

各项费用拖累业绩低于预期

年报业绩：

- ❖ 2008 年，公司实现营业收入 453 亿元，同比增长 28.77%；实现归属于母公司股东的净利润 10.33 亿元，同比下降 14.78%，相当于基本每股收益 0.55 元，大幅低于市场预期。

研究结论：

- ❖ 2008 年开始并表的冰箱和洗衣机业务销售收入同比增速分别达到 105% 和 137%，是公司收入增长的一大亮点，也符合美的电器通过收购和扩产做大做全白电的战略。但公司销售收入快速增长的主要动力仍然来自空调业务，全年空调占主营收入比重仍然高达 67%，空调业务在行业景气下滑的背景下，仍然保持 26% 的收入增速，充分体现了公司强大的市场控制力。
- ❖ 四季度毛利率为 18.6%，比 07 年同期下滑 0.6 个百分点，也比 08 年全年的 19.2% 低 0.6 个百分点。四季度毛利率下滑的原因可能是因为该季度冰箱和洗衣机价格下滑明显（15% 左右），空调价格较为坚挺，也有一定折扣，这部分产品的成本较高，所用的原材料在高点买入。
- ❖ 营业费用和管理费用四季度同比增长 44.28% 和 68.62%，致使全年营业费用率和管理费用率分别比上年提高 0.37 和 0.66 个百分点，合计影响净利润率约 1 个百分点。营业费用的提高可能和公司加大变频空调推广投入及推广美的品牌冰箱和洗衣机有关，管理费用率的提高则来自于公司持续进行并购活动，带来管理难度和管理成本的上升。
- ❖ 财务费用增加近一倍，主要来自于全年短期借款的大幅增加（从年初的 11.7 亿元增加一倍多到 23.6 亿元），利息支出从 1 亿元左右猛增到近 3 亿元，财务费用的增加大部分来源于此。公司短期借款的大幅增加，在一定程度上反映出公司在大规模投资时遭遇金融危机，财务上出现一定压力。
- ❖ 公允价值变动减少利润约 7000 万元，其中包括远期外汇市场和铜套保的亏损。2007 年三季度完成转让易方达基金股权，四季度投资收益很少（415 万元），不影响 2008 年投资收益的同比增速。但该事项使 07 年全年投资收益高达 1.8 亿元，到 08 年只有 0.39 亿元，影响利润达到 1.4 亿元（约相当于 07 年利润总额的 8%）。
- ❖ 影响 08 年业绩的非经常性因素充分暴露后，2009 年公司将轻装上阵，有望获得较快的增长。我们调整美的电器 08、09 和 10 年的每股收益分别为 0.55、0.78 和 0.96 元，对应目前股价的估值水平分别为 19.17、13.40 和 10.94 倍。维持对公司“增持”的投资评级，6 个月目标价为 11.70 元，相当于 09 年每股收益 15 倍的估值水平。



东方证券
ORIENT SECURITIES

廖欣宇

家电行业分析师

8621-63325888*6090

liaoxy@orientsec.com.cn

张小嘎

家电、传媒行业资深分析师

8621-63325888*6091

zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（2009 年 3 月 9 日） 10.48 元

6 个月目标价 11.70 元

总股本/A 股（万股） 189107/189107

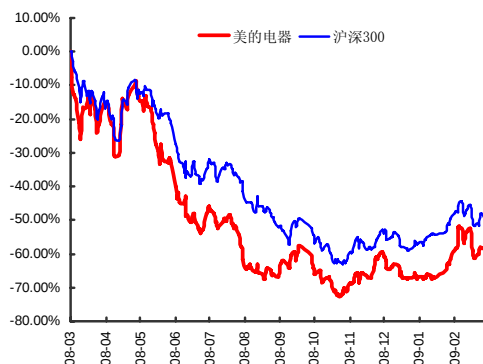
A 股市值（百万元） 19818

国家/地区 中国

行业 家电

报告日期 2009 年 3 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.85	6.18	-58.49
相对表现 (%)	6.20	-2.05	-8.17

资料来源：WIND

财务预测

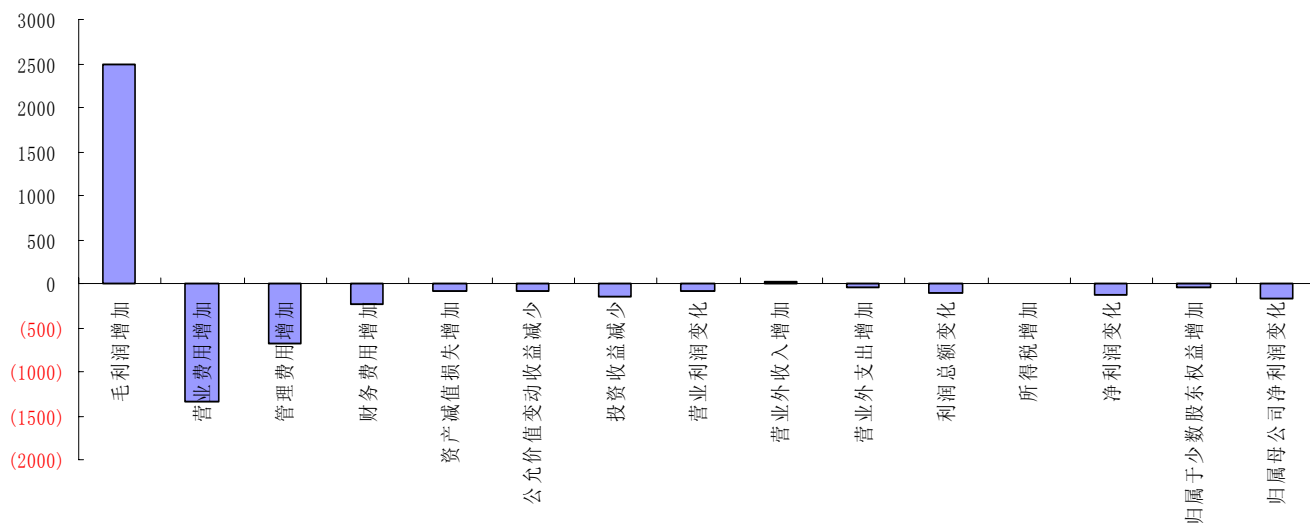
	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	33297	45313	47539	58183
同比(%)	57%	36%	5%	22%
净利润	1193	1034	1479	1811
同比(%)	123%	-13%	43%	22%
毛利率(%)	18.6%	19.2%	19.3%	19.3%
ROE(%)	26.6%	20.7%	24.2%	24.6%
每股收益	0.95	0.55	0.78	0.96

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

- ❖ 美的电器 2008 年归属于母公司的净利润比 2007 年下滑了 14.78%，约减少 1.6 亿元，其中营业费用增加约 13.5 亿元，管理费用增加 6.8 亿元，是最主要的两个因素。导致营业利润较少了 0.87 亿元，利润总额减少 1.13 亿元，净利润减少 1.23 亿元。

美的电器 2008 年净利润变化影响因素图


资料来源：公司公告，东方证券研究所

- ❖ 结合之前公布的季报，美的电器四季度单季度约实现销售收入 79.7 亿元，同比增速仍然达到 24.94%。但在毛利率出现下滑、三大期间费用均大幅增长、原材料价格快速下滑带来资产减值及公允价值变动收益为负等诸多不利因素的拖累下，单季度营业利润跌为-2.5 亿元，净利润-2.06 亿元，归属于母公司净利润-2.01 亿元，创下公司公布季度业绩（2002 年一季度）以来的首次季度亏损。

美的电器最近两年单季度利润表

会计期	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	7,063.68	11,987.10	7,865.36	6,380.42	12,334.34	15,145.74	9,257.81	7,971.46
营业成本	5,754.04	9,763.41	6,425.08	5,153.95	10,021.73	12,125.58	7,507.60	6,489.54
营业税金及附加	4.96	8.41	8.5	4.29	5.41	11.33	11.8	11.78
营业费用	665.22	1,098.09	850.38	652.14	1,231.84	1,469.55	909.57	940.91
管理费用	215.54	232.77	261.71	338.89	352.95	356.44	411.29	571.44
财务费用	25.04	82.08	57.11	88.31	111.5	134.41	74.68	135.41
资产减值损失	111.65	38.03	-71.86	-53.36	120.61	9.79	-90.7	65.33
公允价值变动收益	0.53	3.2	40.99	8.76	-11.98			-22.13
投资净收益	37.42	50.89	87.65	4.15	0.32	14.89	7.87	16.13
营业利润	325.18	818.39	463.07	209.11	478.64	1,065.51	441.45	-249.96
营业外收入	5.55	16.66	18.88	62.46	6.26	18.59	33.15	54.69
营业外支出	4.82	4.84	9.91	29.96	20.15	27.44	12.4	23.44

利润总额	325.91	830.21	472.04	241.6	464.75	1,056.67	462.2	-217.71
所得税	27.47	103.47	103.04	-38.6	54.04	84.29	72.22	-11.57
净利润	298.44	726.74	369	280.19	410.71	972.37	389.98	-206.14
少数股东损益	103.41	211.29	83.48	82.73	137.13	258.48	127.51	-3.72
归属母公司净利润	195.03	515.46	285.52	197.47	276.69	713.9	262.47	-201.42

资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：美的电器三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	12465	13786	14312	15012	营业收入	33297	45313	47539	58183
现金	1845	2285	3235	3328	营业成本	27096	36632	38387	46983
应收账款	1486	2936	2090	2556	营业税金及附加	26	41	43	52
其它应收款	164	240	246	313	营业费用	3266	4613	4992	6109
预付账款	759	745	795	1832	管理费用	1049	1726	1664	2036
存货	6810	5138	6408	11320	财务费用	253	481	246	294
非流动资产	4861	9597	10856	11464	资产减值损失	24	109	32	39
长期投资	16	247	253	269	公允价值变动收	53	-22	26	43
固定资产	3226	5024	5313	5608	投资净收益	180	39	46	38
无形资产	673	1195	1199	1232	营业利润	1816	1728	2246	2750
其他	946	3131	4091	4355	营业外收入	104	120	126	154
资产总计	17326	23384	25168	26476	营业外支出	50	91	96	117
流动负债	11666	16015	17390	18837	利润总额	1870	1756	2275	2787
短期借款	802	2360	1835	1754	所得税	195	204	341	418
应付账款	5233	6068	8003	9456	净利润	1674	1552	1934	2369
其他	5631	7587	7552	7627	少数股东损益	481	518	455	557
负债合计	11669	16091	17590	18837	归属母公司净利	1193	1034	1479	1811
少数股东权益	1177	2526	2610	2708	EBITDA	2567	2700	3119	3844
股本	1261	1891	1891	1891	EPS (元)	0.95	0.55	0.78	0.96
资本公积	329	302	329	329	主要财务比率				
留存收益	2895	1959	3893	5107	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
归属母公司股东	4480	4911	6110	7366	营业收入	57.3%	36.1%	4.9%	22.4%
负债和股东权益	17326	23384	25168	26476	营业利润	115.4%	-4.8%	29.9%	22.5%
现金流量表					归属于母公司净	122.6%	-13.4%	43.1%	22.5%
单位:百万元					毛利率	18.6%	19.2%	19.3%	19.3%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	净利率	3.6%	2.3%	3.1%	3.1%
经营活动现金流	1634	3753	3948	3988	ROE	26.6%	20.7%	24.2%	24.6%
净利润	1674	1552	1934	2369	资产负债率	67.3%	69.3%	65.0%	65.2%
折旧摊销	499	490	627	800	净负债比率	6.88%	6.85%	7.04%	7.03%
财务费用	253	481	246	294	流动比率	1.07	1.10	1.12	1.12
投资损失	-180	-39	-46	-38	速动比率	0.48	0.53	0.54	0.52
营运资金变动	-754	-113	153	-511	总资产周转率	2.24	2.32	2.10	2.21
其它	142	1382	1033	1075	应收账款周转率	26	25	22	24
投资活动现金流	-1045	-3851	-1931	-2247	应付账款周转率	5.62	5.56	4.81	5.38
资本支出	1186	2027	1775	2065	每股经营现金流	0.86	1.37	1.56	1.58
长期投资	38	35	3	3	每股净资产	2.37	2.64	3.23	3.90
筹资活动现金流	-209	-264	-576	-648	P/E	11.07	19.17	13.40	10.94
短期借款	265	7162	51	242	P/B	2.29	3.09	2.52	2.09
普通股增加	630	0	0	0	EV/EBITDA	6	6	5	4
现金净增加额	380	164	441	93					

分析师承诺

廖欣宇：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

张小嘎：家电、传媒行业资深分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn