

公司年报点评

家用电器行业

空调、冰箱、洗衣机

美的电器 (000527)

中性

当前价格: 10.48 元

(下调评级)

09 年 3 月 10 日

家电行业首席分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

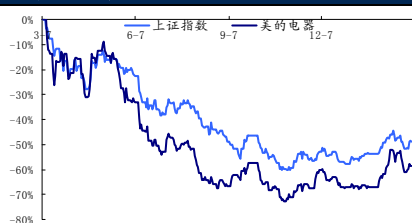
0755-82130833-1854

Email: wangnc@guosen.com.cn

年报业绩回顾

费用四季度激增、业绩大幅低于预期

1 年收益率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3 月 9 日)

上海综合指数	2119
当前价格 (元)	10.48
52 周换手率	194%
52 周价格波动 (元)	6.75—38.82
总股本(百万股)	1891
流通股(百万股)	1373
息率 (%)	1

资料来源: 国信证券经济研究所

● 费用激增导致业绩大幅低于预期

08 年公司收入 453 亿元, 同比增长 29%, 归属母公司净利润 10.33 亿元, 同比下降 15%, 每股收益 0.55 元, 大幅低于预期值 25%。从公司现金流量表现来看, 每股经营现金流量 1.98 元, 同比上升 42%, 流动资产中存货同比下降 14%, 08 年综合毛利率同比上升 0.8 个百分点, 显示经营活动表现正常, 产品盈利能力还略有提升。

业绩大幅低于预期的主要原因是公司在四季度的销售和管理费用激增, 来源于公司预提安装、维修费、广告支出、促销费用的大幅增加, 其中维修费预提年末余额为 6.44 亿元, 同比期初增加 150%。另外在其他流动负债中, 我们也看到有关套期工具的预提为 1.58 亿元, 同比期初上升 732%。四季度费用的快速上升造成公司单季净利润亏损 2.2 亿元, 这是公司 2002 年开始公布季度业绩以来首次出现季度业绩亏损的现象。

● 业绩波动加大, 未来盈利增长不确定性上升

我们在 09 年策略报告中提到: 08 年四季度和 09 年一季度是分辨公司实力差距的最佳时机。从公司的业绩表现来看, 业绩明显波动加大, 虽然有些费用的预提是出于保守经营的考虑, 但也明显体现出公司在行业需求环境不好的情况下, 抵御风险能力低于格力。加上多元化进程有些过快, 带来资金需求上升、管理难度增加。总体而言导致公司未来盈利增长的不确定性上升。

● 09 年一季度收入下降已在预期之中

08 年公司一季度收入增速高达 87%, 达到 123 亿元。对应这样一个基础高点来看, 我们初步预期收入下降约 25%, 归属母公司净利润下降 15%。这是在我们预期之内的, 在 08 年四季度费用预提比较充分的情况下, 09 年 1 季度继续出现费用激增的可能性降低。

● 空调经营成效仍然是 09 年的关键

从分产品的角度来看, 08 年荣事达冰箱和洗衣机都取得了较好的经营成效, 预期控股公司小天鹅在 09 年也会进入改善向上期。但关键 09 年还是取决于家用和商用空调的经营成效。预期 09 年空调收入增长难度较大, 变频空调收入提升会是公司盈利提升的新亮点, 加上公司在 08 年费用支出较为充分的情况下, 有望能够得到空调产品上盈利能力的保持。

● 下调至“中性”评级

公司在行业需求放缓的经营环境下的业绩波动加大, 超出了我们的预期, 09 年下半年可能的增发预期还存在摊薄业绩的预期。我们下调公司评级, 由“谨慎推荐”下调到“中性”。预期 09 和 2010 年每股收益 0.70 元 (下调 10%) 和 0.84 (下调 15%)。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

四季度费用增长大幅超出预期

表1: 公司分季度利润表关键指标增速对比 (百万元、%)

	08 年 1Q	同比增长	08 年 2Q	同比增速	08 年 3Q	同比增速	08 年 4Q	同比增速
营业总收入	12,334	75%	15,146	26%	9,258	18%	8,576	7%
三项费用	1,696	87%	1,960	39%	1,396	19%	1,768	64%
剔除投资收益的 营业利润	490	71%	1,051	37%	434	30%	-274	--
营业利润	479	47%	1,066	30%	441	-5%	-258	--
归属母公司所有 者的净利润	277	42%	714	38%	262	-8%	-220	--

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

09 年四季度公司销售费用上升 54%，管理费用上升 78%，预提维修费、广告支出确认在四季度是导致两项费用快速上升的主要原因。08 年财务费用上升 65%，这主要是公司购买长期资产投资增加现金支出，带来借款上升，导致利息支出同比增加 189%，达到 2.95 亿元，财务费用的增加在预期之内。主要是销售和管理费用上升超出预期。我们在表 2 中可以感受到这一点。

表2: 2008年公司其他负债构成 (百万元)

	年末余额	期初余额
预提费用		
-促销费	123	57
水电费	35	21
销售返利	755	648
安装维修费	644	258
租金	12	6
大修理基金		27
技术提成	149	131
运输费	72	79
其他	87	92
套期工具	158	19
合计	2,034	1,339

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

产品盈利能力保持较好

我们从表 3 可以看到，公司各项产品的收入和毛利率表现还是很不错的，从资产负债表看到的流动资产状况、现金流量表的数据对比来看，公司的经营状况还是比较正常的。我们同时还可以对比表 4 和 5 的数据，可以发现公司主要的控股和参股子公司经营状况保持良好，特别冰箱和洗衣机业务上出现了较大转机。体现公司比较好的整合能力，对于 08 年 4 月份并表的小天鹅，我们预期 09 年也会进入业绩改善阶段，可以参看我们相关的报告。

表3: 分产品收入增速和毛利率历年比较 (百万元、%)

	08 年收入	同比增速	07 年收入同比增速	08 年毛利率	07 年毛利率	06 年毛利率
空调	30,751	22.62%	34%	19.34%	18.98%	16.48%
压缩机	2,349	-12.98%	40%	25.03%	19.89%	16.63%
冰箱	5,014	36.25%	--	21.17%	20.02%	28% *
洗衣机	4,217	136.79%	--	21.29%	19.87%	20% *

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所 *里面取得是 07 年上半年的数据，由于处在业务结构变化较快期，可比性不高，请主要参考 08 年和 07 年的比较数据

表4：2008年公司主要控股子公司、参股公司的经营情况（百万元）

	权益%	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
美的集团武汉制冷设备有限公司	80	1,279.68	209.14	4,871.98	129.02	128.99
广东美的集团芜湖制冷设备有限公司	80	1,756.80	364.11	6,362.67	161.88	129.77
广东美的制冷设备有限公司	80	5,014.44	731.98	26,936.97	250.83	236.07
广东美芝制冷设备有限公司	60	2,486.42	1,057.57	6,480.13	263.9	228.02
广东美芝精密制造有限公司	60	498.35	375.91	2,290.90	182.21	175.96
合肥荣事达洗衣设备制造有限公司	100	1,059.30	186.65	2,193.53	69.64	54.69
合肥荣事达电冰箱有限公司	75	1,257.15	476.57	2,263.84	298.34	321.28
合肥华凌股份有限公司	100	811.5	123.17	1,149.64	-27.17	-17.27
广州华凌空调设备有限公司	100	842.74	194.21	2,675.82	77.87	50.9

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

表5：2007年公司主要控股子公司、参股公司的经营情况（百万元）

	权益	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
美的集团武汉制冷设备有限公司	73	1420.89	124.99	3,651.57	79.47	79.60
广东美的集团芜湖制冷设备有限公司	73	2156.84	344.32	6,647.73	169.21	143.39
广东美的制冷设备有限公司	73	8146.19	797.93	22,225.56	335.9	335.23
广东美的商用空调设备有限公司	73	1806.38	582.47	3,450.05	514.75	469.89
广东美芝制冷设备有限公司	60	2990.29	988.79	5,858.34	216.63	209.53
广东美芝精密制造有限公司	60	753.42	305.57	1,881.04	136.89	134.36
合肥荣事达洗衣设备制造有限公司	50	1253.34	131.97	1,922.80	-83	-53.51
合肥荣事达电冰箱有限公司	50	1028.72	155.29	1,951.02	119.99	129.84
合肥荣事达美的电器营销有限公司	50	647.36	15.06	2,410.24	12.46	9.78

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

表6：公司盈利预测表（百万元）

	2007年	2008年	2009年	2010年
一、营业总收入	33,297	45,313	47,200	56,000
二、营业总成本	31,714	43,603	44,985	53,305
其中：营业成本	27,096	36,632	37,929	45,118
营业税金及附加	26	42	47	57
销售费用	3,266	4,614	4,752	5,513
管理费用	1,049	1,725	1,777	2,043
财务费用	253	481	491	574
资产减值损失	24	109	10	10
投资收益	180	39	20	10
三、营业利润	1,816	1,727	2,215	2,695
加：营业外收入	104	120	50	50
减：营业外支出	50	91	30	30
四、利润总额	1,870	1,756	2,235	2,715
减：所得税费用	195	204	268	434
五、净利润	1,674	1,551	1,967	2,281
归属于母公司所有者的净利润	1,193	1,033	1,315	1,526
少数股东损益	481	518	651	755
每股收益（元）	0.63	0.55	0.70	0.81

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

国信证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。