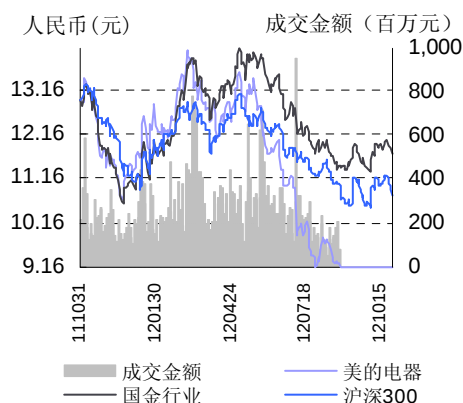


美的电器 (000527.SZ) 白色家电行业
评级: 买入 维持评级
业绩点评

市价 (人民币): 9.18 元
目标 (人民币): 11.52-12.28 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) 310.68
年内股价最高最低(元) 14.04/9.16
沪深 300 指数 2247.91
深证成指 8414.85


相关报告

1. 《经营尚处调整期, 市值已触底》, 2012.8.27
2. 《中报业绩预告点评: 现价已有足够安全边际》, 2012.7.10
3. 《收入同比下降 42%, 高净利率使业绩超预期》, 2012.4.23

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

业绩符合预期, 上升趋势仍需等待
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	1.152	1.365	1.616
每股净资产(元)	3.95	5.91	6.71	7.66	8.79
每股经营性现金流(元)	1.75	0.87	0.83	1.83	2.01
市盈率(倍)	17.36	11.20	7.97	6.73	5.68
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%	5.41%	18.45%	18.44%
净资产收益率(%)	25.35%	18.50%	17.18%	17.81%	18.38%
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 年前三季度营业收入 538.3 亿元, 同比增速-34.3%; 归属于上市公司股东的净利润 30.0 亿元, 同比增速+4.2%, 符合我们预期 (YoY+4%)。其中第三季度营业收入 148.4 亿元, 同比增速-25.2%; 归属于上市公司股东的净利润 9.1 亿元, 同比增长 0.8%。

经营分析

- 收入降幅收窄, 3Q12 同比下降 25%。公司从去年下半年开始大调整, 3Q11 基数较低, 3Q12 收入同比下降 25% (图表 1、2)。从中怡康数据来看, 公司单月市场份额逐渐稳定, 零售端的稳定有利于公司出货的恢复 (图表 3-5)。
- 今年盈利能力逐季提升, 3Q12 毛利率和净利率分别上升 3.9、1.6 个百分点 (图表 6)。第三季度白电原材料成本同比下降约 15% (图表 7), 公司自身产品结构也在优化, 使得毛利率同比上升 3.9 个百分点; 规模变小但费用有效控制, 销售费用率和管理费用率分别下降 1.2、1.4 个百分点; 公司减少票据贴现, 财务费用率下降 1.3 个百分点; 节能补贴收入大幅减少使营业外收入下降; 最终净利率 5.6%, 同比上升 1.6 个百分点 (图表 8)。
- 资产负债和现金流指标还有待进一步改善。应收账款增加、票据贴现减少使得公司经营性现金流量净额同比下降 60%。“应收账款+应收票据”同比基本持平, 存货持续下降 (图表 9、10)。
- 经营渐恢复, 份额上升趋势是否持续仍需跟踪。公司战略、组织结构等大的方向已调整, 去库存也基本完成, 这使得公司收入逐渐收窄, 而且最新 9 月冰箱产业在线出货数据显示公司 9 月出货量同比增长 38% (3Q 累计销量 YoY-26%), 但应该看到这是在低基数下实现的。集团正在进行重大资产重组, 在销售策略上不会有大的动作, 因此份额上升趋势是否持续仍需跟踪。

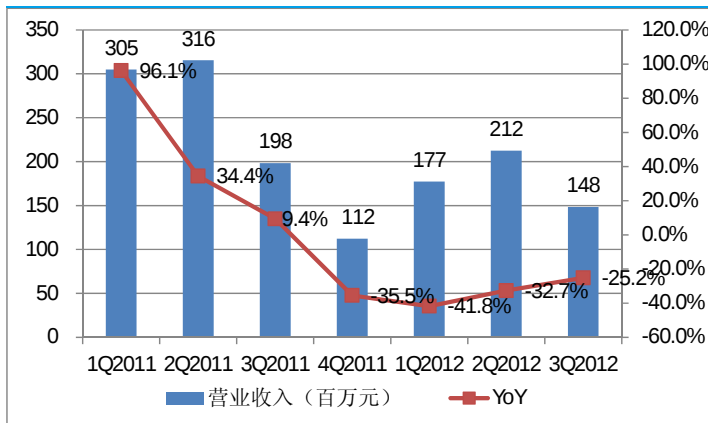
盈利调整

- 考虑到国内外市场复苏程度我们小幅下调盈利预测: 预计 2012-2014 年公司收入分别为 679、787、909 亿元, 增速为-27.1%、16.0%、15.5%; EPS 为 1.152、1.365、1.616 元; 净利润增速为 5.41%、18.45%、18.44%; 较前次预测下调幅度分别为 3%、3%、6%。

投资建议

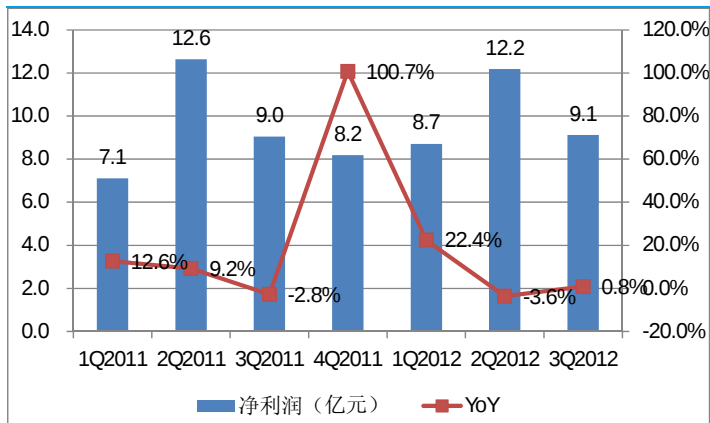
- 目前公司因重大资产重组而停牌。公司的股价已经比大股东增持价格（11.87 元，扣除分红为 11.42 元）还低 20%，估值上也具备足够安全边际（7.7X12PE、6.5X13PE，PB 仅 1.4 倍），当公司基本面出现改善趋势（即渠道信心恢复，容易观察的指标是出货量和终端市场份额均上行）时估值将恢复白电龙头相应的估值水平，按 10X12PE-9X13PE 合理价格为 11.52-12.28 元，距离现价有 25-34% 的空间，维持“买入”评级。

图表1：公司单季收入及 YoY

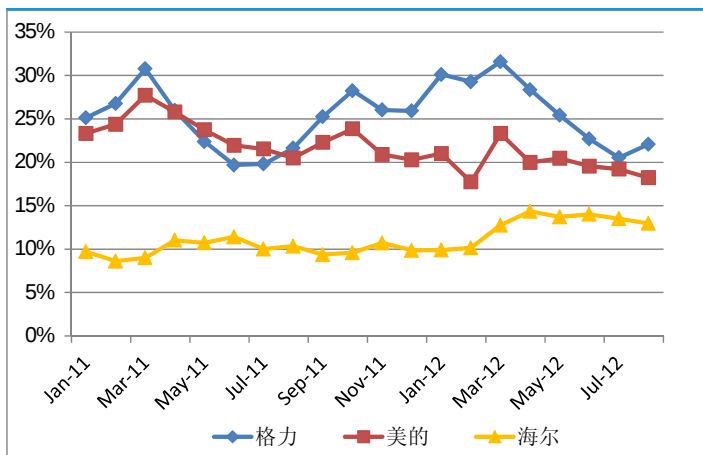


来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：公司单季净利润及 YoY

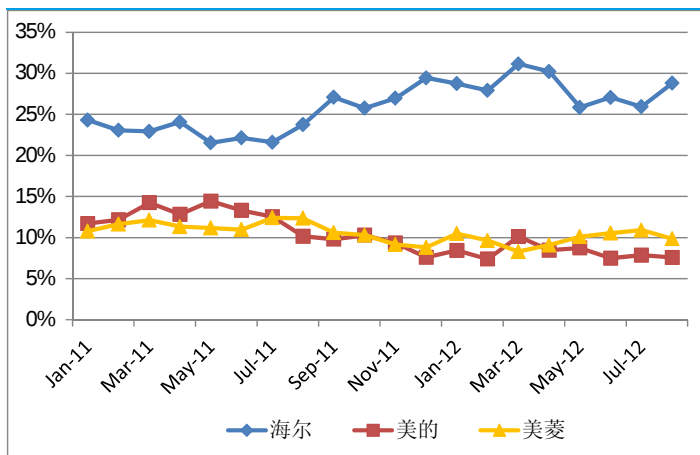


图表3：单月空调零售量品牌市场份额

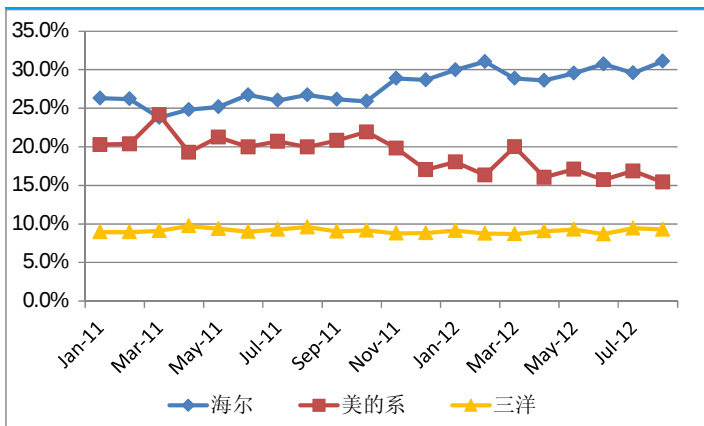


来源：中怡康，国金证券研究所

图表4：单月冰箱零售量品牌市场份额

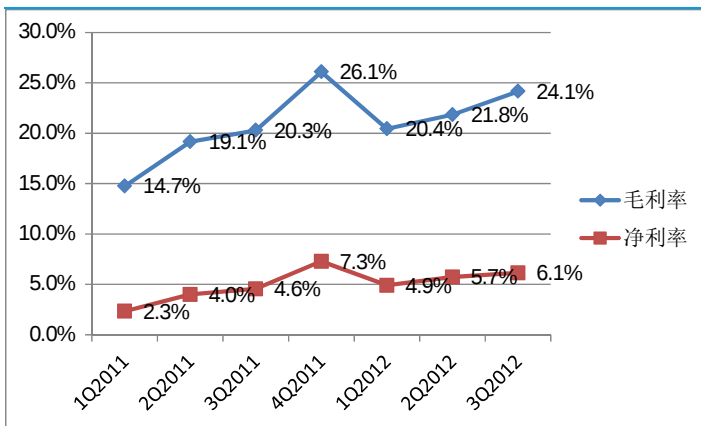


图表5：单月洗衣机零售量品牌市场份额

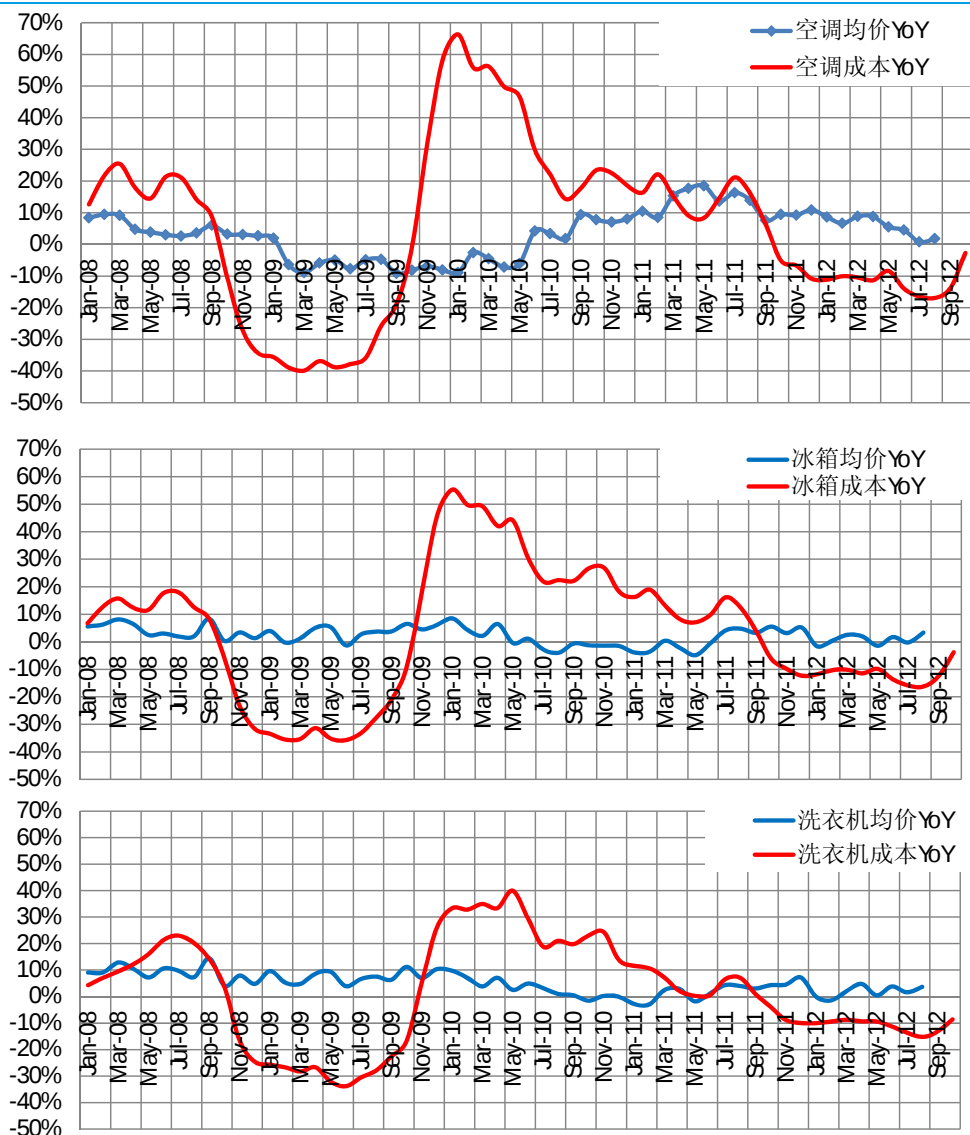


来源：中怡康，国金证券研究所

图表6：公司毛利率及净利率



图表7：第三季度原材料成本同比降幅约15%



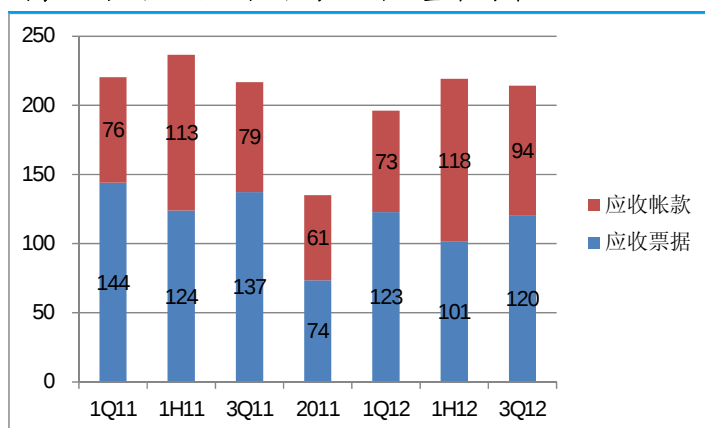
来源：国金证券研究所

图表8：利润表分拆及点评

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12 同比	1-3Q12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	62037	19841	81878	38990	14843	53833	-25.2%	-34.3%	降幅逐季收窄，3Q11基数较低
	收入YoY		9.4%	43.2%	-37.2%	-25.2%	-34.3%			
利润表结构百分比	毛利率	17.0%	20.3%	17.8%	21.2%	24.1%	22.0%	3.9	4.2	原材料成本下降，同时产品结构提升
	-销售费用率	9.0%	10.3%	9.3%	8.5%	11.5%	9.4%	1.2	0.1	规模变小，但费用有效控制
	毛利率-费用率	8.0%	10.0%	8.5%	12.6%	12.6%	12.6%	2.6	4.1	
	-管理费用率	2.4%	3.6%	2.7%	4.0%	5.0%	4.2%	1.4	1.6	规模变小，但费用有效控制
	-财务费用率	0.7%	1.6%	0.9%	0.5%	0.3%	0.4%	-1.3	-0.5	减少票据贴现
	-资产减值损失	0.5%	-0.7%	0.2%	0.7%	-0.8%	0.3%	-0.1	0.0	
	公允价值变动收益	0.0%	0.4%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.7	-0.4	
	+投资收益	0.3%	0.8%	0.0%	0.5%	0.7%	0.0%	-0.2	0.0	
	+营业外收支	0.6%	0.7%	0.6%	0.2%	1.5%	0.6%	0.8	-0.1	节能补贴收入减少
	=利润总额	5.1%	6.8%	5.5%	7.5%	9.4%	8.1%	2.6	2.6	
	-所得税费用	1.0%	1.3%	1.1%	1.4%	1.9%	8.0%	0.6	6.9	
	-少数股东损益	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0	0.0	
单季净利润及增速	归属于母公司所有者净利润率	3.2%	4.6%	3.5%	5.4%	6.1%	5.6%	1.6	2.1	贡献主要来自毛利率提升和减少票据贴现
	净利润(百万元)	1975.3	904.6	2880.0	2088.6	912	3000	0.8%	4.2%	
净利润YoY			-3%	6%	5.7%	1%	4%			

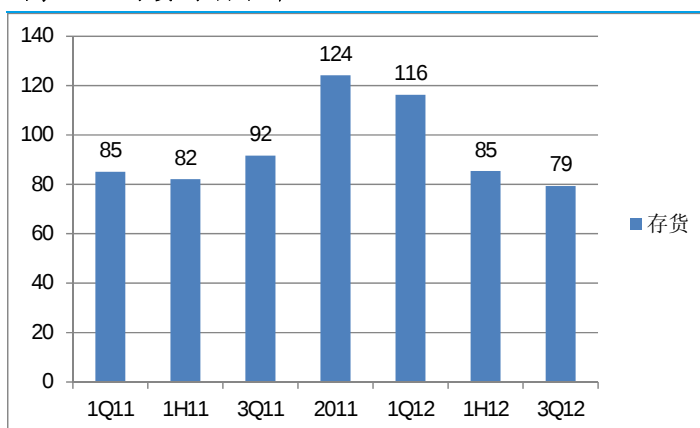
来源：公司财报，国金证券研究所

图表9：应收账款及应收票据同比基本持平(亿元)



来源：公司财报，国金证券研究所

图表10：存货持续下降(亿元)



图表11：三张报表及摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	47,278	74,559	93,108	67,879	78,737	90,923
增长率		57.7%	24.9%	-27.1%	16.0%	15.5%
主营业务成本	-36,975	-62,114	-75,619	-52,968	-61,950	-71,832
% 销售收入	78.2%	83.3%	81.2%	78.0%	78.7%	79.0%
毛利	10,303	12,445	17,489	14,911	16,787	19,092
% 销售收入	21.8%	16.7%	18.8%	22.0%	21.3%	21.0%
营业税金及附加	-61	-86	-352	-272	-315	-364
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-5,731	-6,943	-8,591	-6,408	-7,401	-8,456
% 销售收入	12.1%	9.3%	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%
管理费用	-1,660	-2,663	-3,191	-3,055	-3,173	-3,273
% 销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	4.5%	4.0%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	2,852	2,752	5,355	5,177	5,898	6,999
% 销售收入	6.0%	3.7%	5.8%	7.6%	7.5%	7.7%
财务费用	-222	-464	-1,051	-272	-244	-281
% 销售收入	0.5%	0.6%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-169	16	-42	-69	-10	1
公允价值变动收益	27	118	39	-100	30	30
投资收益	32	134	722	400	450	540
% 税前利润	1.2%	2.7%	13.0%	7.3%	7.0%	7.1%
营业利润	2,520	2,557	5,023	5,137	6,124	7,289
营业利润率	5.3%	3.4%	5.4%	7.6%	7.8%	8.0%
营业外收支	233	2,406	538	350	350	350
税前利润	2,753	4,963	5,561	5,487	6,474	7,639
利润率	5.8%	6.7%	6.0%	8.1%	8.2%	8.4%
所得税	-239	-920	-1,020	-988	-1,165	-1,375
所得税率	8.7%	18.5%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	2,514	4,043	4,541	4,499	5,308	6,264
少数股东损益	622	916	842	600	690	794
归属于母公司的净利润	1,892	3,127	3,699	3,899	4,618	5,470
净利率	4.0%	4.2%	4.0%	5.7%	5.9%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,514	4,043	4,541	4,499	5,308	6,264
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,016	929	1,468	-3,101	1,578	1,565
非经营收益	-335	-225	-285	-1,403	-861	-951
营运资金变动	-1,139	696	-2,739	2,825	159	-83
经营活动现金净流	2,055	5,443	2,984	2,820	6,185	6,796
资本开支	-964	-3,905	-3,801	-865	-302	-230
投资	-196	-415	-1,312	99	-50	-50
其他	47	108	398	300	480	570
投资活动现金净流	-1,113	-4,212	-4,715	-466	128	290
股权募资	3,267	52	4,304	0	0	0
债权募资	-1,821	583	3,135	-3,253	-9	0
其他	-703	-450	-919	-180	-1,239	-1,455
筹资活动现金净流	744	185	6,520	-3,432	-1,248	-1,455
现金净流量	1,686	1,415	4,790	-1,078	5,065	5,631

来源：公司财报，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,855	5,803	11,078	10,000	15,065	20,696
应收款项	10,474	8,781	13,675	11,385	12,205	12,939
存货	5,828	10,436	12,363	7,958	8,461	9,810
其他流动资产	975	2,997	2,868	2,172	2,441	2,738
流动资产	21,132	28,017	39,985	31,515	38,173	46,183
% 总资产	67.4%	67.5%	67.1%	55.9%	61.3%	66.5%
长期投资	375	782	1,523	1,523	1,573	1,623
固定资产	6,181	8,606	12,788	17,208	16,332	15,350
% 总资产	19.7%	20.7%	21.5%	30.5%	26.2%	22.1%
无形资产	2,852	3,301	4,623	4,589	4,547	4,543
非流动资产	10,198	13,513	19,566	24,820	24,053	23,217
% 总资产	32.6%	32.5%	32.9%	44.1%	38.7%	33.5%
资产总计	31,330	41,530	59,550	56,334	62,226	69,399
短期借款	540	729	3,214	9	0	0
应付款项	13,533	18,853	24,145	18,678	19,333	20,509
其他流动负债	4,798	5,625	5,573	7,805	9,129	10,503
流动负债	18,871	25,207	32,932	26,493	28,461	31,012
长期贷款	0	394	1,381	1,381	1,381	1,381
其他长期负债	59	71	78	0	0	0
负债	18,930	25,671	34,392	27,874	29,843	32,394
普通股股东权益	9,451	12,336	19,998	22,700	25,933	29,762
少数股东权益	3,277	4,046	5,160	5,760	6,450	7,244
负债股东权益合计	31,658	41,530	59,550	56,334	62,226	69,399

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.909	1.002	1.093	1.152	1.365	1.616
每股净资产	4.544	3.954	5.909	6.707	7.663	8.794
每股经营现金净流	0.989	1.745	0.874	0.833	1.828	2.008
每股股利	0.100	0.100	0.450	0.346	0.409	0.485
回报率						
净资产收益率	20.02%	25.35%	18.50%	17.18%	17.81%	18.38%
总资产收益率	5.98%	7.44%	6.21%	6.92%	7.42%	7.88%
投入资本收益率	19.55%	12.76%	14.68%	14.22%	14.32%	14.95%
增长率						
主营业务收入增长率	4.34%	57.70%	24.88%	-27.10%	16.00%	15.48%
EBIT增长率	23.92%	-3.48%	94.58%	-3.33%	13.92%	18.67%
净利润增长率	83.14%	65.29%	18.28%	5.41%	18.45%	18.44%
总资产增长率	35.38%	32.84%	41.60%	-5.40%	10.46%	11.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.3	24.2	21.2	40.0	35.0	30.0
存货周转天数	54.4	48.1	55.2	55.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	75.4	59.5	56.3	75.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	44.1	37.6	42.1	83.7	67.8	55.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.26%	-29.49%	-26.49%	-30.54%	-42.51%	-52.41%
EBIT利息保障倍数	12.8	5.9	5.1	19.1	24.1	24.9
资产负债率	59.80%	61.04%	57.75%	49.48%	47.96%	46.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	10	15
增持	0	0	13	20	24
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.77	1.71

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 2011-10-25	增持	12.85	16.20 ~ 20.40
2 2011-12-05	增持	11.61	16.20 ~ 20.40
3 2011-12-30	增持	11.78	15.42 ~ 16.95
4 2012-01-09	增持	12.38	15.42 ~ 16.95
5 2012-03-12	增持	13.20	17.54 ~ 20.23
6 2012-04-23	增持	12.91	N/A
7 2012-07-10	增持	9.98	14.90 ~ 16.10
8 2012-08-27	买入	9.18	11.89 ~ 12.62

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B