



买入

42%↑

目标价格: 人民币13.05

原目标价格: 人民币17.00

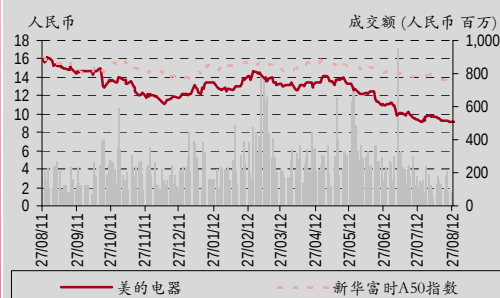
000527.CH

价格: 人民币 9.18

目标价格基础: 10 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(24)	(2)	(31)	(43)
相对新华富时 A50 指数	(20)	3	(18)	(25)

发行股数(百万)	3,384
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	31,065
3 个月日均交易额(人民币 百万)	239
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
广东美的电器股份有限公司	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

美的电器

经营策略调整, 成效尚需时日

公司上半年实现销售收入 389.9 亿元, 同比大幅下滑 37.2%, 实现归属于母公司的净利润 20.9 亿元, 同比增长 5.7%, 每股收益 0.62 元, 业绩符合我们的预期。我们将公司 12-14 年每股盈利预测分别调整至 1.274 元、1.513 元和 1.704 元, 将目标价从 17.00 元下调至 13.05 元, 维持对其买入评级。

支撑评级的要点

- 毛利率从去年同期的 17% 提升至当期的 21.2%, 销售费用率从去年同期的 9% 下滑至当期 8.5%, 管理费用率从去年同期的 2.4% 提升至 4%, 期间费用率为 13%, 同比上升 0.98 个百分点。净利率从去年同期的 3.2% 提升至当期的 5.4%。我们认为, 全年净利率水平也将维持在 5% 左右的水平。
- 上半年, 空调收入同比下降 27.1%, 毛利率同比提升 4.2 个百分点, 达到 22.2%; 冰箱收入同比下滑 65.3%, 毛利率同比下降 5.37 个百分点, 达到 15.6%; 洗衣机收入同比下滑 52.3%, 毛利率同比提升 3.9 个百分点, 达到 21.5%。
- 公司将冰洗业务从区域销售公司独立出来, 回归产品事业部, 同时整合区域销售公司, 在全国设立 30 个冰箱中心、33 个洗衣机中心、34 个区域暖通销售公司、46 个区域制冷销售公司。从目前情况来看, 空调事业部调整效果较为理想, 而冰洗事业部的调整见效尚待时日。
- 在海外市场, 公司通过设立海外合资公司和自由品牌管理平台, 拓展国际化业务。目前除了巴西开利以合资公司方式, 其他 OEM 业务均调整至产品事业部。上半年, 出口业务同比略有下滑。

评级面临的主要风险

- 公司经营策略和管理架构调整成效。
- 房地产市场调控持续压制家电需求。

估值

- 我们将公司 12-14 年每股盈利预测分别从 1.305 元、1.503 元和 1.732 元分别调整至 1.274 元、1.513 元和 1.704 元。近期大盘跌幅较大, 基于 10 倍 2012 年市盈率, 我们将目标价从 17.00 元下调至 13.05 元, 维持对其买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	74,559	93,108	81,315	90,356	99,516
变动(%)	58	25	(13)	11	10
净利润(人民币 百万)	2,951	3,699	4,312	5,122	5,765
全面摊薄每股收益(人民币)	0.946	1.093	1.274	1.513	1.704
变动(%)	12.3	15.6	12.8	17.1	10.8
市场预期每股收益(人民币)			1.229	1.467	1.744
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.305	1.503	1.732
调整幅度(%)	-	-	(2.4)	1	(1.7)
核心每股收益(人民币)	0.288	0.963	1.126	1.313	1.547
变动(%)	(64.1)	234.5	16.9	16.6	17.8
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	8.4	7.4	6.4	5.7
核心市盈率(倍)	31.9	9.5	8.2	7.0	5.9
每股现金流量(人民币)	1.75	0.87	2.73	2.49	2.70
价格/每股现金流量(倍)	5.3	10.5	3.4	3.7	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	4.1	3.2	2.1	1.1
每股股息(人民币)	0.108	0.100	0.123	0.144	0.160
股息率(%)	1.2	1.1	1.3	1.6	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩表现平平

公司上半年实现销售收入 389.9 亿元，同比大幅下滑 37.2%，实现归属于母公司的净利润 20.9 亿元，同比增长 5.7%，实现每股收益 0.62 元，业绩基本符合我们的预期。上半年实现内销收入 224.3 亿元，同比下滑 50.4%，出口收入 165.6 亿元，同比小幅下降 1.6%。毛利率从去年同期的 17% 提升至当期的 21.2%，主要由于原材料价格下降以及公司战略转型的提升盈利能力所致。销售费用率从去年同期的 9% 下滑至当期 8.5%，管理费用率从去年同期的 2.4% 提升至 4%，主要因为合并巴西子公司所致。受银行利率上升因素影响，财务费用同比减少 54%。期间费用率为 13%，同比上升 0.98 个百分点。营业外收入同比大幅下降 70% 主要由于去年上半年存在空调节能补贴。净利率从去年同期的 3.2% 提升至当期的 5.4%。

我们认为，下半年，受节能补贴政策的账面影响，毛利率可能有所下降，但今年费用率总体将保持稳定，在经营策略调整效果的逐步体现下，全年净利率水平也将维持在 5% 左右的水平。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比(%)
营业收入	62,037.00	38,990.00	(37.2)
营业成本	51,501.60	30,728.80	(40.3)
毛利润	10,535.4	8,261.2	(21.6)
营业税金及附加	167.1	135.9	(18.7)
销售费用	5,557.50	3,329.00	(40.1)
管理费用	1,467.5	1,541.6	5.0
经营利润	3,343.3	3,254.7	(2.7)
资产减值	337.3	260.6	(22.7)
财务费用	439.3	200.7	(54.3)
公允价值变动损益	(2.5)	(125.9)	4,936.0
投资收益	209.9	189.9	(9.5)
营业外收入	391.7	118.80	(69.7)
营业外支出	28.9	43.1	49.1
税前利润	3,136.9	2,933.1	(6.5)
所得税	646.6	530.6	(17.9)
少数股东损益	514.9	313.8	(39.1)
归属于母公司的净利润	1,975.4	2,088.7	5.7
每股收益(元)	0.600	0.620	3.3

资料来源：公司数据

2 季度略有改善

从单季度来看，2 季度单季收入同比下滑 32.7%，降幅较 1 季度的 41.8% 有所收窄。单季毛利率达到 21.8%，高于 1 季度的 20.4%。销售费用率从 1 季度的 8% 提升至 2 季度的 9%，管理费用率则从 1 季度的 5% 下降至 3.1%。2 季度净利率为 5.7%，较 1 季度的 4.9% 提升 0.8 个百分点。

分类业务情况

上半年，空调及零部件收入同比下降 27.1%，达到 309.8 亿元，毛利率较去年同期增长 4.2 个百分点，达到 22.2%；冰箱及零部件业务收入同比下滑 65.3%，达到 28.6 亿元，毛利率较去年同期下降 5.37 个百分点，达到 15.6%；洗衣机及零部件业务收入同比下滑 52.3%，达到 28.3 亿元，毛利率较去年同期提升 3.9 个百分点，达到 21.5%。

空调和洗衣机虽然销售下滑，但是利润率上升，主要是产品结构调整以及产品均价价格上升（目前，公司已基本没有毛利在 15% 以下的产品）。而冰箱前期投资比较激进，上半年销售收入降幅最大，固定资产折旧上升较快，同比利润降幅较大。我们预计，下半年在节能补贴政策的逐步影响下，各品类销售收入降幅有望逐步收窄，盈利能力有望得到改善。

产销数据大幅下滑

据产业在线数据统计，上半年，美的空调实现产量 1,370 万台，同比下降 28.1%，实现销量 1,545 万台，同比下降 18.2%，其中内销 713 万台，同比下降 20.8%，出口 832 万台，同比下滑 16%，截至 6 月底库存 243 万台。上半年，美的冰箱实现产量 305 万台，同比下滑 54.9%，实现销量 305.6 万台，同比下滑 56.4%，其中内销 215.6 万台，同比下滑 62.1%，出口 90 万台，同比下滑 32%，截至 6 月底库存 3.2 万台。

回归产品事业部模式

为了提升运营效率，公司将冰洗业务从区域销售公司独立出来，回归产品事业部，同时整合区域销售公司，在全国设立 30 个冰箱中心、33 个洗衣机中心、34 个区域暖通销售公司、46 个区域制冷销售公司。从目前情况来看，空调事业部调整效果较为理想，而冰洗事业部的调整见效尚待时日。

推进国际化

在海外市场，公司通过设立海外合资公司和自由品牌管理平台，拓展国际化业务。目前除了巴西开利以合资公司方式，其他 OEM 业务均调整至产品事业部。上半年，出口业务同比略有下滑，我们推算上半年巴西出口规模约 20 亿元，剔除这块业务，上半年出口业务同口径下同比下滑约 10%。

估值

我们将公司 12-14 年每股盈利预测分别从 1.305 元、1.503 元和 1.732 元分别调整至 1.274 元、1.513 元和 1.704 元。近期大盘跌幅较大，基于 10 倍 2012 年市盈率，我们将目标价从 17.00 元下调至 13.05 元，维持对其 **买入** 评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	74,559	93,108	81,315	90,356	99,516
销售成本	(62,114)	(75,619)	(65,995)	(73,350)	(80,648)
经营费用	(8,881)	(10,913)	(8,678)	(9,582)	(10,777)
息税折旧前利润	3,564	6,576	6,643	7,425	8,092
折旧及摊销	(811)	(1,220)	(1,225)	(1,422)	(1,542)
经营利润(息税前利润)	2,752	5,355	5,418	6,002	6,550
净利息收入/(费用)	(641)	(1,051)	(394)	(191)	135
其他收益/(损失)	2,675	1,257	837	884	606
税前利润	4,786	5,561	5,861	6,695	7,291
所得税	(920)	(1,020)	(1,055)	(1,205)	(1,312)
少数股东权益	(916)	(842)	(635)	(606)	(568)
净利润	2,951	3,699	4,312	5,122	5,765
核心净利润	899	3,260	3,810	4,443	5,235
每股收益(人民币)	0.946	1.093	1.274	1.513	1.704
核心每股收益(人民币)	0.288	0.963	1.126	1.313	1.547
每股股息(人民币)	0.108	0.100	0.123	0.144	0.160
收入增长(%)	58	25	(13)	11	10
息税前利润增长(%)	(3)	95	1	11	9
息税折旧前利润增长(%)	1	85	1	12	9
每股收益增长(%)	12	16	13	17	11
核心每股收益增长(%)	(64)	234	17	17	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	4,786	5,561	5,861	6,695	7,291
折旧与摊销	811	1,220	1,225	1,422	1,542
净利息费用	641	1,051	394	191	(135)
运营资本变动	(88)	(2,747)	3,208	1,652	2,149
税金	0	0	0	1	2
其他经营现金流	(704)	(2,127)	(1,452)	(1,551)	(1,702)
经营活动产生的现金流	5,446	2,959	9,236	8,411	9,146
购买固定资产净值	(3,937)	(3,853)	(2,542)	(2,044)	(2,044)
投资减少/增加	(401)	(1,423)	0	0	0
其他投资现金流	126	560	381	314	338
投资活动产生的现金流	(4,212)	(4,715)	(2,161)	(1,730)	(1,706)
净增权益	52	4,304	0	1	2
净增债务	583	3,135	200	200	200
支付股息	(189)	(338)	(338)	(417)	(488)
其他融资现金流	(260)	(102)	(392)	(188)	139
融资活动产生的现金流	185	9,792	(530)	(404)	(147)
现金变动	1,419	8,036	6,545	6,277	7,293
期初现金	3,252	4,670	9,434	15,979	22,255
公司自由现金流	1,457	(1,089)	7,413	7,154	8,173
权益自由现金流	1,776	1,278	6,882	6,690	7,775

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	4,820	12,888	16,161	22,437	29,728
应收帐款	8,781	13,675	11,943	13,271	14,616
库存	10,436	10,735	11,272	11,836	12,428
其他流动资产	3,979	2,686	2,588	2,494	2,405
流动资产总计	28,017	39,984	41,964	50,038	59,177
固定资产	8,625	12,788	13,998	14,512	14,909
无形资产	3,026	4,178	4,176	4,173	4,171
其他长期资产	2,387	2,599	2,877	3,188	3,534
长期资产总计	14,037	19,566	21,051	21,873	22,613
总资产	42,054	59,550	63,015	71,911	81,790
应付帐款	18,516	23,546	24,586	27,023	29,847
短期债务	729	3,214	529	429	329
其他流动负债	5,943	6,173	7,200	8,383	9,745
流动负债总计	25,188	32,932	32,315	35,835	39,920
长期借款	394	1,381	994	1,294	1,594
其他长期负债	89	78	78	78	78
股本	3,120	3,384	3,384	3,384	3,384
储备	9,216	16,614	20,448	24,918	29,844
股东权益	12,336	19,998	23,832	28,302	33,229
少数股东权益	4,046	5,160	5,796	6,402	6,969
总负债及权益	42,054	59,550	63,015	71,911	81,790
每股帐面价值(人民币)	3.95	5.91	7.04	8.36	9.82
每股有形资产(人民币)	2.98	4.67	5.81	7.13	8.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.14)	(2.40)	(4.27)	(6.07)	(8.16)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.8	7.1	8.2	8.2	8.1
息税前利润率(%)	3.7	5.8	6.7	6.6	6.6
税前利润率(%)	6.4	6.0	7.2	7.4	7.3
净利率(%)	4.0	4.0	5.1	5.4	5.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	3.7	4.3	5.9	7.1	8.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.9	0.9	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	9.7	8.4	7.4	6.4	5.7
核心业务市盈率(倍)	31.9	9.5	8.2	7.0	5.9
目标价对应核心业务市	69.4	20.8	17.8	15.2	12.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.3	1.6	1.3	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	5.3	10.5	3.4	3.7	3.4
企业价值/息税折旧前利	8.0	4.1	3.2	2.1	1.1
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	47.8	51.1	60.9	57.5	54.9
应收帐款周转天数	47.1	44.0	57.5	50.9	51.1
应付帐款周转天数	77.7	82.4	108.0	104.2	104.3
回报率					
股息支付率(%)	11.5	9.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	27.1	22.9	19.0	18.7	17.6
资产收益率(%)	6.0	8.6	7.2	7.3	7.0
已运用资本收益率(%)	18.5	23.5	19.5	19.7	19.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371