

美的电器 (000527.sz)

业绩有望前低后高地改善，估值安全而存在空间

周瑾 家庭耐用消费品 研究员

电话: 020-87555888-878

eMail: zj19@gf.com.cn

业绩不佳并可能继续，但定价策略适时可以改变

2009 年 1 季度美的电器公司盈利能力、增长率和资产负债项目表现逊于格力，部分原因是竞争力（包括品牌、渠道、经销模式等），然而竞争战略、运作方向的作用也不可忽视。

美的电器处于双寡头垄断位置，目前零售、出口的出货实际并不弱。但是，在利润和市占率天平中，近期美的侧重后者而与格力明显不同。因而，未来一段时间美的可能继续出货较佳但实际利润率低位。当然，不排除公司适时更变定价策略。

美的电器所处地位有利、业绩改善空间巨大

美的集团 2008 年销售额突破 900 亿元、净利润 26 亿元，2008 年末净资产 111 亿元、员工 8-9 万。美的电器属于美的集团的根基，超过 50% 的股权被何总直接和间接拥有。公司备受集团重视而可适时获得资源支持。

公司内销方面只有 20% 的销售经由国美、苏宁，从而盈利的主动性较大；小家电业务、威灵电机等可以在采购、销售、管理上给予美的电器协同支持；与集团合资新成立财务公司能有效降低公司贷款费用；去年四季度计提的部分费用 2009 年估计能转回；资产计提、折旧、返利相对于净利润比例很大，此类项目改善可显著提升利润。

再融资有望明显改善财务结构

经济危机下融资单靠银行放款，资本市场放闸势在必行。公司再融资需求强，已通过审核并在等候批文。美的电器计划向不特定对象公开发行不超过公司总股本的 10%（即 1.9 亿股），目前股价约 13 元，一旦实施则有望明显改善财务结构。

业绩有望前低后高地改善，估值存在空间

随着经济回暖，全年收益预计前低后高地改善（剔除季节性因素）。结合经济环境、产业结构、公司目标和竞争力等因素，预计 2009 年营业收入 500 亿元，净利率 4.8%（2007 年 1 季度-2008 年 3 季度的季度平均值），则净利润 24 亿元、按历史上的比例分配推算归属于母公司所有者的净利润约为 16.8 亿元、每股收益 0.89 元。类似地，推测公司 2010-2011 年每股收益 0.99 元、1.15 元，给予 2009 年收益 18 倍市盈率，每股合理价值 16.02 元，评级“买入”。

另外，5-6 月份夏季可能释放抑制了一年的空调需求。据行业经验，只要持续数天最低温度超过 28 度，人们就会难以忍耐而迫切购买空调。而且，去年的凉夏是十年一遇的，估计重现可能性小。

风险提示： 大盘大幅向下而再融资被迫延后或夏季整体偏凉。

公司评级

买入

当前价格(元)	14.00
目标价格(元)	16.02
前次评级	持有

股价走势

美的电器(000527)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	25.45%	48.62%	-36.46%
上证综指	7.31%	31.64%	-21.69%

股票数据

总股本(万股)	189,106.9
	9
流通 A 股(万股)	188,926.8
	6

主要股东:

美的集团有限公司

主要股东持股比例	46.74%
流通 A 股比例	99.90%

财务比率

ROE	21.72%
ROA	4.42%
资产负债率	68.81%
每股净资产(元)	2.52

2008 年报数据。

目录索引

一、近期运营存在压力，但未来改善空间巨大	4
（一）历史业绩优良且机制高效	4
（二）近期业绩不佳并可能继续，但竞争策略和运作方向适时可以改变	4
（三）2008 年 4 季度费用偏高	5
（四）未来财务改善空间巨大	6
二、公司各项业务在调整中发展	6
（一）以空调业务孵育冰洗板块	6
（二）空调业务以内补外	6
（三）冰箱业务预计较佳	7
（四）洗衣机业务结束巨亏	7
三、空调需求不利而美的表现优于行业	7
（一）出口降幅在震荡中缩小	8
（二）扩大内销市场占有率、挤占中小企业空间	8
（三）改善对大型零售连锁议价地位、刺激普通经销商积极性	9
四、集团资源深厚，成为有效支撑	9
（一）深厚的集团资源	9
（二）高效的管控模式	9
（三）美的电器所处地位有利	9
五、资金需求意愿强、再融资成功概率大	10
（一）资本市场融资方向确立	10
（二）公司资金需求强烈	10
（三）增发只欠东风，运作经验娴熟	11
六、各方利益协调是公司价值的长期保障	11
（一）大、小股东利益趋近	11
（二）股权激励估计不会止步	11
（三）小家电业务的走向值得期待	11
七、估值安全而存在空间，夏季炎热或成股价催化剂	12
（一）业绩有望前低后高地改善，估值安全而存在空间	12
（二）夏季如果炎热，将进一步促动空调板块	12
八、风险提示	14
背景资料	14
（一）美的电器股权情况	14
（二）美的集团豆浆机内销市占率情况	15
（三）产业在线公布的近期空调内外销的数据	15
（四）全国最低气温实况图	17

(五) 按季度美的电器销售收入	18
-----------------------	----

图表索引

表 1: 近 4 年来美的电器利润表主要科目	4
表 2: 2009 年 1 季度美的电器、格力电器利润表主要科目	4
表 3: 2009 年 1 季度末美的电器、格力电器资产负债表主要科目	5
表 4: 美的电器 2008 年 4 季度利润表环比和同比分析	5
表 5: 2008 年美的电器主营业务分类情况	6
表 6: 2009 年 1-2 月空调主要品牌零售情况	6
表 7: 2009 年 1-2 月冰箱主要品牌零售情况	7
表 8: 2009 年 1-2 月洗衣机主要品牌零售情况	7
表 9: 经调整后的美国电子、电器、家具和家居零售情况	8
表 10: 2008 年 2009 年 2 月美国电子、电器类产品新订单额	8
表 11: 2006-2008 年 9 月美的集团营业收入和毛利润	9
表 12: 募集资金拟投资项目及其资金安排	10
表 13: 2007 年-2008 年 11 月底美的小家电在国内市场的份额	12
表 14: 美的电器前十大流通股东持股情况	14
表 15: 2008 年末美的电器前十大股东	14
表 16: 2008 年 8 月国内豆浆机市场份额及均价	15
表 17: 2007 年 11 月豆浆机市场份额及均价	15
图 1: 2007 年 2009 年 2 月美国电器、消费电子等的库存/零售比	8
图 2: 美的电器大股东股权直接、间接控制情况	10
图 4: 2007 年 4 月 27 日-2007 年 6 月 27 日格力、美的股价与家电板块指数的比较	13
图 5: 2008 年 4 月 27 日-2008 年 6 月 27 日格力、美的股价与家电板块指数的比较	13
图 6: 2007-2009 年 3 月空调行业生产	15
图 7: 2007-2009 年 3 月空调行业出口出货	16
图 8: 2007-2009 年 3 月空调行业内销出货	16
图 9: 2007-2009 年 3 月空调行业存货	17
图 10: 2009 年 4 月 14 日-4 月 26 日全国最低气温实况图	17
图 11: 按季度美的电器销售收入	18
图 12: 按季度美的电器销售收入环比增长率	18

一、近期运营存在压力，但未来改善空间巨大

（一）历史业绩优良且机制高效

美的电器（000527.SZ）主营为生产和销售空调、冰箱、洗衣机和空调压缩机，压缩机、空调的销量在国内分别排名第一、第二；企业前身成立于 1968 年，拥有多年的运营经验；1993 年上市以来连续 17 年盈利，期间营业收入、归属于母公司股东的净利润年增长率 33%、16%；公司产权清晰（51%股权直接和间接地归属于何享健），并拥有优秀、执行力强的经理人团队。

表 1：近 4 年来美的电器利润表主要科目(亿元)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
一、营业总收入	213.14	211.71	332.97	453.13
营业收入	213.14	211.71	332.97	453.13
销售费用	23.72	20.68	32.66	46.14
管理费用	7.88	6.98	10.49	17.25
财务费用	1.32	1.39	2.53	4.81
资产减值损失	-	0.08	0.24	1.09
投资净收益	0.1	0.17	1.8	0.39
二、营业利润	6.98	8.43	18.16	17.27
加：营业外收入	0.25	0.23	1.04	1.2
减：营业外支出	0.25	0.34	0.5	0.91
三、利润总额	6.98	8.32	18.7	17.56
减：所得税	0.61	0.28	1.95	2.04
四、净利润	6.37	8.04	16.74	15.51
减：少数股东损益	2.55	2.68	4.81	5.18
归属于母公司所有者的净利润	3.82	5.36	11.93	10.33

数据来源：公司公告

（二）近期业绩不佳并可能继续，但竞争策略和运作方向适时可以改变

2009 年 1 季度美的电器营业收入、归属母公司股东的净利润分别同比变化-29%、-43%，与格力 1 季度同类项目的-16%、25%形成鲜明对比。另外，美的的流动性也不如格力。两家公司盈利能力、增长率和资产负债项目分化的原因部分是竞争力（包括品牌、渠道、经销模式等），然而竞争战略、运作方向的作用也不可忽视。

美的电器近似处于双寡头垄断位置，目前零售、出口的出货实际并不弱。但是，在利润和市场占有率天平中，当前美的侧重后者而与格力取向明显不同。因而，未来一段时间美的可能继续出货较佳但实际利润率低位。当然，不排除公司适时更变定价策略。

表 2：2009 年 1 季度美的电器、格力电器利润表主要科目（亿元）

	美的电器	格力电器
营业收入	88.24	90.69
销售费用	10.39	11.65
管理费用	3.48	2.34
归属于母公司股东的净利润	1.87	5.54

数据来源：公司公告

表 3：2009 年 1 季度末美的电器、格力电器资产负债表主要科目（亿元）

	美的电器	格力电器
货币资金	25.36	160.15
应收票据	23.38	55.83
应收账款	44.59	16.31
存货	54.63	31.73
固定资产	51.98	43.83
短期借款	21.58	0.49
应付票据	38.47	49.02
应付账款	70.58	95.47
预收款项	15.17	48.75
其他流动负债	26.36	45.47

数据来源：公司公告

（三）2008 年 4 季度费用偏高

2008 年 4 季度毛利率环比、同比均持稳，但亏损两亿元（格力同期赚 7 亿），结合下表可以看出，销售费用、管理费用、资产减值准备大幅变动是主要原因。

表 4：美的电器 2008 年 4 季度利润表环比和同比分析（亿元）

	2007 第四季度	2008 第三季度	2008 第四季度
一、营业总收入	6.38	9.26	7.97
二、营业总成本	6.18	8.82	8.22
营业成本	5.15	7.51	6.49
相比营业收入百分比	80.72%	81.10%	81.43%
销售费用	0.65	0.91	0.94
相比营业收入百分比	10.19%	9.83%	11.79%
管理费用	0.34	0.41	0.57
相比营业收入百分比	5.33%	4.43%	7.15%
财务费用	0.09	0.07	0.14
相比营业收入百分比	1.41%	0.76%	1.76%
资产减值损失	-0.05	-0.09	0.07
相比营业收入百分比	-0.78%	-0.97%	0.88%
三、营业利润	0.21	0.44	-0.25
加：营业外收入	0.06	0.03	0.06
减：营业外支出	0.03	0.01	0.02
四、利润总额	0.24	0.46	-0.22
减：所得税	-0.04	0.07	-0.01

五、净利润	0.28	0.39	-0.21
减：少数股东损益	0.08	0.13	0
归属于母公司所有者的净利润	0.2	0.26	-0.2

数据来源：公司公告

（四）未来改善空间巨大

公司只有 20%的内销经由国美、苏宁，从而盈利的主动性较大；美的电器可以获得小家电业务、威灵电机等在采购、销售、管理上的协同支持；与集团合资新成立财务公司能有效降低公司贷款费用，并享受股权投资收益；去年四季度计提的部分费用 2009 年估计能转回；资产计提、折旧、返利相对于净利润比例很大，此类项目改善则可显著提升利润。

二、公司各项业务在调整中发展

（一）以空调业务孵育冰洗板块

美的电器以空调业务为根基，并通过并购华凌、荣事达、小天鹅大力拓展冰洗业务，期望成为综合性的白电巨头。目前来看，空调业务成长稳健而冰洗成长空间较大。

表 5：2008 年美的电器主营业务分类情况

	营业收入	毛利率	营业收入同比增减	毛利率同比增减
空调	307.51	19.34%	22.62%	0.36%
压缩机	23.49	25.03%	-12.98%	5.14%
冰箱	50.14	21.17%	36.25%	1.15%
洗衣机	42.17	21.29%	136.79%	1.42%

数据来源：公司公告

（二）空调业务以内补外

目前国内市场占有率约 20%，近期执行低价策略抢夺市场而安装量增长约 10%；受欧洲存货调整影响而整体外销低迷，但积极抢单而获得客户转移的订单。

其中，变频空调 2008 年数量约 60 万台、2009 年可能有 150 万台。变频空调处于推广期而营销费用和返利高，使得利润率一般，但是在产业转换时机打开市场品牌。

表 6：2009 年 1-2 月空调主要品牌零售情况

		本年累计(台)	比上年
1	美的	156,666	7.06%
2	格力	170,070	0.04%
3	海尔	74,622	-37.17%
4	志高	38,761	20.30%
5	奥克斯	39,853	-22.43%
6	海信	33,024	-25.24%
7	三菱电机	31,354	-25.16%

8	科龙	29,424	-10.65%
9	松下	25,519	-10.27%
10	惠而浦	16,640	

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）冰箱业务预计较佳

冰箱业务主要为内销，目前美的、华凌品牌拉力仍有待提升。未来将趁家电下乡的机会拓展，预计 2009 年表现相对较好。

表 7：2009 年 1-2 月冰箱主要品牌零售情况

		本年累计(台)	比上年
1	海尔	318,860	-12.66%
2	西门子	165,190	9.97%
3	美菱	119,738	1.61%
4	新飞	114,795	-8.67%
5	容声	105,828	4.61%
6	美的	75,773	20.39%
7	海信	72,959	-12.03%
8	松下	46,602	-8.36%
9	星星	28,308	59.96%
10	LG	39,809	-11.70%

数据来源：广发证券发展研究中心

（四）洗衣机业务结束巨亏

小天鹅正在积极调整机制、人员和文化。不同于其他被并购公司华凌、荣事达等，小天鹅由方洪波亲自力抓，有望在整合后发力。2009 年 1 季度实现收入 9.74 亿元、净利润 0.43 亿元，同比-14.4%、31.5%，从而结束 2008 年 4 季度的巨亏 0.91 亿元。

表 8：2009 年 1-2 月洗衣机主要品牌零售情况

		本年累计(台)	比上年
1	海尔	546,669	-13.37%
2	小天鹅	185,201	-32.15%
3	松下	181,976	-5.75%
4	荣事达	132,485	-32.79%
5	三洋	120,370	73.82%
6	惠而浦	73,596	36.35%
7	西门子	77,530	0.99%
8	LG	66,196	-9.50%
9	三星	38,463	-30.59%
10	TCL	31,533	-57.54%

数据来源：广发证券发展研究中心

三、空调需求不利而美的表现优于行业

（一）出口降幅在震荡中缩小

需求萎缩和库存调整从美洲蔓延到欧洲，整体环境不佳。其中，美国进口已恢复平稳，欧洲进口近期降幅明显。

然而，随着美、欧家电的库存/零售陆续调整到正常水平，空调出口预计能恢复到与零售基本同步变动；近期美国商务部公布的各类家电零售基本下降 5%-10%；截至 2009 年 2 月 28 日的 3 个月里，百思买可比同店销售收入下降 4.9%，而且季度末营运表现优于季度初。

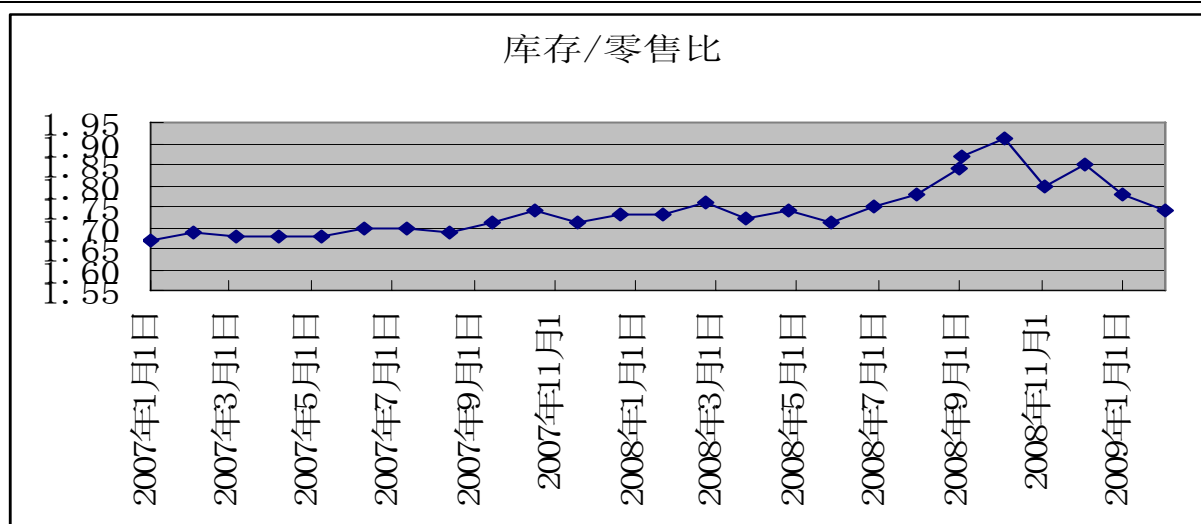
值得注意的，美的积极的抢单行为有利于获得客户的转移订单，抵补行业整体下滑的影响。

表 9：经调整后的美国电子、电器、家具和家居零售情况（百万美元）

	2009 年			2008 年	
	3 月	2 月	1 月	3 月	2 月
电子和电器店	8,535	9,066	9,007	9,427	9,199
其中：电器和消费电子相机店	-	7,279	7,254	7,609	7,375
计算机和软件店	-	1,787	1,753	1,818	1,824

数据来源：美国商务部

图 1：2007 年 1 月-2009 年 2 月美国电器、消费电子等的库存/零售比



数据来源：美国商务部

表 10：2008 年 12 月-2009 年 2 月美国电子、电器类产品新订单额（经季节调整，百万美元）

	2009 年 2 月份环比	2009 年 1 月份环比	2008 年 12 月份环比
计算机及其相关	10.1	-9.9	-5.8
通讯产品及其相关	-5.9	-9.2	-5.1
电器及其相关	1.6	-8.9	6.8

数据来源：美国商务部

（二）扩大内销市场占有率、挤占弱小企业空间

整体空调内销有所下滑，但美的、格力以低价策略或渠道推力提高市场份额，从而近期实现零售约 10% 的增长。这将挤占弱小空调企业的生产空间，甚至迫其彻底退出。

（三）改善对大型零售连锁议价地位、刺激普通经销商积极性

家电零售连锁出现变数，因而美的对国美、苏宁（占公司国内销售的20%）的议价能力明显增强，获得在定价、回款上的更佳条件。另外，公司通过给予下游经销商更多激励以促进销售积极性，目前已拥有专卖店5,000家。

四、集团资源深厚，成为有效支撑

（一）深厚的集团资源

1968年从塑料瓶盖起家，逐渐进入电风扇、空调、微波炉、冰箱、洗衣机、电磁炉、电饭煲、热水器等行业，并在多个领域排名国内前二；2008年销售额突破900亿元、净利润26亿元，2008年末净资产111亿元、员工8-9万人。

表 11：2006-2008年9月美的集团营业收入和毛利润（亿元）

项目		2008 年1~9 月		2007 年		2006 年	
		金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
营业收入	空调	259.46	42.75	244.02	39.46	195.51	55.56
	小家电	208.24	34.31	238.97	38.64	86.2	24.50
	电机及压缩机	82.80	13.64	93.19	15.07	49.2	13.98
	冰箱、洗衣机等	56.44	9.30	42.20	6.82	21.01	5.97
	合计	606.94	100.00	618.38	100.00	351.9	100.00
营业毛利润	空调	46.70	46.20	43.52	48.23	35.25	55.62
	小家电	30.64	30.31	28.03	31.07	16.15	25.48
	电机及压缩机	10.90	10.78	9.11	10.09	6.93	10.93
	冰箱、洗衣机等	12.85	12.71	9.57	10.60	5.06	7.98
	合计	101.09	100.00	90.22	100.00	63.38	100.00

数据来源：广发证券发展研究中心

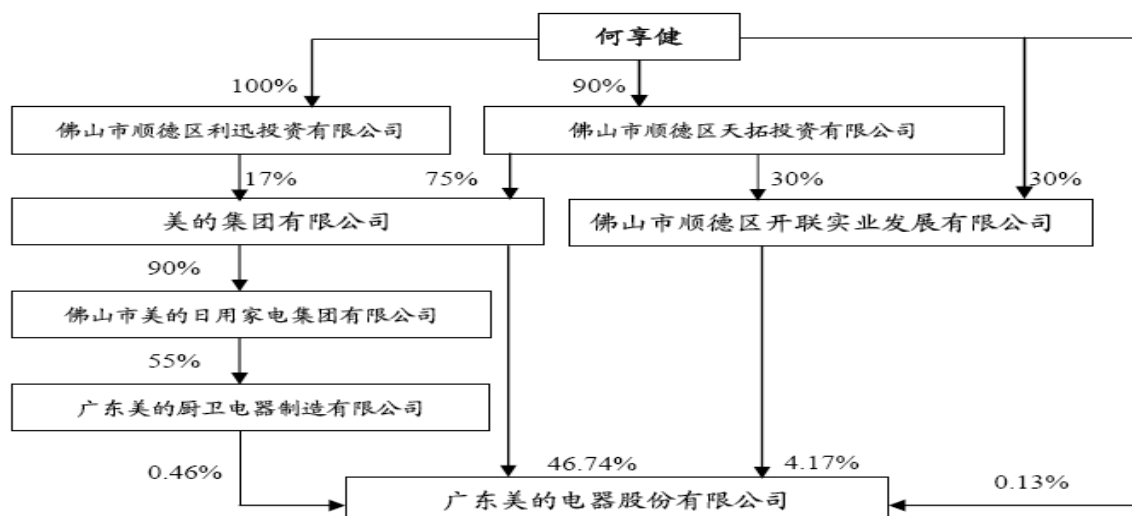
（二）高效的管控模式

美的集团属下4家子集团：制冷集团、日用家电集团、机电设备集团、地产发展集团；各子集团拥有相当独立的人事、营销、投资权力，但资金收支和运营监察上归属美的集团，并受极其严格的业绩考核（包括收入、利润、存货、现金流、质量等）；集团管控强势而基层运营高效，高层俸禄极高但常因未能完成业绩而离开；高效的管控有利于保障集团定下的关键战略目标能够被各子集团的有效执行。

（三）美的电器所处地位有利

属于美的集团的根基，超过50%的股权被何总直接和间接拥有。公司备受集团重视而可适时获得资源支持。

图 2: 美的电器大股东股权直接、间接控制情况



数据来源: 公司公告

五、资金需求意愿强、再融资成功概率大

(一) 资本市场融资方向确立

银行一季度人民币贷款增加4.58万亿元,但资本市场没有造血功能。这不但减少企业融资渠道,而且使银行风险集聚。2009年2月28日温总理再次表态支持资本市场融资,“发展资本市场,逐步提高直接融资的比例,支持经济建设”。

证监会修改《证券发行上市保荐业务管理办法》和《证券发行上市保荐业务管理办法》,2009年4月24日公开征求反馈意见截止。创业板设立和IPO改革进展如火如荼,预计公开增发成行不远。

(二) 公司资金需求强烈

公司已经投入部分募集资金的拟投资项目,而且动用16.85亿元受让小天鹅24.01%的股权,然而再融资进程在2008年被迫暂停;2008年末美的电器资产负债率68.8%而2008年3季度末美的集团资产负债率69%;集团2008年发行两期共28亿的短融券已于2009年2月、4月陆续归还,但即将再次发行短融券。

美的电器计划向不特定对象公开发行不超过公司总股本的10%(即1.9亿股),目前股价约13元,一旦实施则有望明显改善财务结构。

表 12: 募集资金拟投资项目及其资金安排

	项目名称	募集资金拟投入额(万元)	项目投资总额(万元)
1	收购合肥荣事达电冰箱有限公司等三家公司各25%股权项目	14,277.55	14,277.55
2	新建冰箱压缩机项目	30,875.00	49,214.00
3	电冰箱技改扩能项目	33,900.00	45,200.00

4	洗衣机工业园二期项目	54,075.00	72,100.00
5	中央空调技改扩能项目	43,800.00	60,000.00
6	新建家用空调越南基地项目	16,750.00	19,034.00
7	家用空调武汉基地扩能项目	27,046.50	37,050.00
8	家用空调顺德基地扩能项目	44,092.00	60,400.00
9	IT数据中心建设项目	20,800.00	20,800.00
10	中央研究院建设项目	20,000.00	20,000.00
11	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合计		355,616.05	448,075.55

数据来源：公司公告

（三）增发只欠东风，运作经验娴熟

公司再融资项目在2008年7月由发审会审核通过，但未拿到批文（法规上对此类再融资并无时间限制）；2009年2月董事会提请股东大会延长再融资有效期，期限延长至2010年3月10日止；虽然获得批文后可在半年内的任何时间内增发，然而公司资金缺乏和资本市场氛围不确定，预计美的电器获得批文后会尽快实施；公司和集团熟悉相关运作，美的集团曾收购过港股的国企华凌、A股的国企小天鹅、国企荣事达，并收购了万家乐在东芝万家乐的股权，目前拥有3家上市公司（美的电器、小天鹅、威灵控股）。

六、各方利益协调是公司价值的长期保障

（一）大、小股东利益趋近

从公司2005年剥离小家电业务、2006年集团增持股票和意图引进高盛入股、2007年转让易方达股权等事件看，公司是注重资产整合的组织。2006年5月20日公告集团股权从原先的22%增持至50%以上，大、小股东利益趋近。

（二）股权激励估计不会止步

2008年中期，公司高管的股权激励因与再融资的时间间隔存在冲突而暂时放弃。我们认为，美的电器实施股权激励的根源是实际控制人何总提出“企业不光要讲效益、讲现金流，更重要的是看企业的市值，进行市值管理”，而且定下2010年销售收入、市值的“双1000亿”目标。

股权激励不但有利于高管完成经营目标，而且能够注重资产定价。在此大战略背景下，高管的股权激励应该不会止步，而可能在再融资完成后提上日程（根据法规，再融资后再做股权激励并不受限制），最终实现多方共赢；值得注意的，目前美的集团年约900亿元而已接近营业额目标，但属下三家上市公司的市值只有300亿元而相距甚远。

（三）小家电业务的走向值得期待

市场相当关注小家电资产走向。小家电业务的市场占有率普遍较高，原因是规模生产而成本低、品牌深入人心而溢价高、渠道网络发展多年而

纵深开阔。该类业务规模大，收入约 250 亿元，为苏泊尔、九阳的 7 倍左右。目前利润水平较佳，受到高管层的充分肯定。

集团提出推进各类资产上市，形成 3-5 家上市公司。可以看出，集团有着强烈的资产证券化偏好，因为这有利于市场融资、良好的估值和流通。另外，竞争对手苏泊尔、九阳均已上市，估计进一步刺激美的小家电重新上市。

表 13: 2007 年-2008 年 11 月底美的小家电在国内市场的份额

公司名称	2008 年 11 月市场份额	2007 年 11 月市场份额
电磁炉	33.52%	35.63%
吸尘器	23.16%	17.41%
净水系列	43.01%	42.39%
电饭煲	38.19%	35.06%
微波炉	35.12%	42.71%
吸油烟机	6.28%	4.30%
储水式热水器	9.87%	5.72%
电压力锅	44.09%	44.25%

数据来源：广发证券发展研究中心

七、估值安全而存在空间，夏季炎热或成股价催化剂

（一）业绩有望前低后高地改善，估值安全而存在空间

随着经济环境回暖，全年收益预计前低后高地改善（剔除季节性因素）。

结合经济环境、产业结构、企业竞争力和运营目标等，预计 2009 年销售收入 500 亿元，净利润率 4.8%（2007 年 1 季度-2008 年 3 季度的季度平均值），则净利润 24 亿元、按历史上的比例分配推算归属于母公司所有者的净利润约为 16.8 亿元、每股收益 0.89 元。类似地，推测公司 2010-2011 年每股收益 0.99 元、1.15 元。给予 2009 年收益 18 倍市盈率，每股合理价值 16.02 元，评级“买入”。

（二）夏季如果炎热，将进一步促动空调板块

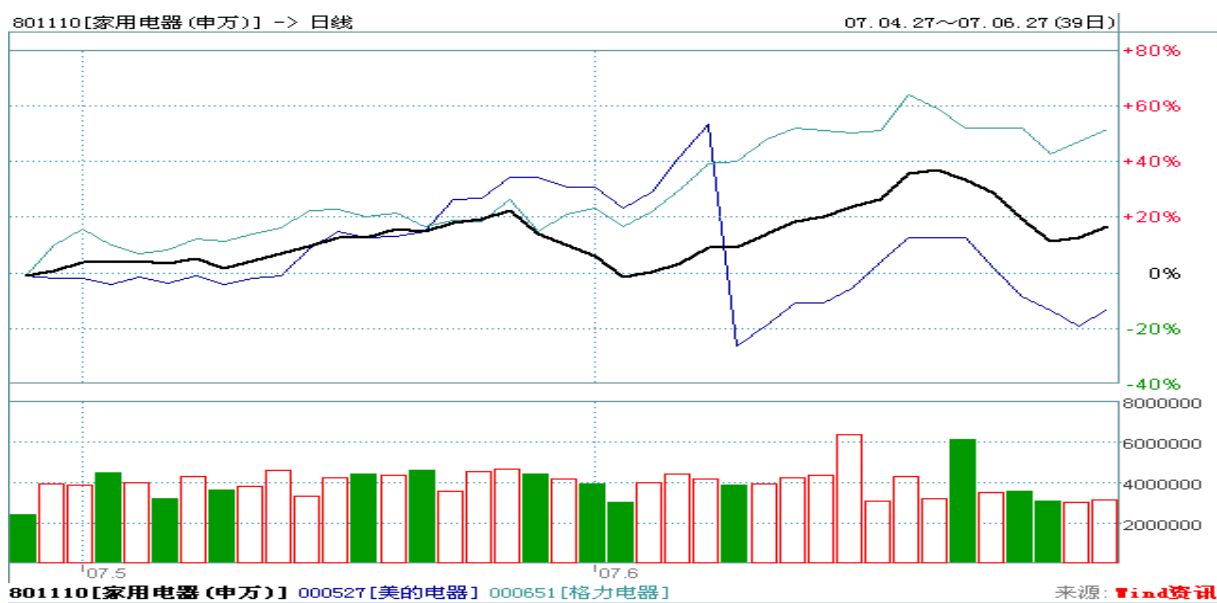
据行业经验，只要持续数天最低温度超过 28 度，人们就会难以忍耐而迫切购买空调；2008 年 12 月至 2009 年 2 月全国平均气温为 1951 以来历史同期第三高。另外，2009 年 3 月全国平均气温为 4.4℃，较常年同期偏高 1.4℃；一旦 5-6 月份夏季炎热，将释放抑制了 1 年的空调需求，从而可能重演近期液晶面板（因价格下跌）和房地产（因刚性需求和消费者担心重新上涨）的热销行情；特别的，2008 年凉夏的程度是 10 年一次的，估计重现可能性小。

然而，实业界谨慎对待气候前景。即使当前零售实现同比增长，美的电器严格控制而 2009 年产业链库存同比仍有所下降。因而，如果气候炎

热而空调零售热销，空调企业出货量（公司确认收入的依据）将加倍提升。

2007、2008 年格力、美的股票走势与当年气候密切相关，2007 年全国普遍炎热夏天而期间格力、美的走势（剔去送股分红影响）均超过家电板块 40%，2008 年全国普遍凉夏而期间格力、美的的走势（剔去送股分红的影响）只与家电板块相当；鉴于当前实业界和资本市场均对热夏并无预期，一旦空调销售形势超乎意料企业业绩和股票价格可能均表现倍增。

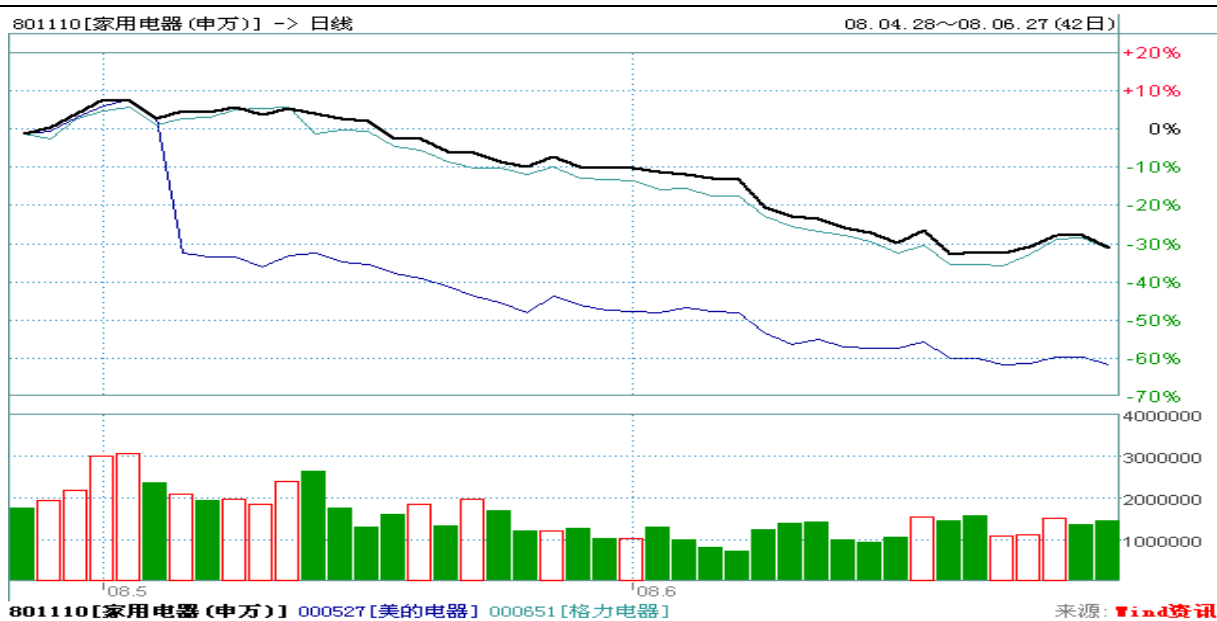
图 4：2007 年 4 月 27 日-2007 年 6 月 27 日格力、美的股价与家电板块指数的比较



数据来源：万德

注：2007 年 6 月 8 号美的电器 10 股送 10 股和税前 3.5 元红利

图 5：2008 年 4 月 27 日-2008 年 6 月 27 日格力、美的股价与家电板块指数的比较



数据来源：万德

注：2008 年 5 月 8 号美的电器 10 股送 5 股和税前 4 元红利

八、风险提示

大盘大幅向下而再融资被迫延后，市场可能降低预期而出货；另外，如果 5.1 国内地产销售数据严重低于市场预期或夏季整体偏凉，将不利于股价表现。

背景资料

（一）美的电器股权情况

比较 2008 年末和 2009 年 1 季度末流通股东持股情况表，可以发现 1 季度瑞士信贷、宁波敏海、野村证券、南方成份精选均减仓而退出前十大流通股东。然而，南方绩优成长基金从 45,886,046 股增仓 8,213,732 股，华夏红利、华夏红筹、融通新蓝筹、华宝兴业、社保基金 101 均在 1 季度新进入前十大流通股东。

表 14: 美的电器前十大流通股东持股情况

股东名称	2009 年 1 季度流通股 (亿股)	股东名称	2008 年末流通股 (亿股)
美的集团	8.84	美的集团	4.46
佛山市顺德区开联实业	0.79	瑞士信贷	0.61
南方绩优成长基金	0.54	南方绩优成长基金	0.46
华夏红利基金	0.30	宁波敏海汽车零部件公司	0.41
融通新蓝筹基金	0.24	南方成份精选基金	0.33
比尔及梅林达—盖茨基金会	0.23	耶鲁大学	0.26
华夏蓝筹基金	0.22	比尔及梅林达-盖茨基金会	0.23
华宝兴业先进成长基金	0.20	野村证券株式会社	0.21
全国社保基金一零一组合	0.18	诺安价值增长基金	0.18
耶鲁大学	0.18	深圳能源公司	0.15
合 计	11.72	合 计	7.30

数据来源：公司公告

表 15: 2008 年末美的电器前十大股东

股东名称	持股比例(%)
美的集团有限公司	46.74
佛山市顺德区开联实业发展有限公司	4.17
瑞士信贷(香港)有限公司	3.24
南方绩优成长股票型证券投资基金	2.43
宁波敏海汽车零部件有限公司	2.15
南方成份精选股票型证券投资基金	1.73
耶鲁大学	1.35
比尔及梅林达-盖茨基金会	1.35
野村证券株式会社	1.09

诺安价值增长股票证券投资基金	0.95
合 计	65.2

数据来源：公司公告

（二）美的集团豆浆机内销市占率情况

表 16：2008年8月国内豆浆机市场份额（%）及均价（元）

品牌	零售额	零售量	均价
九阳	91.2	89.9	447
美的	4.7	5.2	398
欧科	1.1	1.4	353
东菱	0.5	0.5	496
洛贝	0.5	0.6	380
西贝乐	0.4	0.5	331
美斯特	0.2	0.2	442
每时乐	0.2	0.2	436
万利达	0.1	0.1	466
欧南多	0.1	0.1	502

数据来源：中怡康

表 17：2007年11月豆浆机市场份额（%）及均价（元）

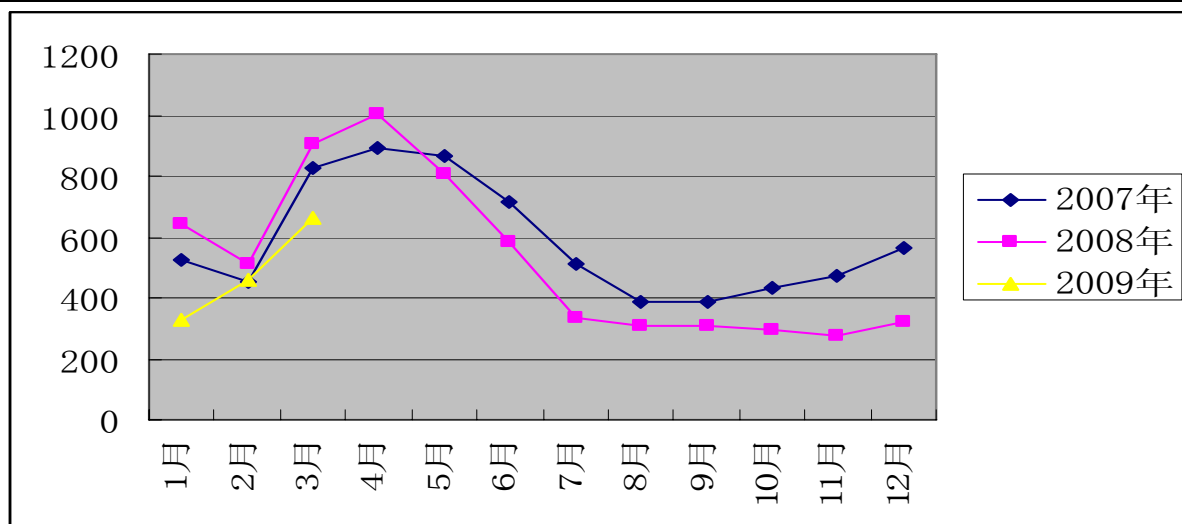
品牌	零售额	零售量	均价
九阳	95.5	94.7	410
欧科	1.5	1.7	373
乐邦	0.9	1.0	367
东菱	0.2	0.2	471
天际	0.2	0.2	397
美的	0.2	0.2	388
亿龙	0.2	0.2	320
西贝乐	0.2	0.2	273
奔腾	0.1	0.2	236
每时乐	0.1	0.1	402

数据来源：中怡康

（三）产业在线公布的近期空调内外销的数据

（1）空调行业生产

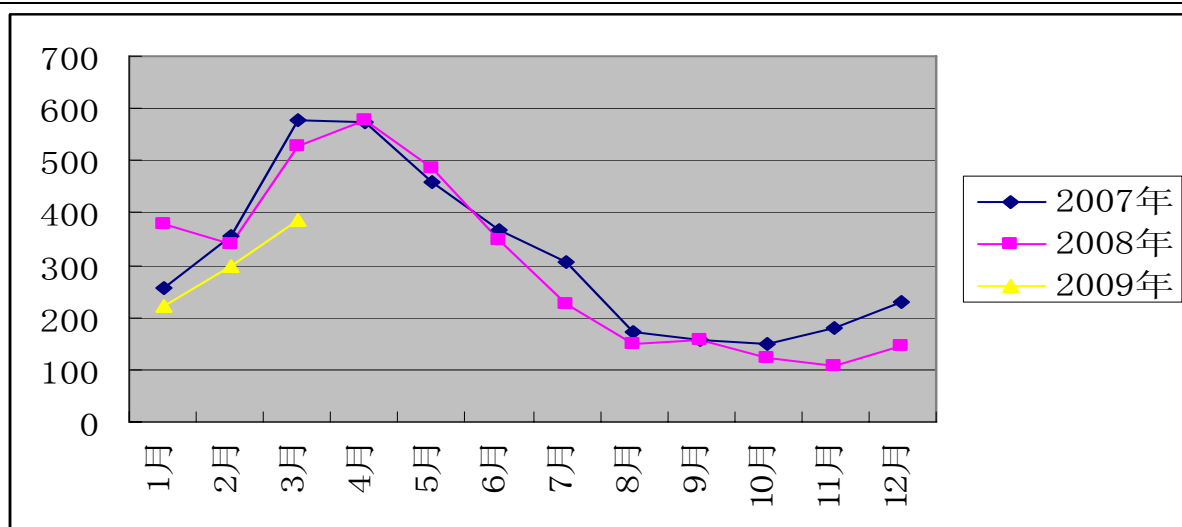
图 6：2007-2009 年 3 月空调行业生产



数据来源：产业在线

(2) 空调行业出口出货

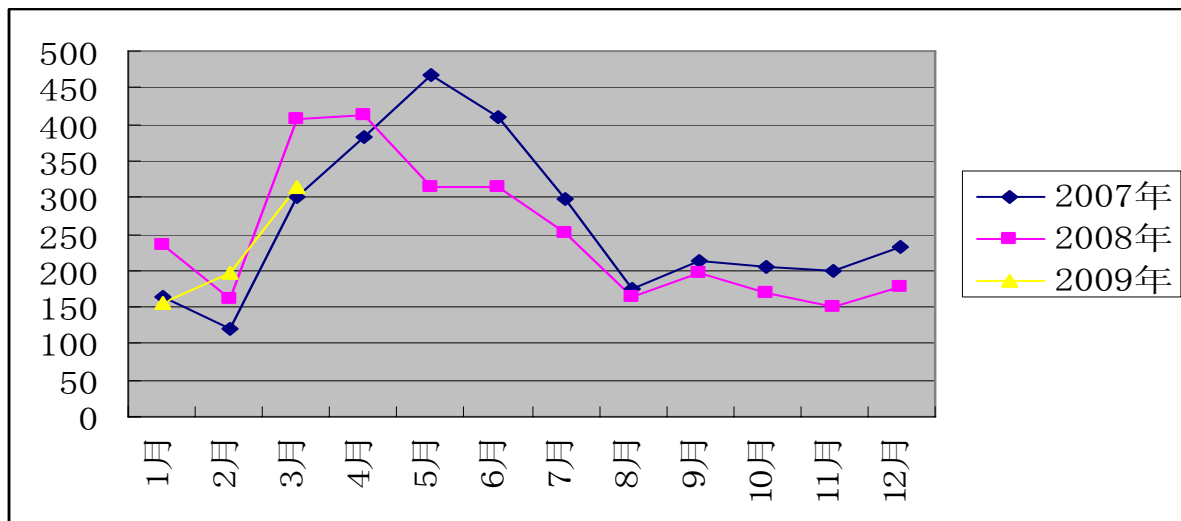
图 7: 2007-2009 年 3 月空调行业出口出货



数据来源：产业在线

(3) 空调行业内销出货

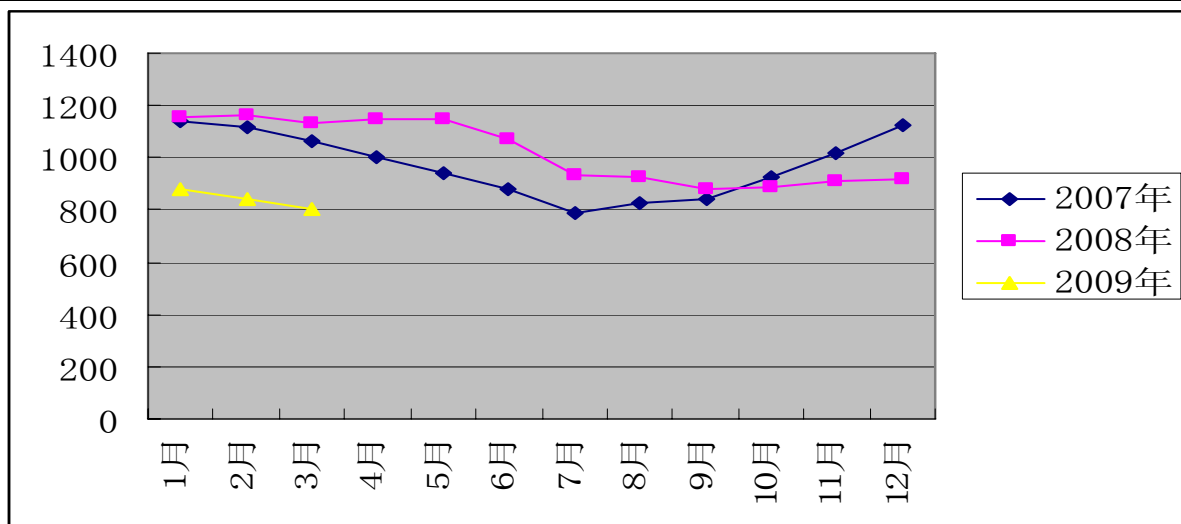
图 8: 2007-2009 年 3 月空调行业内销出货



数据来源：产业在线

(4) 空调行业存货

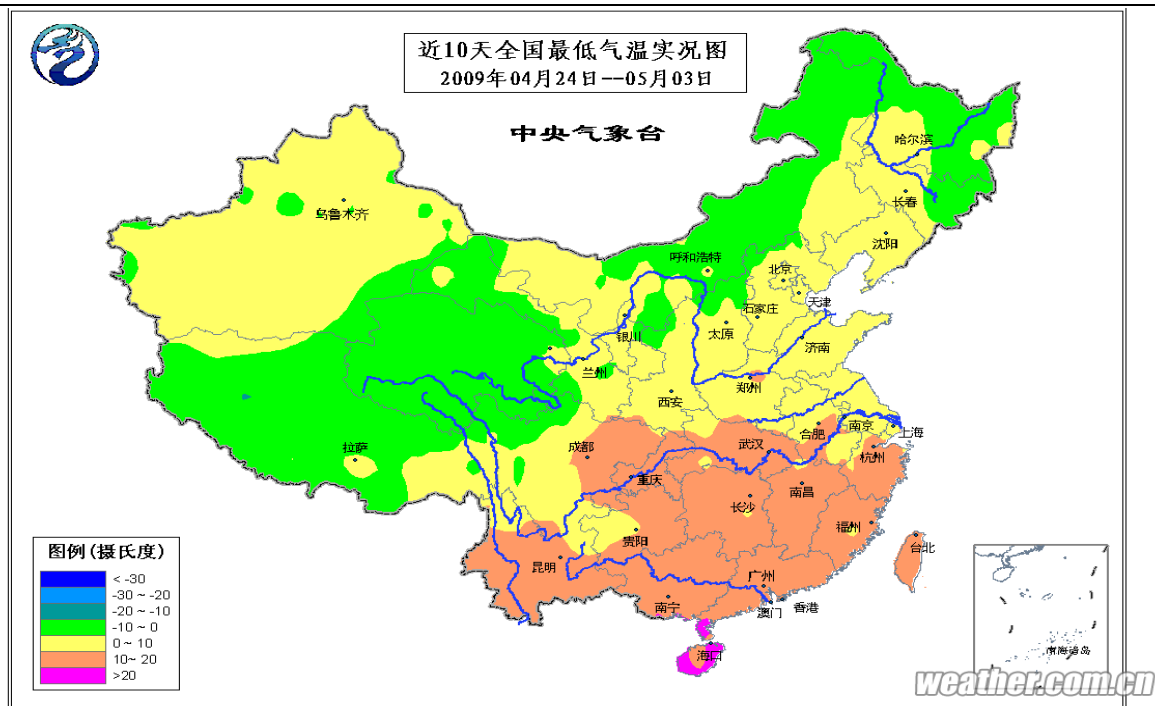
图 9: 2007-2009 年 3 月空调行业存货



数据来源：产业在线

(四) 全国最低气温实况图

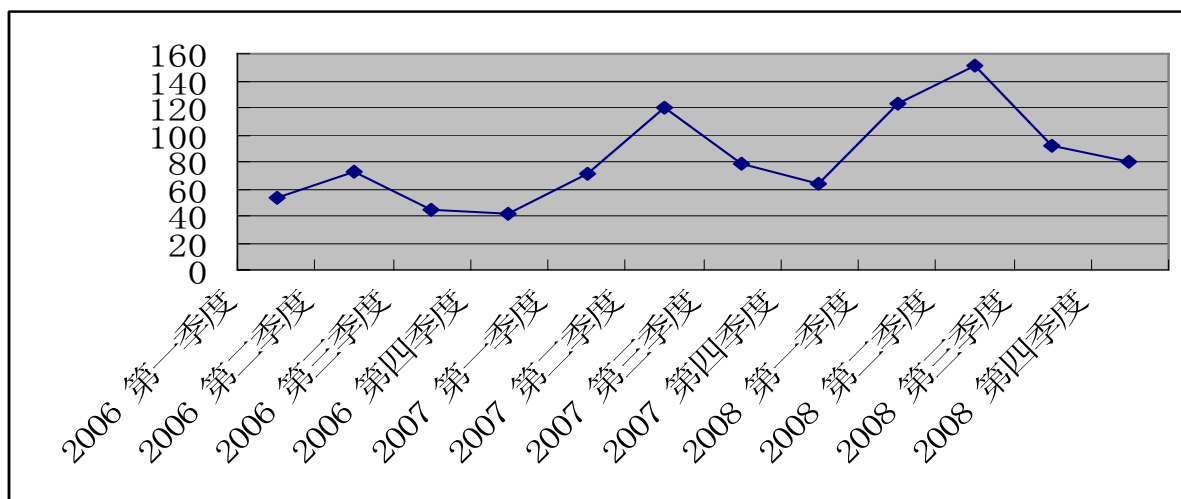
图 10: 2009 年 4 月 24 日-5 月 3 日全国最低气温实况图



数据来源：气象局

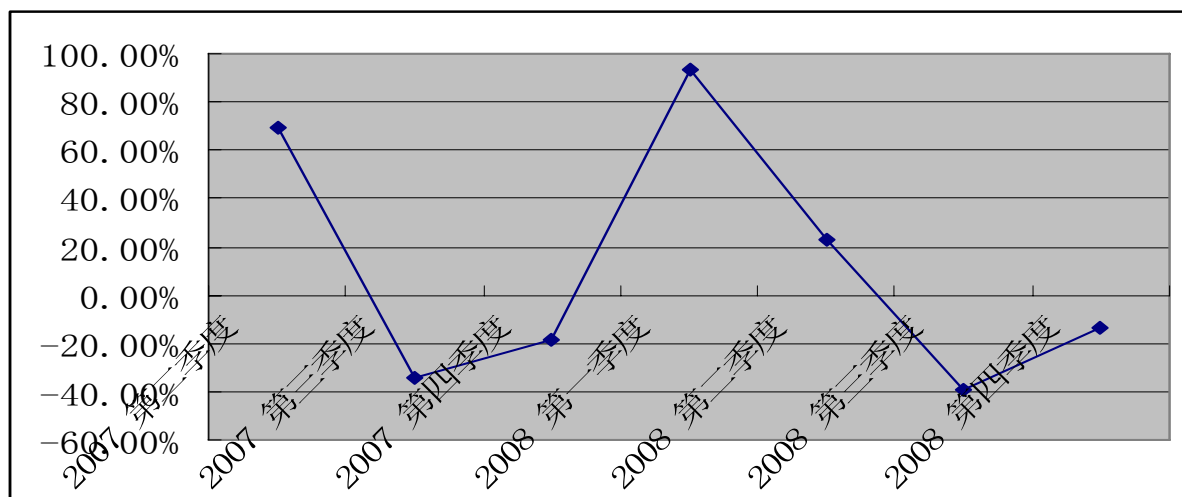
(五) 按季度美的电器销售收入

图 11: 按季度美的电器销售收入



数据来源：公司公告

图 12: 按季度美的电器销售收入环比增长率



数据来源：公司公告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

美的电器(000527)行情走势



相关研究报告

美的电器(000527.sz)调研简报

周瑾

2007-02-12

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。