

动态报告/公司快评

家用电器

美的电器 (000527)

推荐

空调、冰箱、洗衣机等

(维持评级)

2009年7月13日

多元化发展战略成效逐步体现

分析师: 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

事项:

我们在重庆的中期策略会上,邀请公司与投资者进行了充分的沟通和交流,近期我们也参加了公司在合肥的分析师见面会,参观了公司在合肥的生产基地,对公司的经营动态进行了沟通。

评论:

■ 多元化发展战略成效逐步体现

公司在过去几年间一直积极布局洗衣机和冰箱行业,无论是整合进度还是投资都在2008年到2009年达到一个高峰。在我们这一次对合肥各生产基地的参观中,可以看到公司在冰箱和洗衣机的产能建设、配套技术中心、检测中心、中试基地、售后服务呼叫体系、上游压缩机以及电机配套都已经基本完成大部分投资。任何实业投资都需要经历从耕耘到收获的一个时间过程,我们认为公司的白电相关多元化发展战略成效正在不断放大体现,进一步的合理白电资产整合还会适时推进。冰箱和洗衣机业务的成长将成为09年、更是2010年公司有效的利润增量来源。

公司的冰箱业务布局:

- ✓ 四个生产基地: 合肥高新区350万台产能、合肥经开区400万台产能、广州生产基地100万台产能、湖北荆州150万台产能
- ✓ 国家级研发中心、检测、中试基地投入使用
- ✓ 冰箱压缩机生产基地投产
- ✓ 与空调协同的各地营销公司搭建完成

表1: 2008年公司主要控股子公司经营指标 (百万元)

	权益	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	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	364.11	6,362.67	161.88	129.77
广东美的制冷设备有限公司	80	731.98	26,936.97	250.83	236.07
广东美芝制冷设备有限公司	60	1,057.57	6,480.13	263.9	228.02
广东美芝精密制造有限公司	60	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	186.65	2,193.53	69.64	54.69
合肥荣事达电冰箱有限公司	75	476.57	2,263.84	298.34	321.28
合肥华凌股份有限公司	100	123.17	1,149.64	-27.17	-17.27
广州华凌空调设备有限公司	100	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

冰箱出口在2008年占到销售的25%, 09年这个比率预期下降到20%附近。在冰箱的品牌定位方面,美的作为一个系列较全的品牌覆盖高中低端产品,高端自品牌为凡帝罗。小天鹅定位在节能导向,华凌和荣事达定位为区域品牌。

■ 发展战略将着重于“优化”、“深耕”、“提升”

在与公司长期的接触和跟踪过程中，我们认为公司的最大优势在于多元化战略的推进实施、配合优秀的管理团队和严格的以绩效为引导的激励体系。2008 年是公司为多元化付出最多投入成本（收购成本、增加投资建设、品牌整合、营销资源整合）的一年，公司为此产生比同行业公司更高的各项费用支出。这些在经过一个阶段的磨合后，收获阶段越来越接近。家电行业的供过于求是抑制行业内公司利润持续提升、估值表现的主要症结，通过多元化发展战略，公司将在采购生产体系、销售体系等各方面达到资源利用的最大化体现，形成突破供过于求症结的利器，最终实现稳健的持续性成长。

在与公司的沟通过程中，我们认为公司在形成冰箱、空调等产品产销规模不断突破的情况下，有意加强了研发的驱动投入，提升多元化整体协调运营能力，未来的发展战略将着重于“优化”“深耕”“提升”。总结来说体现在：

产品结构优化：节能导向、品质优化、品牌定位清晰

销售体系优化、深耕：内销以各地营销公司为实体的深耕，外销体系的优化

提升：各制造基地的制造能力提升，销售能力提升

■ 产业链协同效应将在 2010 年明显体现

公司每次介入一个产品，对于产品中的重要组成零部件都是进行较大投入并形成自制配套能力，过去的空调是如此，现在的冰箱和洗衣机也同样如此。公司在合肥投建的冰箱压缩机生产基地已经投入使用，以及配套电机项目等。关键零部件的自制不仅可以提升公司的产品品质掌控能力、提升研发能力，同时可以达到很好的降低成本的作用，从进度上来判断，我们认为公司在冰箱产业上的产业链协同效应将在 2010 年有明显体现。

■ 维持对公司“推荐”评级

2009 年公司空调产品中的变频空调推进领先国内品牌，达到了很好的产品结构优化效果，有利于提升公司盈利能力，公司出口销售比率较高，我们认为四季度有望形成较好的出口销售提升，带给公司业绩进一步表现更好的促发因素。多元化战略成效的提升更是我们看好公司长期成长性的重要理由。公司在产品品质、结构优化、渠道深耕等的努力虽然需要时间的积累，但让我们看到公司对未来发展战略的清晰定位。我们预期公司 2009、2010、2011 年每股收益 0.80、0.96、1.13 元。我们维持对公司“推荐”的评级，目标价 18 元。

表2：公司分产品收入预期（亿元、%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
家用空调	165	214	262	210	224
商用和中央空调	18	30	46	49	59
冰箱		24	50	63	72
洗衣机		18	42	51	61
压缩机	18	27	23	20	22
其他	11	19	30	32	32
合计	212	332	453	424	470

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所 压缩机销售不含内部销售

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2285	4222	5557	8152	营业收入	45313	42336	46938	52491
应收款项	5534	5219	5787	6472	营业成本	36632	33699	37128	41416
存货净额	5138	4996	5504	6146	营业税金及附加	42	0	0	0
其他流动资产	830	169	188	210	销售费用	4614	4318	4788	5354
流动资产合计	13787	14607	17036	20979	管理费用	1725	1657	1831	2042
固定资产	5662	5595	5489	5253	财务费用	481	17	(55)	(133)
无形资产及其他	1195	1148	1101	1054	投资收益	39	0	0	0
投资性房地产	2493	2493	2493	2493	资产减值及公允价值变动	(131)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	247	247	247	247	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	23384	24090	26366	30027	营业利润	1727	2635	3236	3802
短期借款及交易性金融负债	2360	2000	1000	700	营业外净收支	28	0	0	0
应付款项	9474	9991	11009	12292	利润总额	1756	2635	3236	3802
其他流动负债	4181	3126	3448	3851	所得税费用	204	343	469	551
流动负债合计	16015	15117	15457	16842	少数股东损益	518	778	955	1122
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1033	1515	1812	2129
其他长期负债	76	76	76	76	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	76	76	76	76		2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	16091	15193	15533	16918	净利润	1033	1515	1812	2129
少数股东权益	2536	3080	3748	4534	资产减值准备	85	10	(2)	(4)
股东权益	4757	5817	7085	8575	折旧摊销	593	595	646	678
负债和股东权益总计	23384	24090	26366	30027	公允价值变动损失	131	10	10	10
关键财务与估值指标					财务费用	481	17	(55)	(133)
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	231	589	243	333
每股收益	0.55	0.80	0.96	1.13	其它	29	535	670	790
每股红利	0.43	0.24	0.29	0.34	经营活动现金流	2103	3253	3379	3935
每股净资产	2.52	3.08	3.75	4.53	资本开支	(2817)	(501)	(501)	(401)
ROIC	27%	28%	36%	44%	其它投资现金流	151	0	0	0
ROE	22%	26%	26%	25%	投资活动现金流	(2896)	(501)	(501)	(401)
毛利率	19.16%	20.40%	20.90%	21.10%	权益性融资	45	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(805)	(454)	(543)	(639)
收入增长	36%	-7%	11%	12%	其它融资现金流	2798	(360)	(1000)	(300)
净利润增长率	-13%	47%	20%	18%	融资活动现金流	1234	(815)	(1543)	(939)
资产负债率	80%	76%	73%	71%	现金净变动	441	1937	1334	2595
息率	3.1%	1.7%	2.1%	2.4%	货币资金的期初余额	1845	2285	4222	5557
P/E	25.4	17.3	14.5	12.3	货币资金的期末余额	2285	4222	5557	8152
P/B	5.5	4.5	3.7	3.1	企业自由现金流	41	2998	3116	3755
EV/EBITDA	14.6	12.7	10.9	9.9	权益自由现金流	2839	2623	2163	3569

资料来源：公司资料和国信证券预测

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

分析师承诺:

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。

免责声明:

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。