,803	8,497	13,402
期末现金余额	3,973	5,274	8,497	13,402	22,460

主要财务比率

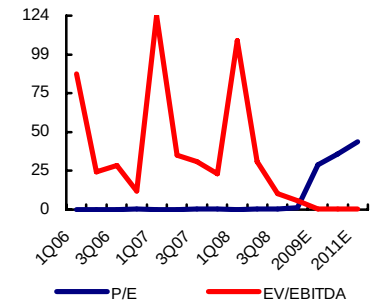
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.3%	57.7%	46.1%	27.7%	23.5%
营业利润	45.9%	1.5%	126.9%	55.3%	41.8%
归属于母公司净利润	83.1%	65.3%	29.6%	37.6%	37.9%
获利能力					
毛利率	21.8%	16.7%	17.1%	17.9%	18.6%
净利率	5.3%	5.4%	4.9%	5.3%	5.9%
ROE	20.0%	25.3%	19.9%	21.5%	22.8%
ROIC	29.8%	21.7%	28.7%	38.5%	51.6%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	61.0%	53.4%	51.9%	50.3%
净负债比率	-26.3%	-29.4%	-29.1%	-38.4%	-50.8%
流动比率	1.12	1.11	1.33	1.44	1.59
速动比率	0.77	0.60	0.80	0.89	1.04
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.02	2.24	2.24	2.21
应收账款周转率	12.44	16.37	17.38	17.03	17.15
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	1.20	1.65	2.27
每股经营现金流	0.99	1.75	0.51	2.35	3.17
每股净资产	4.54	3.95	6.03	7.68	9.95
估值比率					
P/E	25.5	17.4	13.9	10.1	7.3
P/B	5.1	4.4	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	12.2	13.4	6.9	4.2	2.4

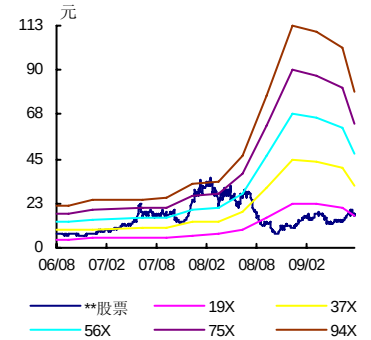
资本支出与经营活动现金流



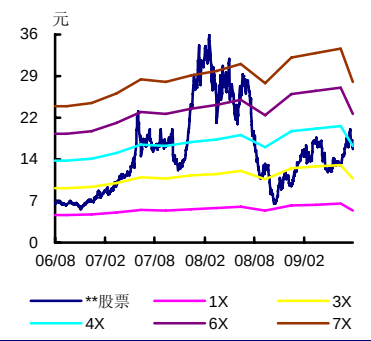
相对估值



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

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	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 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	020-87555888-612			

注：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。

免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。