

证券研究报告—动态报告

家用电器

白色家电

美的电器 (000527)

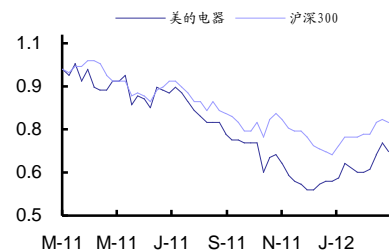
推荐

2011 年年报点评

(维持评级)

2012 年 03 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	3,384/3,384
总市值/流通 (百万元)	48,058/44,308
上证综指/深圳成指	2,439/10,334
12 个月最高/最低元)	20.17/11.06

相关研究报告:

- 《美的电器-000527-渐进推进国际化进程、拓展商用空调业务》——2012-01-09
- 《美的电器-000527-经营调整成效将在四季度体现》——2011-10-25
- 《美的电器-000527-盈利能力回升拐点将在四季度出现》——2011-08-31
- 《美的电器-000527-二季度利润率将成上升趋势》——2011-04-28
- 《美的电器-000527-白电综合龙头优势凸现》——2011-03-17

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号: S0980510120027

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。

财报点评

轻装上阵、加强产品领先策略

● 2011 年三至四季度经营调整及时有效

2011 年公司获得收入 931 亿元, 同比增长 25%, 归属母公司股东的净利润 36.99 亿元, 同比增长 18%, 每股收益 1.09 元, 略超出预期 5%。表明公司具备相当好的执行力, 在 2011 年四季度的经营调整成效有超出预想的表现。2011 年四季度公司的毛利率提升主要得益于成本和费用的严格控制, 今年则在库存得到很好消化的情况下, 得以轻装上阵, 真正将产品领先经营策略的效应充分发挥, 以产品结构优化来提升盈利能力。

● 明显加强研发层面的资金和人员投入

截止 2011 年底, 公司共有 6.65 万人, 同比去年减少 33%, 其中生产员工 6 万人, 同比去年减少 35%, 但其中技术人员 3735 人, 同比去年增加 16%。一方面随着人工成本的增加, 公司不断通过提升效率、采用设备的方式替代和减少生产人工投入, 另一方面公司继续强调产品开发的资金和人员投入加强。从我们跟踪公司以来, 感受到 2011 年下半年至今以来是公司最为真正强调并执行经营转型、产品领先战略的一年。

● 预期一季度利润增速约 26%

2012 年一季度家电终端零售表现较弱, 但从趋势上看逐月好转, 产品均价环比保持较好。考虑这样的消费环境以及公司进一步需要的以利润为导向为目标的经营策略, 我们预期公司 2012 年一季度收入下降约 35%, 利润增速约 26%。另外公司 2011 年由于票据贴现增加以及贴现率上升的原因, 财务费用大幅增加, 今年则会有明显好转, 有利于公司较好的费用控制。

● 渠道上半年布局较快, 下半年重在销售公司经营自主性上升

公司 2011 年渠道扩展较快, 尤其是上半年。全年增加了约 3000 家专卖店, 网点总数达到了近 7 万个, 综合性网点占 56%。目前公司对销售公司更多考虑利润要求, 大幅降低销量目标要求, 强调其经营自主性, 一季度以来已逐步起效。

● 维持对公司的“推荐”评级

预期公司 12/13/14 年每股收益 1.29/1.52/1.77 元, 2012 年每股收益较前期上调 5%。公司的经营调整成效好于预期, 将有利于公司 2012 年 2 季度业绩继续有良好表现。维持对公司的“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	74,559	93,108	97,763	109,495	120,445
(+/-%)	57.7%	24.9%	5.0%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	3,127	3,699	4,382	5,140	5,996
(+/-%)	65.3%	18.3%	18.5%	17.3%	16.7%
摊薄每股收益 (元)	0.92	1.09	1.29	1.52	1.77
EBITMargin	0.1%	0.1%	6.7%	6.9%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	%	%	18.8%	18.9%	18.8%
市盈率 (PE)	28.7	13.2	11.0	9.3	8.0
EV/EBITDA		11.6	11.20	10.06	8.94
市净率 (PB)	5.74	3.36	2.06	1.77	1.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2011 年四季度成本和费用控制好于预期

2011 年四季度公司收入 112 亿元，同比去年下降 35%，公司下半年转为以利润导向为主的战略转型，加上消化库存的原因，使得全年各季度收入分布表现有些失衡。预期经过 2011 年四季度和 2012 年 1 季度的调整期后，公司收入和盈利增长得到兼顾。

2011 年四季度公司营业利润率 9.23%，环比提升 3 个百分点，成本和费用的控制成效好于预期。

表 1: 公司 2010-2011 年分季度收入、利润、毛利率等指标 (百万元、%)

	2010 年 1Q	2010 年 2Q	2010 年 3Q	2010 年 4Q	2011 年 1Q	2011 年 2Q	2011 年 3Q	2011 年 4Q
收入	15,541	23,484	18,135	17,399	30,481	31,556	19,841	11,230
净利润	605	1,133	890	499	711	1,264	905	819
收入增速	76.1%	46.1%	68.6%	49.7%	96.1%	34.4%	9.4%	-35.5%
净利润增速	222.9%	18.2%	119.6%	46.5%	17.5%	11.6%	1.7%	64.0%
毛利率	15.4%	18.5%	13.6%	18.7%	14.7%	19.1%	20.3%	26.1%
销售费用率	9.6%	8.8%	9.2%	9.9%	5.0%	12.8%	10.3%	8.9%
管理费用率	2.7%	2.3%	3.4%	6.3%	2.9%	1.9%	3.6%	8.9%
三项费用率	12.5%	11.7%	13.2%	17.2%	8.4%	15.5%	15.5%	20.5%
营业利润率	1.9%	6.9%	1.0%	2.6%	2.7%	6.2%	6.1%	9.2%
净利润率	3.9%	4.8%	4.9%	2.9%	2.3%	4.0%	4.6%	7.3%

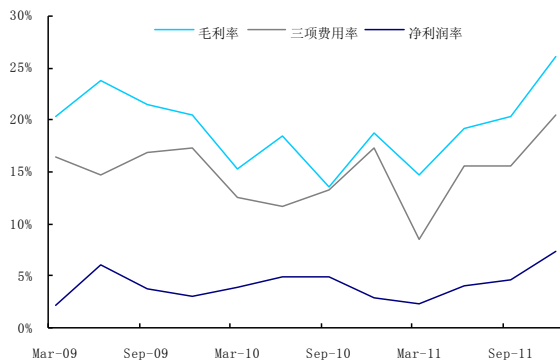
资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所整理

从公司分业务情况来看，空调及其部件收入 2011 年上半年收入同比增长 64%，下半年则下降 5%；冰箱及部件收入 2011 年上半年同比增长 47%，下半年同比下降 27%，洗衣机 2011 年上半年收入同比增长 23%，下半年同比下降 22%。观察公司终端市场份额表现，在 2011 年四季度有下降表现，结合均价表现，有明显的减少促销活动，减少偏低价位产品销售比率趋势。

另外公司 2011 年由于票据贴现增加以及贴现率上升的原因，财务费用大幅增加，今年则会有明显好转，有利于公司较好的费用控制。

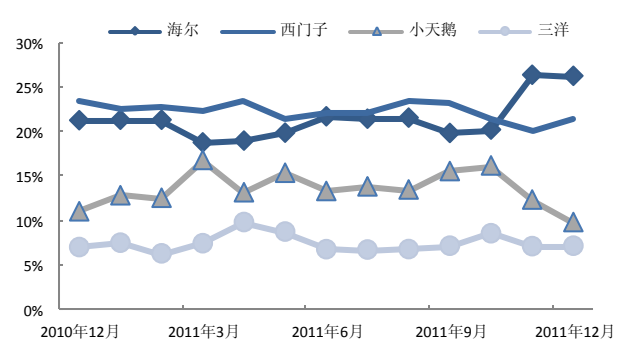
2011 年 12 月 29 日至 12 月 29 日期间，美的集团增持公司股份合计达到 6757 万股，占公司总股本比例为 2%，增持平均价格 11.84 元/股。共耗资金 8 亿元。集团作为产业投资者，是最坚定的价值投资者，对行业以及公司经营处于何种阶段的判断较资本市场更为准确。基于此判断参考，我们也认为公司未来走向收入和盈利同时兼顾的良好趋势，认为前期持有定价增发股份的股东应继续持有。

图 1: 公司分季度费用率、毛利率、利润率变化 (%)



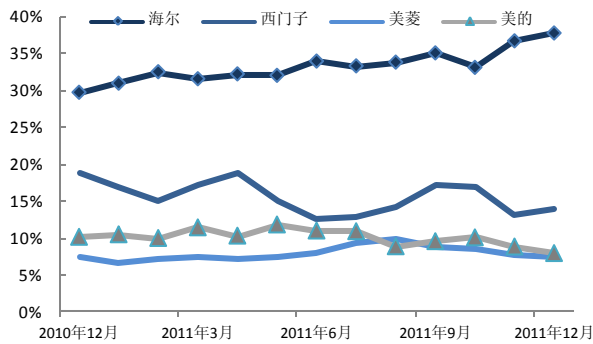
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 滚筒洗衣机零售额市场份额分布 (%)



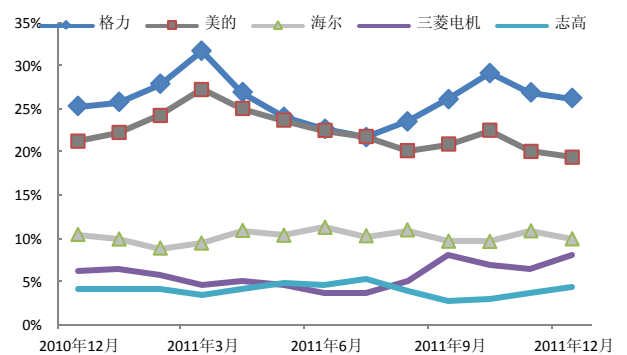
资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

图 3: 210-230 升冰箱零售额市场份额分布(按销售金额)(%)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 4: 冷暖空调零售额市场份额分布 (%)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

一季度利润预期同比增 26%

2012 年一季度家电终端零售表现较弱,但从趋势上看逐月好转,产品均价环比保持较好。考虑这样的消费环境以及公司进一步需要的以利润导向为目标的经营策略,我们预期公司 2012 年一季度收入下降约 35%,利润增速约 26%。另外公司 2011 年由于票据贴现增加以及贴现率上升的原因,财务费用大幅增加,今年则会有明显好转,有利于公司较好的费用控制。

表 2: 主要白电巨头 2012 年季度业绩分布预期(元、%)

	2011 年季度每股收益				2012 年 E 季度每股收益				2012 年 E 同比增速				EPS	EPS
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2011 年	2012 年
格力电器	0.31	0.42	0.52	0.49	0.39	0.50	0.61	0.60	25%	18%	17%	20%	1.74	2.10
美的电器	0.21	0.37	0.27	0.24	0.27	0.43	0.34	0.25	26%	15%	27%	4%	1.09	1.29
青岛海尔	0.20	0.37	0.27	0.19	0.23	0.41	0.30	0.23	14%	10%	10%	21%	1.03	1.17

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所整理及预测

集团整体家电资产整合值得期待

2011 年 10 月美的控股将 15.3%美的集团股权转让给融睿投资和鼎晖投资,美的控股持有集团股权比率下降到 68.7%。

美的集团下辖四个产业集团:

- ✓ 美的制冷家电集团: 中央空调事业部、家用空调国内事业部、家用空调国际事业部、冰箱事业部、洗衣机事业部、美芝合资公司
- ✓ 美的日电集团: 生活电器、环境电器、微波电器、洗涤电器、整体厨房、精品电器、东盟公司共 7 个事业部
- ✓ 美的机电集团: 采购中心、微电机事业部、洗涤电机事业部、安得物流公司、威特养护公司、清江电机公司、正立精密机械
- ✓ 美的地产发展集团

主要控股公司:

- ✓ 广东美的电器股份有限公司(直接控股 42.49%)

- ✓ 佛山市美的日用家电集团有限公司（直接控股 100.00%）
- ✓ 广东威灵电机制造有限公司（间接控股 74.97%）

表 3: 美的集团分业务收入及占比 (亿元、%)

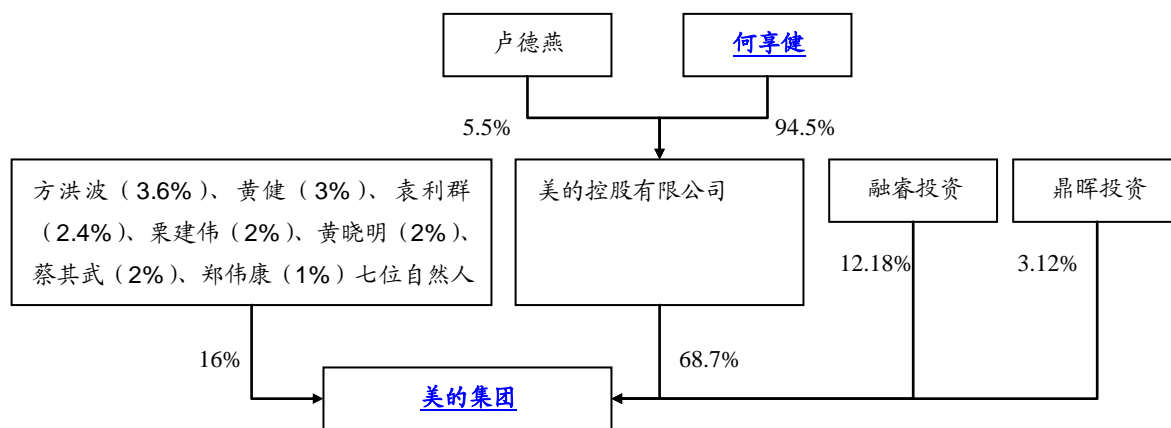
	2011 年 E		2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
空调及零部件	638	49.4%	483	46.5%	320	46.6%	331	51.7%
冰箱及零部件	114	8.8%	99	9.6%	63	9.2%	50	7.8%
洗衣机及零部件	98	7.6%	97	9.4%	60	8.7%	42	6.6%
小家电	255	19.8%	212	20.5%	131	19.1%	113	17.6%
电机	37	2.9%	31	3.0%	23	3.4%	29	4.5%
其他	149	11.5%	116	11.2%	88	12.9%	75	11.7%
营业收入合计	1291	100%	1,038	100%	685	100%	640	100%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所整理及估算 注：2011 年除空调、冰箱和洗衣机业务外，其他类别业务收入为我们的估算值

公司的小家电收入构成当中，按 2010 年集团的数据，集团子公司广东美的生活电器制造有限公司销售收入 68.55 亿元，占小家电类产品销售收入的比例为 32.28%，实现毛利润 15.05 亿元；广东美的环境电器制造有限公司销售收入 41.85 亿元，收入占比 19.71%，毛利润 6.38 亿元；佛山市顺德区美的洗涤电器制造有限公司销售收入 24.36 亿元，收入占比 11.47%，实现毛利润 3.15 亿元。2010 年小家电业务产生的净利润约 16 亿元。

综合估算 2011 年小家电毛利率约 21%左右。

图 5: 美的集团股权结构图



资料来源：公开信息，国信证券经济研究所整理

维持“推荐”评级

预期公司 12/13/14 年每股收益 1.29/1.52/1.77 元，2012 年每股收益较前期上调 5%。公司的经营调整成效好于预期，将有利于公司 2012 年 2 季度业绩继续有良好表现。维持对公司的“推荐”评级。我们认为公司未来走向收入和盈利同时兼顾的良好趋势，前期持有定价增发股份的股东应继续持有。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	11078	14871	18484	21990
应收款项	13675	13392	14999	16499
存货净额	12363	12696	14219	15641
其他流动资产	2686	2933	3285	3613
流动资产合计	39985	43992	51088	57844
固定资产	12788	13199	13315	13086
无形资产及其他	1810	1639	1468	1297
投资性房地产	2368	2368	2368	2368
长期股权投资	1048	1098	1148	1198
资产总计	59550	62897	69988	76394
短期借款及交易性金融负债	3214	3000	3000	3000
应付款项	18786	20102	22514	24765
其他流动负债	10933	9077	10139	11093
流动负债合计	32932	32179	35653	38858
长期借款及应付债券	1381	1381	1381	1381
其他长期负债	78	83	88	93
长期负债合计	1460	1465	1470	1475
负债合计	34392	33644	37123	40333
少数股东权益	5160	5968	5726	4125
股东权益	19998	23284	27139	31936
负债和股东权益总计	59550	62897	69988	76394

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	1.09	1.29	1.52	1.77
每股红利	0.27	0.32	0.38	0.35
每股净资产	5.91	6.88	8.02	9.44
ROIC	21%	23%	32%	37%
ROE	18%	19%	19%	19%
毛利率	19%	21%	21%	21%
EBIT Margin	6%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	7%	7%	8%	8%
收入增长	25%	5%	12%	10%
净利润增长率	18%	18%	17%	17%
资产负债率	66%	63%	61%	58%
息率	2%	2%	3%	2%
P/E	13.0	11.0	9.3	8.0
P/B	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	12.6	11.2	10.1	8.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	93108	97763	109495	120445
营业成本	75619	77233	86501	95151
营业税金及附加	352	293	328	361
销售费用	8591	10021	10950	11683
管理费用	3234	3701	4123	4276
财务费用	1051	150	106	70
投资收益	722	100	150	150
资产减值及公允价值变动	(4)	10	10	10
其他收入	43	0	0	0
营业利润	5023	6476	7647	9062
营业外净收支	538	100	100	100
利润总额	5561	6576	7747	9162
所得税费用	1020	1184	1394	1832
少数股东损益	842	1011	1213	1334
归属于母公司净利润	3699	4382	5140	5996

现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	3699	4382	5140	5996
折旧摊销	1220	781	874	920
公允价值变动损失	4	(10)	(10)	(10)
应付账款	2063	1316	2412	2251
财务费用	1051	150	106	70
营运资本变动	(2252)	119	(3)	(40)
其他	(1430)	(508)	(2655)	(3852)
经营活动现金流	3303	6080	5758	5265
资本开支	(5337)	(1010)	(810)	(510)
其它投资现金流	(32)	82	0	0
投资活动现金流	(5636)	(978)	(860)	(560)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	988	0	0	0
支付股利、利息	(919)	(1095)	(1285)	(1199)
其它融资现金流	7472	(214)	0	0
融资活动现金流	7608	(1309)	(1285)	(1199)
现金净变动	5276	3793	3613	3505
货币资金的期初余额	5803	11078	14871	18484
货币资金的期末余额	11078	14871	18484	21990
企业自由现金流	(2031)	5233	6287	7548
权益自由现金流	6429	5142	6374	7604

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

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	技术分析	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432			方焱	0755-82130648
周俊	0755-82136085				
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
常伟	0755-82131528			秦波	010-66026317
机械		基础化工及石化		医药	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
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	0755-82133920
电力及公共事业		非银行金融		轻工	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
家电		建筑工程及建材		计算机及电子元器件	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马彦	010-88005304	欧阳仕华	0755-82151833
纺织服装		食品饮料		新兴产业	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
旅游		数量化投资产品		量化投资策略	
曾光	0755-82150809	焦健	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
钟潇	0755-82132098	周琦	0755-82133568	郑云	021-60875163
		邓岳	0755-82150533	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
量化交易策略与技术		基金评价与研究		数据与系统支持	
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337	徐左乾	0755-82133090
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379	刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		

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	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492-1277 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-82252615 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
焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 18022@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	赵晓曦	82134356-1228 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		