

美的电器 (000527.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 13.46元
目标(人民币): 17.54-20.23元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,384.35
总市值(百万元)	45,553.32
年内股价最高最低(元)	19.01/11.06
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

- 《战略调整见效,毛利率提升带来业绩超预期》, 2012.3.12
- 《继埃及、南美后,与开利再携手开拓印度市场》, 2012.1.9

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

收入同比下降 42%, 高净利率使业绩超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.002	1.093	1.349	1.679	2.071
每股净资产(元)	3.95	5.91	7.15	8.48	10.45
每股经营性现金流(元)	1.75	0.87	1.24	2.21	2.55
市盈率(倍)	17.36	12.32	9.98	8.02	6.50
行业优化市盈率(倍)	41.37	32.77	32.77	32.77	32.77
净利润增长率(%)	65.29%	18.28%	23.41%	24.48%	23.35%
净资产收益率(%)	25.35%	18.50%	18.86%	19.80%	19.82%
总股本(百万股)	3,120.27	3,384.35	3,384.35	3,384.35	3,384.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 美的电器 2012 年第一季度实现营业收入 177.4 亿元, 同比增速-41.8%; 归属于母公司所有者的净利润 8.7 亿元, 同比增速+22.4%; 实现 EPS 为 0.26 元。净利润增速高于市场预期, 比我们预期 (+19%) 略高。

经营分析

- 收入同比下降 41.8%, 空调降幅好于冰洗, 出口降幅好于内销。行业需求不振(图表 1); 公司收入大幅下降因去年高基数和市场份额下降(图表 2-9); 内销仍在控制库存, 外销只做有利润的订单。分产品估计: 冰洗收入降幅相近(洗衣机-55%), 空调应在-35%左右。分内外销估计: 外销降幅好于内销, 外销降幅预计在-15%至-20%, 内销降幅在-50%左右。
- 毛利率和净利率同比提高 5.7、2.6 个百分点, 体现保利润的调整效果。注重产品力、放弃低附加值产品订单使毛利率达到 20.4%; 减少促销使销售费用率降至 8.0%; 管理费用率同比上升 2.1 个百分点是收入规模减小所致; 通过减少票据贴现等措施使财务费用由正转负; 基于以上原因尤其是毛利率大幅提升使净利率提高 2.6 个百分点, 业绩高于预期(图表 10)。
- 1Q12 收入大幅下降情况下, 应收票据和应收账款绝对额与去年相差不大(图表 11), 相当于经销商提货“首付”比例减小, 是对经销商支持。
- 公司市场份额已接近触底, 预计二三季度份额将企稳, 收入增速恢复需等待行业内需复苏。出口不再追求规模, 公司只接有利润的订单, 因而收入增速恢复需依靠内销; 公司内销份额下降是转型必经之痛, 目前份额基本接近底部, 虽不会激进促销, 但公司渠道优势犹在, 转型效果逐渐显现, 但仍需时间, 因此短期收入增速恢复主要依靠终端需求复苏。

盈利调整及投资建议

- 预计公司 12-14 年收入分别为 996、116、133 亿元, 增速为 6.9%、16.2%、15.7%; EPS 为 1.35、1.68、2.07 元; 净利润增速 23.4%、24.5%、23.4%。
- 公司战略转型仍在进行中, 预计年内份额企稳但难见明显回升, 因此收入增速更多是随行业复苏而恢复; 但 2013 年转型到位后公司将换来更有利润的增长, 产品力和效率提升。基于未来三年业绩复合增速仍有 20%以上, 现价对应 9.9X12PE/8.0X13PE, 维持“买入”建议。

风险提示

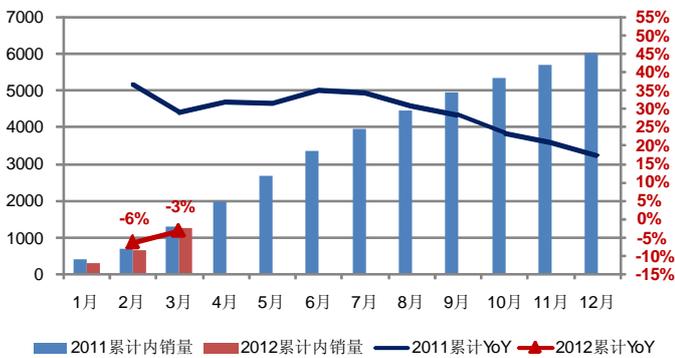
- 行业增速低于预期或将令公司的战略转型时间延长。

图表1: 家电一季度零售量下降

累计零售量 YoY	中怡康月报		奥维咨询 (AVC) 周报		
	1-2 月	1-9 周 (1.1-2.26) 累计	1-13 周 (1.1-3.25) 累计	第 14 周 (3.26-4.1) 单周	第 15 周 (4.2-4.8) 单周
洗衣机	-21.6%	-37.8%	-19.5%	-43.6%	-17.7%
冰箱	-29.0%	-43.3%	-42.1%	-31.1%	-36.8%
空调	-42.0%	-54.3%	-48.0%	-50.7%	-25.0%
液晶电视	-27.0%	-27.7%	-26.8%	-37.3%	3.4%

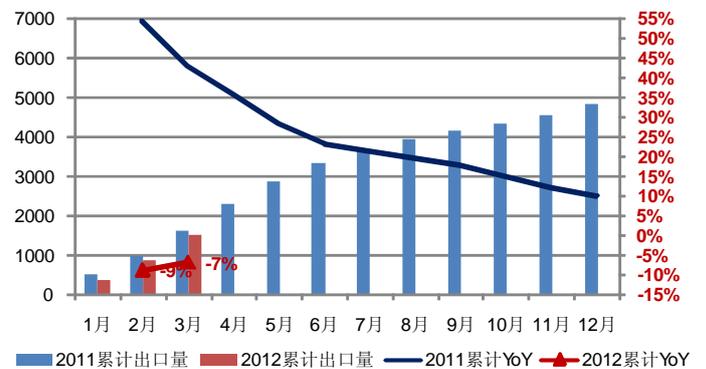
来源: 中怡康, 奥维咨询, 国金证券研究所

图表2: 产业在线 1-3 月空调内销量累计增长

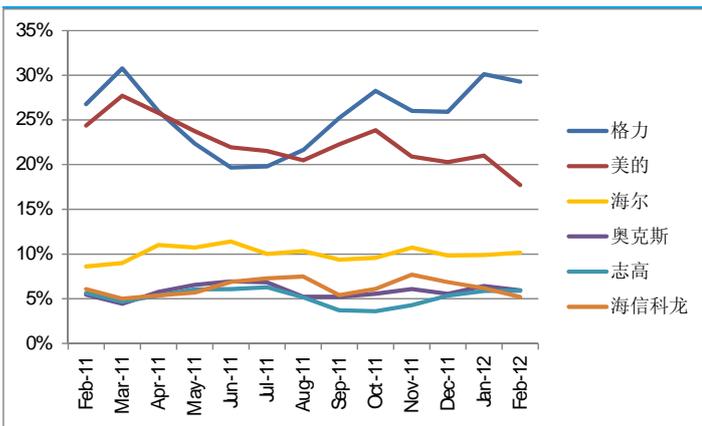


来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表3: 产业在线 1-3 月空调出口量累计增长

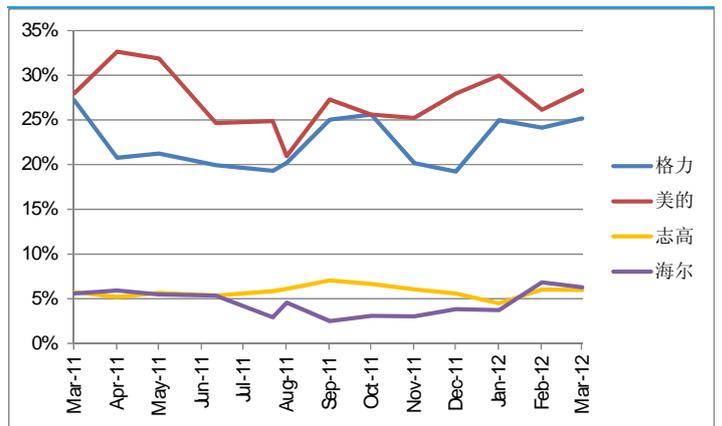


图表4: 美的空调城市零售量份额 (中怡康)

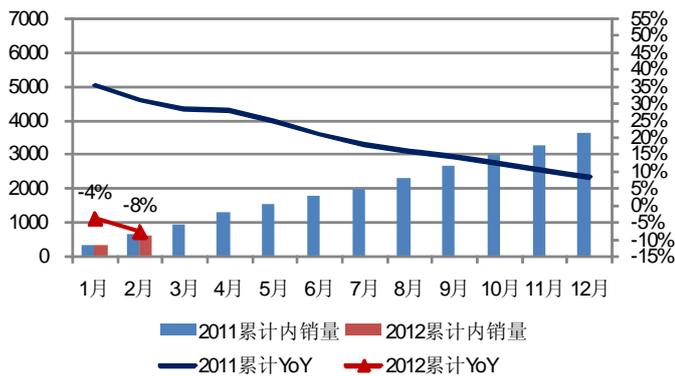


来源: 中怡康, 产业在线, 国金证券研究所

图表5: 美的空调出口份额 (产业在线)

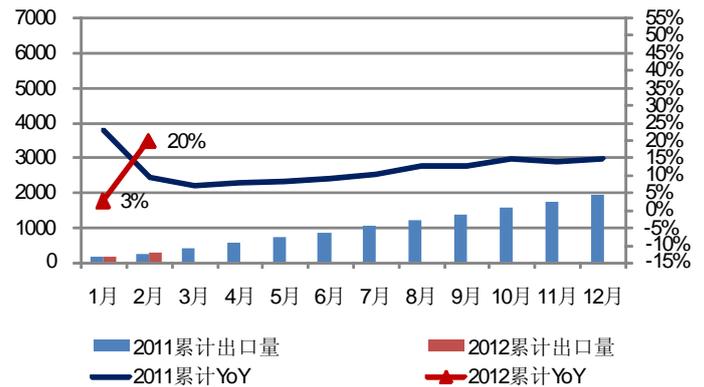


图表6: 产业在线 1-2 月洗衣机内销量累计增长

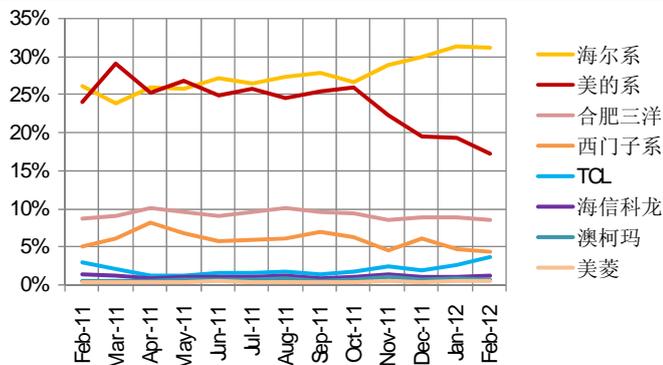


来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表7: 产业在线 1-2 月洗衣机出口量累计增长

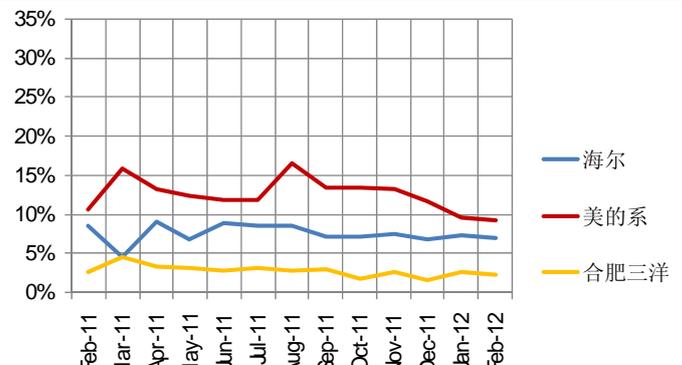


图表8: 美的系洗衣机城市零售量份额 (中怡康)



来源: 中怡康, 产业在线, 国金证券研究所

图表9: 美的系洗衣机出口份额 (产业在线)



图表10: 利润表分析

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	1Q12	1Q12	点评
							同比	环比	
单季收入及增速	营业收入 (百万元)	30481	31556	19841	11230	17745	-41.8%	58.0%	仍在控制库存
	收入YoY	96.1%	34.4%	9.4%	-35.5%	-41.8%			
利润表结构百分比	毛利率	14.7%	19.1%	20.3%	26.1%	20.4%	5.7	-5.7	产品力提升, 出口只做有附加值的订单
	-营业税金及附加	0.2%	0.3%	0.6%	0.6%	0.2%	0.0	-0.4	
	-销售费用率	8.2%	9.7%	10.3%	8.9%	8.0%	-0.3	-0.9	促销资源投入减少
	毛利率-销售费用率	6.5%	9.5%	10.0%	17.2%	12.4%	5.9	-4.8	
	-管理费用率	2.9%	1.9%	3.6%	8.9%	5.0%	2.1	-3.9	规模减小, 管理费用率则上升
	-财务费用率	0.6%	0.8%	1.6%	2.7%	-0.1%	-0.7	-2.8	减少贴现票据等措施
	-资产减值损失	0.6%	0.5%	-0.7%	-1.4%	0.4%	-0.2	1.8	
	+公允价值变动收益	0.2%	-0.2%	0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3	0.1	
	+投资收益	0.3%	0.4%	0.8%	3.1%	0.5%	0.3	-2.6	
	+营业外收支	1.0%	0.2%	0.7%	0.3%	0.2%	-0.9	-0.2	
	=利润总额	3.7%	6.4%	6.8%	9.6%	7.5%	3.8	-2.1	
	-所得税费用	0.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.3%	0.7	0.2	
-少数股东损益	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	0.5	0.1		
归属于母公司所有者净利润率	2.3%	4.0%	4.6%	7.3%	4.9%	2.6	-2.4	源自毛利率的同比大幅提升	
单季净利润及增速	净利润 (百万元)	711	1264	905	819	871			
	净利润YoY	12.6%	9.2%	-2.8%	100.7%	22.4%			

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表11: 应收票据+应收账款占收入比例增加

(亿元)	1Q11	1Q12
应收票据	144	123
应收帐款	76	73
营业收入	305	177
(应收票据+应收账款)/营业收入	72%	111%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表12: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	47,278	74,559	93,108	99,578	115,743	133,869	货币资金	3,855	5,803	11,078	6,050	12,261	20,468
增长率	57.7%	24.9%	6.9%	16.2%	15.7%		应收款项	10,474	8,781	13,675	11,913	14,165	16,424
主营业务成本	-36,975	-62,114	-75,619	-80,107	-92,682	-106,631	存货	5,828	10,436	12,363	10,284	11,645	13,398
%销售收入	78.2%	83.3%	81.2%	80.4%	80.1%	79.7%	其他流动资产	975	2,997	2,868	2,991	2,972	3,391
毛利	10,303	12,445	17,489	19,471	23,061	27,238	流动资产	21,132	28,017	39,985	31,238	41,043	53,680
%销售收入	21.8%	16.7%	18.8%	19.6%	19.9%	20.3%	%总资产	67.4%	67.5%	67.7%	79.0%	82.0%	84.6%
营业税金及附加	-61	-86	-352	-378	-440	-509	长期投资	375	782	1,049	1,148	1,248	1,348
%销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	6,181	8,606	12,788	2,098	3,009	3,839
营业费用	-5,731	-6,943	-8,591	-9,261	-10,648	-12,316	%总资产	19.7%	20.7%	21.6%	5.3%	6.0%	6.1%
%销售收入	12.1%	9.3%	9.2%	9.3%	9.2%	9.2%	无形资产	2,852	3,301	4,623	3,550	3,166	2,858
管理费用	-1,660	-2,663	-3,191	-3,386	-3,935	-4,552	非流动资产	10,198	13,513	19,091	8,297	9,024	9,746
%销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	%总资产	32.6%	32.5%	32.3%	21.0%	18.0%	15.4%
息税前利润 (EBIT)	2,852	2,752	5,355	6,446	8,038	9,862	资产总计	31,330	41,530	59,075	39,534	50,068	63,426
%销售收入	6.0%	3.7%	5.8%	6.5%	6.9%	7.4%	短期借款	540	729	3,214	0	0	0
财务费用	-222	-464	-1,051	-622	-454	-438	应付款项	13,533	18,853	24,145	23,634	27,355	31,486
%销售收入	0.5%	0.6%	1.1%	0.6%	0.4%	0.3%	其他流动负债	4,798	5,625	5,595	7,598	8,798	10,020
资产减值损失	-169	16	-42	20	-18	-36	流动负债	18,871	25,207	32,954	31,233	36,153	41,506
公允价值变动收益	27	118	39	30	30	30	长期贷款	0	394	1,381	1,381	1,381	1,382
投资收益	32	134	722	700	550	600	其他长期负债	59	71	56	0	0	0
%税前利润	1.2%	2.7%	13.0%	10.4%	6.6%	5.9%	负债	18,930	25,671	34,392	32,614	37,534	42,888
营业利润	2,520	2,557	5,023	6,575	8,146	10,018	普通股股东权益	9,451	12,336	19,998	24,197	28,699	35,369
营业利润率	5.3%	3.4%	5.4%	6.6%	7.0%	7.5%	少数股东权益	3,277	4,046	5,160	6,086	7,198	8,532
营业外收支	233	2,406	538	150	175	200	负债股东权益合计	31,658	41,530	59,550	39,534	50,068	63,426
税前利润	2,753	4,963	5,561	6,725	8,321	10,218	比率分析						
利润率	5.8%	6.7%	6.0%	6.8%	7.2%	7.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-239	-920	-1,020	-1,234	-1,527	-1,875	每股指标						
所得税率	8.7%	18.5%	18.3%	18.4%	18.4%	18.4%	每股收益	0.909	1.002	1.093	1.349	1.679	2.071
净利润	2,514	4,043	4,541	5,491	6,794	8,343	每股净资产	4.544	3.954	5.909	7.150	8.480	10.451
少数股东损益	622	916	842	926	1,112	1,334	每股经营现金净流	0.989	1.745	0.874	1.240	2.211	2.550
归属于母公司的净	1,892	3,127	3,699	4,565	5,682	7,009	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	4.0%	4.2%	4.0%	4.6%	4.9%	5.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.02%	25.35%	18.50%	18.86%	19.80%	19.82%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	5.98%	7.44%	6.21%	7.26%	7.74%	8.08%
净利润	2,514	4,043	4,541	5,491	6,794	8,343	投入资本收益率	19.55%	12.76%	14.68%	16.62%	17.60%	17.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,016	929	1,468	-4,565	164	261	主营业务收入增长率	4.34%	57.70%	24.88%	6.95%	16.23%	15.66%
非经营收益	-335	-225	-285	-1,633	-786	-861	EBIT增长率	23.92%	-3.48%	94.58%	20.37%	24.69%	22.70%
营运资金变动	-1,139	696	-2,739	4,905	1,311	888	净利润增长率	83.14%	65.29%	18.28%	23.41%	24.48%	23.35%
经营活动现金净流	2,055	5,443	2,984	4,198	7,483	8,630	总资产增长率	35.38%	32.84%	41.60%	-33.08%	26.64%	26.68%
资本开支	-964	-3,905	-3,801	-362	-498	-547	资产管理能力						
投资	-196	-415	-1,312	-105	-105	-100	应收账款周转天数	31.3	24.2	21.2	23.0	22.0	22.0
其他	47	108	398	730	580	630	存货周转天数	54.4	48.1	55.2	47.0	46.0	46.0
投资活动现金净流	-1,113	-4,212	-4,715	263	-23	-17	应付账款周转天数	75.4	59.5	56.3	60.0	60.0	60.0
股权募资	3,267	52	4,304	0	-842	0	固定资产周转天数	44.1	37.6	42.1	#DIV/0!	3.0	5.0
债权募资	-1,821	583	3,135	-3,240	0	1	偿债能力						
其他	-703	-450	-919	-180	-408	-408	净负债/股东权益	-26.26%	-29.49%	-26.49%	-16.03%	-30.84%	-43.91%
筹资活动现金净流	744	185	6,520	-3,420	-1,249	-407	EBIT利息保障倍数	12.8	5.9	5.1	10.4	17.7	22.5
现金净流量	1,686	1,415	4,790	1,041	6,210	8,207	资产负债率	59.80%	61.04%	57.75%	51.85%	51.11%	49.42%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	12	13	37
买入	1	1	7	7	20
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.50	1.47	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-08	买入	16.53	20.24 ~ 21.80
2 2011-09-01	买入	16.12	20.00 ~ 21.30
3 2011-10-19	买入	14.00	18.00 ~ 18.00
4 2011-10-25	买入	13.40	16.20 ~ 20.40
5 2011-12-05	买入	12.05	16.20 ~ 20.40
6 2011-12-30	买入	12.24	15.42 ~ 16.95
7 2012-01-09	买入	12.89	15.42 ~ 16.95
8 2012-03-12	买入	13.78	17.54 ~ 20.23

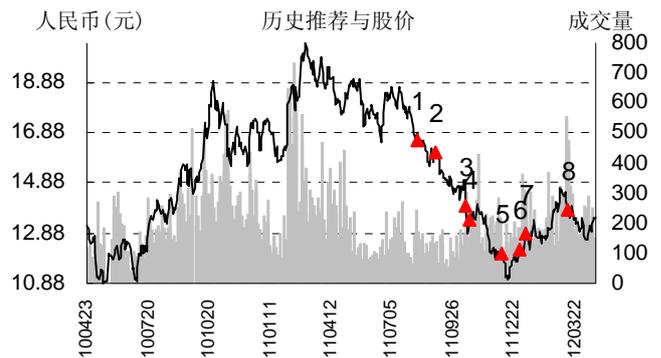
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B