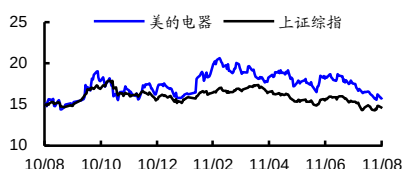


证券研究报告—动态报告
家用电器
白色家电
美的电器(000527)
推荐
2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	3,384.3/3,120.3
总市值 (百万元)	53,574.2/49,393.8
沪深 300/深圳成指	2,566.60/11,344.45
12 个月最高/最低 (元)	20.62/14.42

相关研究报告:

《美的电器-000527-二季度利润率将成上升趋势》——2011-4-28

《美的电器-000527-白电综合龙头优势凸现》——2011-3-17

《美的电器-000527-侧重市场份额提升、节能惠民补贴确认超出同行带动三季度业绩》——2010-10-26

《美的电器-000527-侧重市场份额提升策略成效显著、三季度业绩超预期》——2010-10-12

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

半年报点评

盈利能力回升拐点将在四季度出现

●二季度利润率回升表现略低于预期

2011 年 1-6 月公司收入 620 亿元, 同比增长 58%, 归属母公司股东的净利润 19.7 亿元, 同比增长 13.7%, 每股收益 0.58 元, 略低于之前预期 5%。分析其中原因, 我们认为在材料成本上升、汇率因素的影响下, 出口销售因调价滞后造成盈利下降较大。上半年出口收入 168 亿元, 占公司总收入的 27%, 毛利率同比去年下滑 3.9 个百分点至 9.85%。其次内销在以提升规模为第一经营目标的指引下, 部分影响了公司的盈利能力。

●7-8 月空调销售继续保持较快增长势头

上半年公司空调及零部件收入 425 亿元, 同比增长 64%, 我们从第三方统计数据估算公司三季度空调收入继续保持了较好的增速 (预计约 50%), 出口及内销产品均有一定幅度的价格上调, 但洗衣机收入增速预期表现较弱 (预计约 10%)。

●经营策略第一目标转为提升盈利能力, 将在四季度出现明显回升表现

公司下半年的经营策略已经全面转向以提升利润率为主导, 主要通过调节产品结构、增加中高端产品比率来实现。由于价格调整、产品结构调整、消费者的认同都需要一段时间, 我们预期公司的盈利能力回升拐点将在四季度出现。

●渠道扩展加快、协同效应值得期待

公司上半年积极拓展三、四级市场, 计划 3 年增加 1 万家, 总量达到 2 万家, 三类白电产品甚至综合集团小家电品类的协同效应值得期待。

●合理价值区间 18—20 元, 维持“推荐”评级

预期公司 2011、2012、2013 年每股收益 1.12 元 (下调 3%)、1.50 元、1.80 元。我们认为自 6 月份以来公司在出口订单上更重视盈利能力, 出口和内销价格也略有上调, 产品结构优化调整成效将逐步体现, 业绩低于预期以及洗衣机经营表现低于预期已在前期的股价调整中得到体现, 盈利能力提升将逐季体现。我们维持对公司的“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47,278.25	74,558.89	103,637	124,364	143,019
(+/-%)	4.34%	57.70%	39.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	1,847.75	3,127.10	3792	5068	6076
(+/-%)	80.21%	69.24%	21.3%	33.6%	19.9%
每股收益 (元)	0.55	0.92	1.12	1.50	1.80
EBIT Margin	6.11%	7.01%	5.0%	5.9%	6.2%
净资产收益率 (ROE)	20.75%	25.35%	24.7%	26.1%	25.0%
市盈率 (PE)	17.82	15.80	14.1	10.6	8.8
EV/EBITDA	8.96	8.19	13.7	10.7	9.5
市净率 (PB)	3.70	4.00	3.49	2.76	2.21

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

预期三季度增长仍主要体现在空调产品上

空调及零部件实现收 425 亿元，同步增长 64%，冰箱及零部件实现收入 82 亿元，同比增长 46.9%，洗衣机及零部件实现收入 59 亿元，同比增长 22.6%。家电下乡以及去年至今洗衣机行业有些过度的价格竞争导致部分需求被透支，从行业而言我们仍然是看好空调行业，从公司而言也是在空调产品上更具备产品定价能力。

我们预期公司在三季度增长仍主要体现在空调产品上，估算公司三季度空调收入继续保持了较好的增速（预计约 50%），出口及内销产品均有一定幅度的价格上调，但洗衣机收入增速预期表现较弱（预计约 10%）。

表 1: 公司分产品收入和毛利率（百万元、%）

	2011 年 1-6 月		2010 年 1-6 月		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
空调及其部件	42,516	17.99%	25,855	18.34%	48,259	17.68%
冰箱及其部件	8,228	20.96%	5,602	17.09%	9,939	17.64%
洗衣机及其部件	5,925	17.59%	4,834	17.71%	9,729	17.29%
其他	5,368	2.22%	2,733	6.43%	6,631	7.17%
合计	62,037	16.98%	39,025	17.25%	74,559	16.69%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司二季度收入和利润增速分别为 34%和 9%，但净利率从一季度的 2.33%回升到 4%。预计公司三季度净利率稍有改善，主要将在四季度得到较好的盈利能力回升体现。

表 2: 公司分季度毛利率、费用率、净利率表现（%）

	2011 年 2Q	2011 年 1Q	2010 年 4Q	2010 年 3Q	2010 年 2Q
收入	31,556	3,0481	17,399	18,135	23,484
净利润	1,263	711.5	408.04	930.53	1,156.90
收入增速	34.37%	96.13%	49.72%	68.60%	46.07%
净利润增速	9.24%	17.53%	19.74%	129.69%	20.70%
销售费用率	12.83%	4.95%	9.90%	9.24%	8.76%
管理费用率	1.86%	2.89%	6.27%	3.36%	2.29%
毛利率	19.15%	14.74%	18.69%	13.57%	18.50%
营业利润率	6.21%	2.68%	2.58%	1.03%	6.90%
净利率	4.00%	2.33%	2.35%	5.13%	4.93%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

预期下半年出口毛利率回升

出口产品价格调整滞后造成公司出口毛利率下滑超过内销，1-6 月公司出口销售 168 亿元，同比增长 53%，但毛利率同比下滑 3.9 个百分点。下半年在逐步放弃部分低毛利率订单、提升部分产品价格的调整之下，我们预期公司下半年出口毛利率将会有较好的回升表现，但收入增速会有所放缓。

近期由于外围经济运行的不确定性增多，市场对家电出口前景较为担忧，我们认为在白电出口而言，上半年多个公司的出口虽表现为销量增速较高，但普遍毛利率有明显的下滑，行业龙头格力电器也是同样如此，格力 2011 年 1-6 月出口毛利率为 4.81%。下半年各公司普遍进行了低毛利订单的舍弃以及积极销售中高端产品。因

此我们预期虽收入增速下半年以及明年会明显放缓，但盈利能力会有所回升。

表 3: 公司分区域收入和毛利率 (百万元、%)

	2011 年 1-6 月		2010 年 1-6 月		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
内销	45,211	19.64%	28,035	18.63%	53,981	18.34%
出口	16,826	9.85%	10,991	13.74%	20,578	12.35%
合计	62,037	16.98%	39,025	17.25%	74,559	16.69%

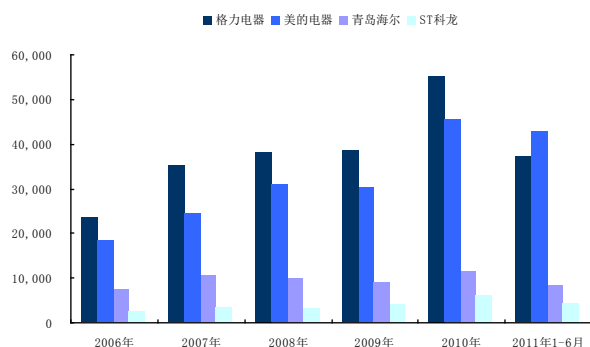
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

调整产品结构、获取利润率回升是下半年的重点

我们比较同类上市公司的冰箱、空调、洗衣机业务收入，会看到公司收入对比同类公司出现快速增长。公司的空调、洗衣机收入与行业第一名龙头已经差不多甚至超越，但比较三个年销售收入超过 600 亿元的白电上市公司，则看到公司净利润率在三个公司中最低。

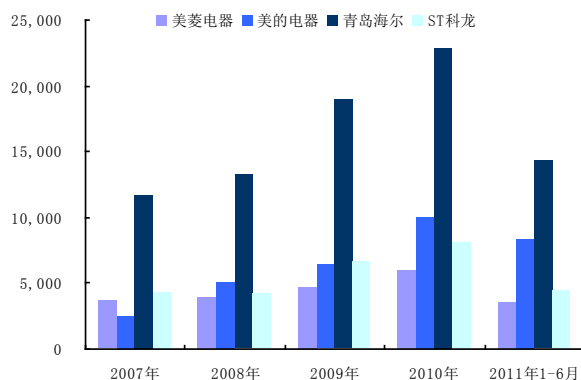
公司已经将经营策略进行了调整，将获取盈利能力的提升和保持放在第一位。由于价格调整、产品结构调整、消费者的认同都需要一段时间，我们预期公司的盈利能力回升拐点将在四季度出现。

图 1: 空调同类上市公司收入比较 (亿元)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 冰箱同类上市公司收入比较 (亿元)



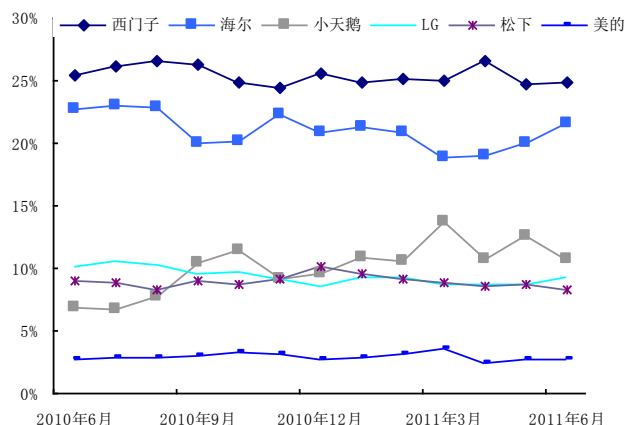
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

表 4: 同类上市公司洗衣机销售收入比较 (百万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月
合肥三洋	995	1,866	2,761	1,296	1,663
小天鹅	2,899	3,831	9,814	3,272	5,889
青岛海尔	6,902	7,807	11,535	4,712	5,161
美的电器	4,217	5,965	9,729	4,814	5,961

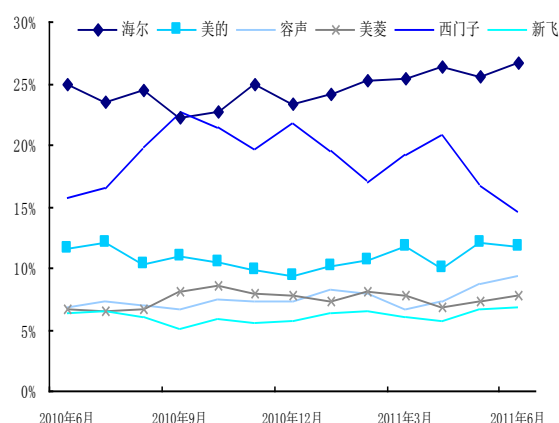
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 国内滚筒洗衣机主要企业市场份额分布 (%)



资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所整理

图 4: 国内三门冰箱主要企业市场份额分布 (%)



资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所整理

表 5: 同类上市公司销售收入和利润率比较 (百万元、%)

	2011 年 1-6 月		2010 年 1-6 月		2010 年	
	收入	净利润率	收入	净利润率	收入	净利润率
格力电器	40,239	5.53%	25,145	6.26%	60,807	7.08%
美的电器	62,037	4.01%	39,025	5.42%	74,559	5.65%
青岛海尔	37,995	5.24%	29,684	4.57%	60,588	4.66%

资料来源: 国信证券经济研究所

1-6 月其他影响利润的因素分析

所得税: 1-6 月公司所得税共 6.47 亿元, 同比上涨 84%。公司表示由于这几年新会计准则实行后, 各地实际对所得税递延的调整方式不同, 而最近一次的清理使得公司在二季度的所得税增加, 但这样的增长是一次性的, 预计下半年公司所得税率会有下降。

补贴: 1-6 月公司收到政府 2.86 亿元, 同比下降 54%, 这主要是由于补贴政策的变化引起的。2009 年 6 月 1 日—2010 年 5 月 31 日, 每台达到节能标准的空调获得政府补贴 300-850 元, 2010 年 6 月 1 日—2011 年 5 月 31 日每台节能空调获得补贴 150-250 元。1 季度公司获得补贴 2.7 亿元, 2 季度获得 1.2 亿元, 后期补贴还会进一步下降。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5803	8291	13982	20797
应收款项	8781	11357	13629	15673
存货净额	10436	13950	16575	19029
其他流动资产	2846	1555	1865	2145
流动资产合计	28017	35303	46201	57796
固定资产	8625	8753	8301	7810
无形资产及其他	1552	1491	1430	1369
投资性房地产	3079	3079	3079	3079
长期股权投资	781	781	781	781
资产总计	42054	49408	59793	70835
短期借款及交易性金融负债	729	600	600	600
应付款项	16723	23250	27624	31716
其他流动负债	7737	4881	5806	6661
流动负债合计	25188	28731	34030	38976
长期借款及应付债券	394	394	394	394
其他长期负债	89	89	89	89
长期负债合计	483	483	483	483
负债合计	25671	29214	34514	39460
少数股东权益	4046	4824	5854	7090
股东权益	12336	15370	19425	24285
负债和股东权益总计	42054	49408	59793	70835

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.92	1.12	1.50	1.80
每股红利	0.13	0.22	0.30	0.36
每股净资产	3.65	4.54	5.74	7.18
ROIC	15%	27%	41%	52%
ROE	25%	25%	26%	25%
毛利率	16.69%	17.50%	18.30%	18.50%
EBIT Margin	4%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	6%	7%	7%
收入增长	58%	39%	20%	15%
净利润增长率	65%	21%	34%	20%
资产负债率	71%	69%	68%	66%
息率	0.8%	1.4%	1.9%	2.3%
P/E	17.1	14.1	10.6	8.8
P/B	4.3	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	22.2	13.7	10.7	9.5

资料来源：WIND, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	74559	103637	124364	143019
营业成本	62114	85500	101606	116560
营业税金及附加	86	187	124	143
销售费用	6943	9638	11566	13158
管理费用	2663	3171	3793	4353
财务费用	464	(125)	(231)	(387)
投资收益	134	300	320	320
资产减值及公允价值变动	134	(50)	(50)	(50)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	2557	5516	7776	9462
营业外净收支	2406	500	200	100
利润总额	4963	6016	7976	9562
所得税费用	920	1113	1436	1721
少数股东损益	916	1110	1472	1765
归属于母公司净利润	3127	3792	5068	6076

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3127	3792	5068	6076
资产减值准备	(185)	(2)	1	1
折旧摊销	809	885	964	1003
公允价值变动损失	(134)	50	50	50
财务费用	464	(125)	(231)	(387)
营运资本变动	830	(1129)	93	168
其它	969	779	1030	1235
经营活动现金流	5417	4376	7206	8532
资本开支	(3168)	(1001)	(501)	(501)
其它投资现金流	(123)	0	0	0
投资活动现金流	(3697)	(1001)	(501)	(501)
权益性融资	52	0	0	0
负债净变化	394	0	0	0
支付股利、利息	(450)	(758)	(1014)	(1215)
其它融资现金流	288	(129)	0	0
融资活动现金流	228	(887)	(1014)	(1215)
现金净变动	1948	2488	5691	6816
货币资金的期初余额	3855	5803	8291	13982
货币资金的期末余额	5803	8291	13982	20797
企业自由现金流	714	2945	6522	7890
权益自由现金流	1395	2918	6711	8207

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn