

美的电器 (000527)

规模利润兼顾，二季度盈利能力回升

强烈推荐 (维持)

现价: 15.83 元

主要数据

行业	家电
公司网址	www.midea.com.cn
大股东/持股	美的集团有限公司/39.17%
实际控制人/持股	何享健/37.35%
总股本(百万股)	3,384
流通 A 股(百万股)	3,120
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	541.83
流通 A 股市值(亿元)	499.55
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	64.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

朱政
S1060511010023
021-33830521
zhuzheng003@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩低于预期

上半年收入 620 亿，同比增长 59%，归属于母公司净利润 19.7 亿，同比增长 13.6%，实现 EPS 为 0.58 元，低于预期。

■ 上规模战略执行到位，收入大幅增长

公司上半年实现收入 620 亿，同比增长 59%。分业务看，空调收入为 425 亿，同比增长 64%，冰箱收入为 82 亿，同比增长 46%，洗衣机收入为 59 亿，同比增长了 22%，各项收入增速均好于行业。分季度看，公司二季度收入增速为 34%，相比一季度的 96%，已有明显放缓，主要是一季度公司对渠道压货较多，二季度主要消化渠道库存。整体看，公司上半年上规模战略执行到位，体现了公司较强的执行力，目前，公司洗衣机的市场份额已经赶上海尔，冰箱和空调的市场份额稳固在第二的位置。

■ 二季度盈利能力开始回升

受出口及冰洗上规模影响，公司一季度盈利能力是低于预期的，一季度毛利率为 14.74%，同比下降了 0.61 个百分点，环比下降了 3.95 个百分点。二季度公司及时调整了经营策略，出口已经从上规模转到保盈利，冰洗内销也已从单纯的追求规模，开始逐步转向追求利润。二季度公司毛利率达到了 19.15%，同比提升了 0.65 个百分点，环比提升了 4.41 个百分点，盈利能力已经明显回升。展望下半年，公司将保持二季度盈利和规模兼顾的策略，预计盈利能力将延续二季度的情况。

■ 维持“强烈推荐”评级

下调业绩预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.15 元、1.47 元、1.76 元，对应前日收盘价 PE 为 14 倍、11 倍、9 倍，经过前期股价调整，公司业绩下调的风险已经为市场消化，随着公司从上规模逐步转向规模利润并重的战略，公司业绩将逐步释放，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：宏观经济回落超预期

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	45,313	47,278	74,559	104,846	123,090
YoY(%)	28.8	4.3	57.7	40.6	17.4
净利润(百万元)	1,025	1,848	3,127	3,886	4,970
YoY(%)	-15.4	80.2	69.2	24.3	27.9
毛利率(%)	19.2	21.8	16.7	18.1	18.6
净利率(%)	2.3	3.9	4.2	3.7	4.0
ROE(%)	21.6	19.6	25.3	19.1	20.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.55	0.92	1.15	1.47
P/E(倍)	52.8	29.3	17.3	13.8	10.8
P/B(倍)	11.4	5.7	4.4	2.6	2.2

一、利润表关键指标

图表1 中报数据 单位：百万元

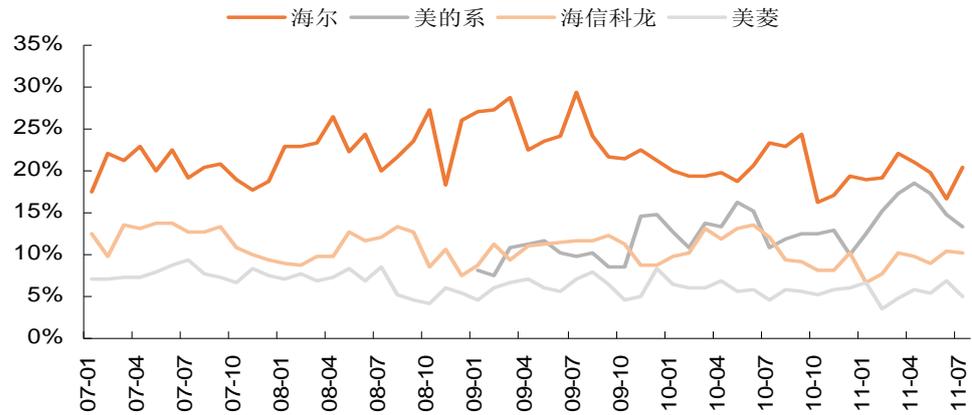
	20100630	20110630	
营业收入	39,025.24	62,036.96	
同比(+/-%)	56.72%	58.97%	空调受益行业保持较好增长;冰洗采取上规模战略,市场份额提升
减: 营业成本	32,293.98	51,501.61	
销售毛利率(%)	17.25%	16.98%	出口及冰洗的扩张影响了毛利率,二季度毛利率回升
减: 营业费用	3,545.28	5,557.49	
/营业收入(%)	9.08%	8.96%	
减: 管理费用	962.37	1,467.49	
/营业收入(%)	2.47%	2.37%	
减: 财务费用	172.63	439.29	
/营业收入(%)	0.44%	0.71%	
减: 资产减值损失	192.47	337.29	应收账款坏账损失增加
加: 公允价值变动净收益	40.54	-2.54	
加: 投资净收益	55.16	209.92	
加: 营业外收入	685.88	391.68	本期收到节能补贴 2.8 亿,去年同期为 6.2 亿
减: 营业外支出	49.16	28.93	
减: 所得税	351.76	646.55	
/利润总额(%)	13.76%	20.61%	本期所得税同比大幅增加
净利润	2,204.85	2,490.27	
/营业收入(%)	5.65%	4.01%	
归属母公司净利润	1,738.23	1,975.32	
/营业收入(%)	4.45%	3.18%	本期强调规模扩张,盈利能力走低,预计下半年好转

资料来源: 平安证券研究所

二、上规模战略执行到位，收入大幅增长

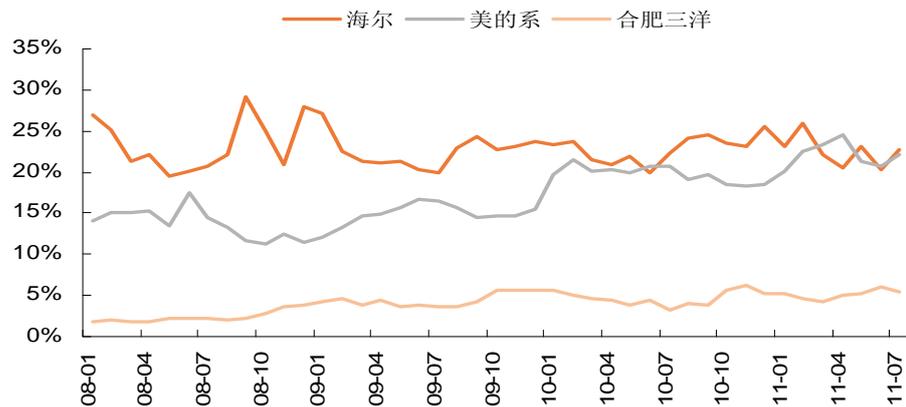
公司上半年实现收入 620 亿，同比增长 59%。分业务看，空调收入为 425 亿，同比增长 64%，冰箱收入为 82 亿，同比增长 46%，洗衣机收入为 59 亿，同比增长了 22%，各项收入增速均好于行业。分季度看，公司二季度收入增速为 34%，相比一季度的 96%，已有明显放缓，主要是一季度公司对渠道压货较多，二季度主要消化渠道库存。整体看，公司上半年上规模的战略执行到位，体现了公司较强的执行力，目前，公司洗衣机的市场份额已经赶上海尔，冰箱和空调的市场份额稳固在第二的位置。

图表2 冰箱的市场份额



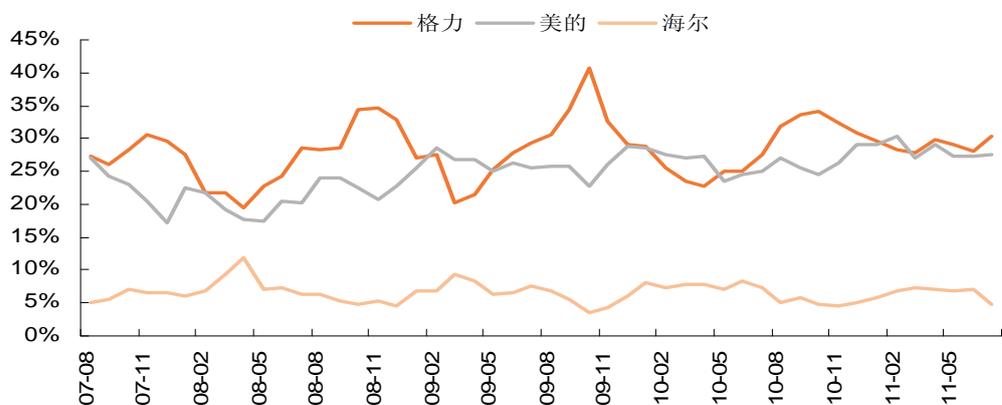
资料来源：产业在线

图表3 洗衣机的市场份额



资料来源：产业在线

图表4 空调的市场份额



资料来源：产业在线

三、二季度盈利能力开始回升

受出口及冰洗上规模影响，公司一季度盈利能力是低于预期的，一季度毛利率为 14.74%，同比下降了 0.61 个百分点，环比下降了 3.95 个百分点。二季度公司及时调整了经营策略，出口已经从上规模转到保盈利，冰洗内销也已从单纯的追求规模，开始逐步转向追求利润。二季度公司毛利率达到了 19.15%，同比提升了 0.65 个百分点，环比提升了 4.41 个百分点，盈利能力已经明显回升。展望下半年，公司将保持二季度盈利和规模兼顾的策略，预计盈利能力将延续二季度的情况。

图表5 公司季度财务指标

	2010-1Q	2010-2Q	2011-1Q	2011-2Q
毛利率	15.35%	18.50%	14.74%	19.15%
销售费用率	9.58%	8.76%	8.23%	9.66%
管理费用率	2.73%	2.29%	2.89%	1.86%
财务费用率	0.18%	0.61%	0.61%	0.81%
所得税率	14.29%	13.45%	16.40%	22.97%
净利率	5.15%	5.98%	3.09%	4.91%
归属母公司净利率	3.90%	4.82%	2.33%	4.00%

资料来源：公司公告

图表6 公司分业务毛利率

	毛利率	比上年同期增减
空调及零部件	17.99%	下降 0.35 个百分点
冰箱及零部件	20.96%	上升 3.87 个百分点
洗衣机及零部件	17.59%	下降 0.12 个百分点

资料来源：公司公告

四、盈利预测与投资建议

下调业绩预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.15 元（下调 11%）、1.47 元（下调 11%）、1.76 元（下调 15%），对应前日收盘价 PE 为 14 倍、11 倍、9 倍，经过前期股价调整，公司业绩下调的风险已经为市场消化，随着公司从上规模逐步转向规模利润并重的战略，公司业绩将逐步释放，维持“强烈推荐”评级。

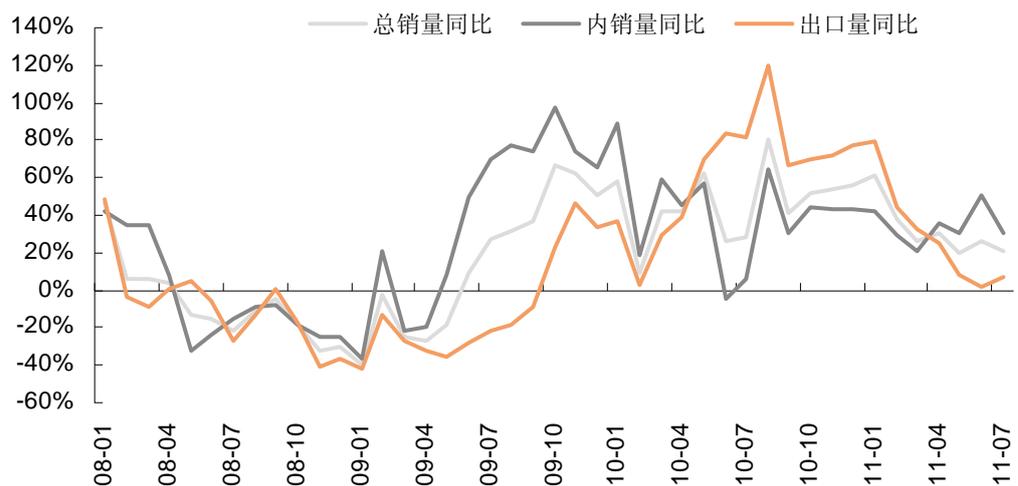
图表7 收入成本预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
空调						
销售额增长%		4.19%	50.63%	41.00%	17.00%	12.57%
销售额(百万元)	30751.36	32039.22	48259.28	68045.85	79612.51	89618.28
成本(百万元)	24803.16	24854.02	39814.46	54855.48	63502.53	71258.81
毛利率(%)	19.34%	22.43%	17.50%	19.38%	20.24%	20.49%
冰箱						
销售额增长%		25.90%	57.45%	49.58%	17.36%	10.96%
销售额(百万元)	5014.15	6312.70	9939.28	14866.68	17446.96	19359.24
成本(百万元)	3952.61	4866.86	8186.42	11755.05	13795.27	15307.31
毛利率(%)	21.17%	22.90%	17.64%	20.93%	20.93%	20.93%
洗衣机						
销售额增长%		30.49%	47.70%	23.44%	17.61%	14.22%
销售额(百万元)	5092.05	6644.63	9814.15	12114.64	14247.75	16273.44
成本(百万元)	4033.90	5191.05	8157.28	10268.79	12076.88	13793.92
毛利率(%)	20.78%	21.88%	16.88%	15.24%	15.24%	15.24%

资料来源：平安证券研究所

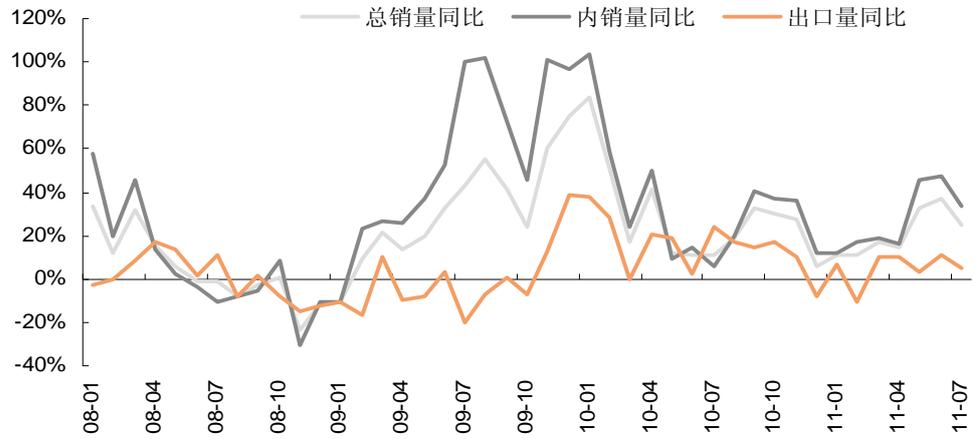
五、附录

图表8 空调行业销量增速



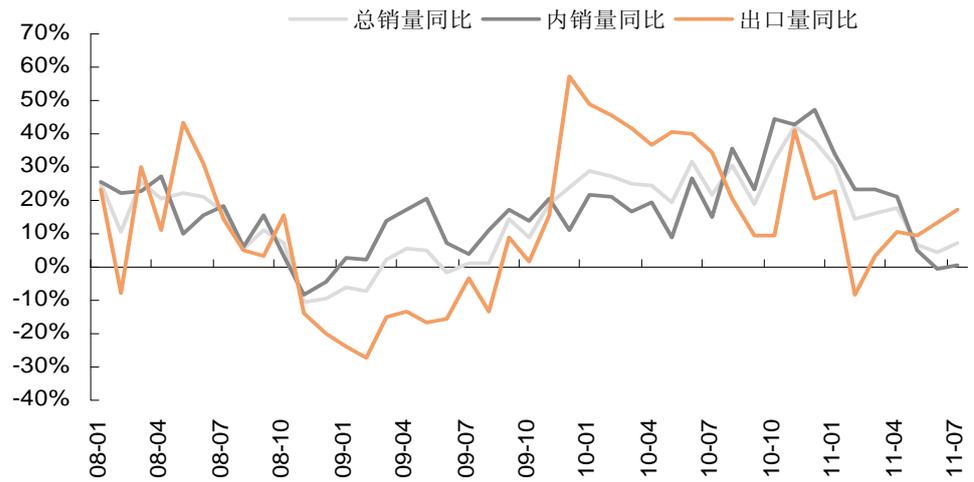
资料来源：产业在线

图表9 冰箱行业销量增速



资料来源：产业在线

图表10 洗衣机行业销量增速



资料来源：产业在线

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	21132	28017	44395	55582
现金	3855	5803	13640	19690
应收账款	4667	4442	6247	7334
其他应收款	359	468	658	773
预付账款	808	2544	3519	4105
存货	5828	10436	14435	16838
其他流动资产	5616	4323	5896	6843
非流动资产	10526	14037	14926	15670
长期投资	375	781	781	781
固定资产	5694	7672	9645	10410
无形资产	1221	1552	1579	1605
其他非流动资产	3236	4031	2921	2874
资产总计	31658	42054	59321	71252
流动负债	18859	25188	33338	39295
短期借款	540	729	0	0
应付账款	9216	11023	15246	17785
其他流动负债	9104	13437	18092	21510
非流动负债	70	483	475	476
长期借款	0	394	394	394
其他非流动负债	70	89	81	82
负债合计	18930	25671	33813	39770
少数股东权益	3277	4046	5193	6660
股本	2080	3120	3384	3384
资本公积	3126	2092	6128	6128
留存收益	4261	7109	10683	15070
归属母公司股东权益	9451	12336	20315	24822
负债和股东权益	31658	42054	59321	71252

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	2056	5446	6533	8317
净利润	2514	4043	5033	6437
折旧摊销	847	945	1149	1413
财务费用	222	464	39	-388
投资损失	-32	-134	-250	-150
营运资金变动	-3055	-192	284	855
其他经营现金流	1560	320	280	149
投资活动现金流	-1113	-4212	-1953	-2053
资本支出	1123	3937	2000	2000
长期投资	-6	0	0	0
其他投资现金流	5	-275	47	-53
筹资活动现金流	744	185	3257	-214
短期借款	-1821	189	-729	0
长期借款	0	394	0	0
普通股增加	189	1040	264	0
资本公积增加	2823	-1034	4036	0
其他筹资现金流	-448	-404	-314	-214
现金净增加额	1688	1419	7837	6050

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	47278	74559	104846	123090
营业成本	36975	62114	85913	100215
营业税金及附加	61	86	121	145
营业费用	5731	6943	9646	11201
管理费用	1660	2663	3565	4185
财务费用	222	464	39	-388
资产减值损失	169	-16	66	56
公允价值变动收益	27	118	118	118
投资净收益	32	134	250	150
营业利润	2520	2557	5865	7944
营业外收入	396	2570	500	160
营业外支出	163	164	152	158
利润总额	2753	4963	6213	7946
所得税	239	920	1180	1510
净利润	2514	4043	5033	6437
少数股东损益	666	916	1147	1467
归属母公司净利润	1848	3127	3886	4970
EBITDA	3589	3966	7052	8969
EPS (元)	0.89	1.00	1.15	1.47

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	4.3%	57.7%	40.6%	17.4%
营业利润	45.9%	1.5%	129.4%	35.5%
归属于母公司净利润	80.2%	69.2%	24.3%	27.9%
获利能力				
毛利率(%)	21.8%	16.7%	18.1%	18.6%
净利率(%)	3.9%	4.2%	3.7%	4.0%
ROE(%)	19.6%	25.3%	19.1%	20.0%
ROIC(%)	31.0%	25.1%	46.1%	60.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	59.8%	61.0%	57.0%	55.8%
净负债比率(%)	2.85%	4.37%	1.16%	0.99%
流动比率	1.12	1.11	1.33	1.41
速动比率	0.81	0.70	0.90	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.72	2.02	2.07	1.89
应收账款周转率	11	15	19	17
应付账款周转率	4.84	6.14	6.54	6.07
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.92	1.15	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.61	1.93	2.46
每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.65	6.00	7.33
估值比率				
P/E	28.99	17.13	13.79	10.78
P/B	5.67	4.34	2.64	2.16
EV/EBITDA	14	13	7	6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257