



业绩符合预期，战略调整效果显现

——美的电器（000527）中报点评

分析师

朱政 021-61680362

执业证书编号 S1070512060002

投资评级：推荐（维持）

市场数据

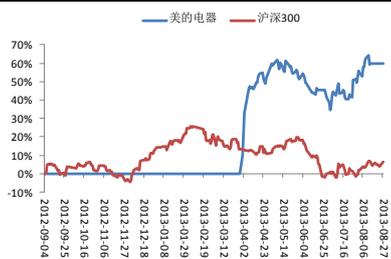
目前股价（元）	14.02
总市值（亿元）	474.23
流通市值（亿元）	474.23
总股本（亿股）	30.1
流通股本（亿股）	29.9
12个月最高/最低	28.99/14.66

注：上述数据为美的电器数据

公司盈利预测

	2013E	2014E	2015E
收入（百万元）	119,777	135,750	151,587
(+/-%)	16.7%	13.3%	11.7%
净利（百万元）	7,297	8,729	10,344
(+/-%)	37.5%	19.6%	18.5%
摊薄EPS	4.26	5.10	6.04
PE	9.2	7.7	6.5

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

结论：

公司发布 2013 年中报，营业收入 463 亿，同比增长 19%，归母净利润为 26 亿，同比增长 25%，每股收益 0.77 元，业绩符合预期。我们预计换股完成后美的集团 2013~2015 年每股收益分别为 4.26 元、5.10 元、6.04 元，以美的集团和美的电器 0.3447:1 的换股比例换算后，对应前日收盘价 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。公司看点有两个：（1）集团整体上市后，公司全产业链、全产品线的协同优势将会逐步发挥；（2）公司主动推动自身战略转型，从成本优势向效率优势、产品优势转变。目前看，公司战略调整的效果良好，我们维持公司“推荐”评级。

要点：

- **收入恢复性增长。**公司上半年收入同比增长了 19%，二季度增速为 15%，相比一季度略有放缓，与行业整体情况相符。其中，内销收入同比增长 28%，出口收入同比增长 6%，内销收入的高增长主要来源于渠道大幅去库存后的恢复性增长。分品类看，空调同比增长 14%，冰箱同比增长 45%，洗衣机同比增长 31%，冰洗前期去库存的力度相比空调大，因此弹性也相应更大。
- **盈利能力稳中有升。**公司上半年毛利率为 22.5%，同比上升 1.3 个百分点，归属于母公司净利润率 5.6%，同比上升 0.3 个百分点。分业务看，空调毛利率 23.4%，同比上升 1.3 个百分点，洗衣机毛利率 26.6%，同比上升 5.1 个百分点，冰箱毛利率 18.3%，同比上升 2.7 个百分点。战略调整的效果还是比较明显的，调结构带来了毛利率的显著提升。费用方面，公司上半年销售费用率为 9.6%，上升 1 个百分点，因销售投入增加所致，管理费用率 4.4%，上升 0.5 个百分点，因研发投入增加所致，财务费用率 0.8%，上升 0.3 个百分点，因汇兑损失增加所致。
- **资产负债表稳健，现金流较好。**二季度末，公司应收为 179 亿，较去年同期下降了 33 亿，表现优异。二季度末，公司存货为 67 亿，较去年同期下降了 17 亿，库存控制良好。二季度末，公司其他流动负债为 93 亿，较去年同期增加了 26%，预提充分。公司上半年经营现金流净额为 46 亿，去年同期只有 5 亿，现金流改善明显。
- **风险提示：**系统性风险。

利润表 (百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	134,046	102,598	119,777	135,750	151,587
营业成本	108,419	79,449	91,976	103,830	115,741
销售管理费用	10,921	9,390	11,019	12,353	13,643
折旧与摊销	5,907	5,926	5,390	5,973	6,518
财务费用	1,449	807	682	748	425
投资净收益	792	535	350	368	386
营业利润	7,464	7,005	10,416	12,454	14,801
营业外收支	755	705	143	176	166
利润总额	8,219	7,710	10,558	12,630	14,967
所得税	1,578	1,569	2,112	2,526	2,993
少数股东损益	3,192	836	1,150	1,375	1,630
归属于母公司净利润	3,449	5,305	7,297	8,729	10,344

资产负债表	(百万)				
流动资产	60,047	55,562	63,075	71,547	81,166
货币资金	12,746	13,436	11,978	13,575	16,346
应收账款	9,903	9,865	11,516	13,052	14,575
应收票据	10,266	12,386	14,460	16,389	18,301
存货	16,343	13,350	15,455	17,447	19,448
非流动资产	30,299	32,174	34,985	37,536	39,843
固定资产	17,490	20,253	23,009	25,532	27,817
资产总计	90,345	87,737	98,061	109,083	121,010
流动负债	52,269	50,810	53,748	54,613	54,506
短期借款	5,869	5,082	9,524	5,220	-
应付款项	28,343	25,017	28,132	31,757	35,400
非流动负债	7,930	3,761	2,600	2,590	2,579
长期借款	3,313	2,388	2,388	2,388	2,388
负债合计	60,200	54,571	56,348	57,203	57,085
股东权益	30,146	33,165	41,612	51,717	63,690
股本	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
留存收益	11,714	13,594	20,891	29,620	39,964
少数股东权益	17,651	18,852	20,002	21,377	23,007
负债和权益总计	90,345	87,737	97,961	108,919	120,775

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	4,106	8,090	2,593	9,346	11,096
其中营运资本减少	1,810	(4,496)	8,248	3,303	3,318
投资活动现金流	(8,930)	(3,997)	(2,705)	(2,686)	(2,670)
其中资本支出	-	2,819	3,101	3,101	3,101
融资活动现金流	10,259	(4,900)	(1,346)	(5,062)	(5,655)
净现金总变化	5,435	(810)	(1,458)	1,597	2,771

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长	29.1%	-23.5%	16.7%	13.3%	11.7%
营业成本增长	27.3%	-26.7%	15.8%	12.9%	11.5%
营业利润增长	35.5%	-6.1%	48.7%	19.6%	18.8%
利润总额增长	4.8%	-6.2%	37.0%	19.6%	18.5%
净利润增长	-6.9%	53.8%	37.5%	19.6%	18.5%
盈利能力					
毛利率	19.1%	22.6%	23.2%	23.5%	23.6%
销售净利率	5.0%	6.0%	7.1%	7.4%	7.9%
ROE	27.6%	37.1%	33.8%	28.8%	25.4%
ROIC	15.0%	14.2%	16.6%	17.8%	18.8%
营运效率					
销售管理费用/营业收入	8.1%	9.2%	9.2%	9.1%	9.0%
租赁费用/营业收入	4.4%	5.8%	4.5%	4.4%	4.3%
财务费用/营业收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.6%	0.3%
投资收益/营业利润	10.6%	7.6%	3.4%	3.0%	2.6%
所得税/利润总额	19.2%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
应收账款周转率	15.9	10.4	11.2	11.1	11.0
存货周转率	6.0	5.4	6.4	6.3	6.3
流动资产周转率	6.4	4.7	5.4	5.3	5.3
总资产周转率	1.7	1.2	1.3	1.3	1.3
偿债能力					
资产负债率	66.6%	62.2%	57.5%	52.5%	47.3%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
每股指标 (元)					
EPS	3.45	5.31	4.26	5.10	6.04
每股净资产	30.1	33.2	41.6	51.7	63.7
每股经营现金流	4.1	8.1	2.6	9.3	11.1
每股经营现金/EPS	1.2	1.5	0.6	1.8	1.8

估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
PE	11.3	7.4	9.2	7.7	6.5
PEG	-1.6	0.1	0.2	0.4	0.4
PB	3.1	2.7	1.8	1.3	1.0
EV/EBITDA	8.6	11.7	8.1	6.6	5.4
EV/SALES	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/IC	2.0	2.1	1.7	1.5	1.3
ROIC/WACC	1.3	1.2	1.4	1.5	1.6
REP	1.34	0.87	0.63	0.53	0.45

研究员介绍及承诺:

朱 政: 经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 现任家电行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiewy@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>