

美的电器

000527

增持/ 上调评级

股 价	2009/07/10
RMB15.87	

基础数据

总股本（百万股）	1891
流通 A 股（百万股）	1891
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	29992

财务数据

市净率 (X)	6.20
TRACING P/E (X)*	23.58
EPS (元)	0.55
股息率 (%)	0.78

*最近四季盈利计算。

相关研究

《业绩波动仍较大》

2009/04/30

《期待改善能早日来临》

2009/03/11

《内忧外患 成长波动加大》

2008/11/04

分 析 师
 陈伟彦
 +755-82492946
 chenwy@lhq.com

重归成长快车道

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	35188.3	45313.5	46870.2	53579.5	61481.4
(+/-%)	66.2	28.8	3.4	14.3	14.7
归属母公司净利润(百万元)	1212.2	1033.0	1501.4	1870.2	2290.4
(+/-%)	126.1	-14.8	45.3	24.6	22.5
EPS(元)	0.64	0.55	0.79	0.99	1.21
P/E(倍)	20.1	23.6	20.0	16.0	13.1

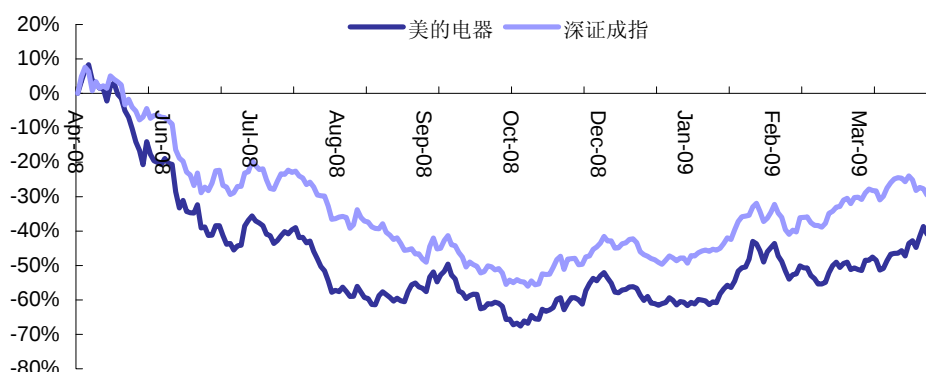
■ 结合近期对公司的深度调研和对行业趋势的判断，我们认为公司正重归成长快车道：下半年家电行业景气提升；公司已渡过前期的高投入期；冰洗业务整合已渡过最困难时期；清晰的战略和优秀的管理能力。公司 Q1 业绩大幅下滑，预计 Q2 业绩将同比大幅增长，且趋势将延续。

■ 公司在 08 年金融危机期间正处于战略扩张期，对业绩构成短期压力，目前高投入期已过：大规模的产能扩张基本完成；空调业务从追求市场份额提升转为均衡发展；冰箱业务调整顺利，旗下四个品牌的定位近期也已明确；洗衣机市场份额初现企稳回升。上半年空调和冰箱业务增长均快于行业水平，且现金流明显改善，未来公司的规模优势将逐步发挥，盈利能力提升空间很大。

■ 公司把握住家电行业的发展趋势：在产品方面，关注品质提升和中高端产品的技术积累（变频空调、高效变频空调的成功推广；高端冰箱的研发）；在渠道方面，区域营销公司实体化运作是行之有效、影响深远的激励机制，且近期将在各区域完成空调和冰箱营销公司的整合，协同效应将逐步发挥。

■ 上调评级。我们上调盈利预测，预计 09-10 年 EPS 为 0.79 元、0.99 元，较之前上调 11%、18%，PE 为 20 倍、16 倍，公司目前仍处于发展转折期，短期业绩弹性较大，09 年业绩可能再超出我们的预测。我们一直看好公司的中长期成长，继下半年行业策略报告中推荐公司之后，本次上调评级为“增持”，中长期成长空间大和短期业绩弹性大是推荐的主要理由。

最近 52 周股价表现



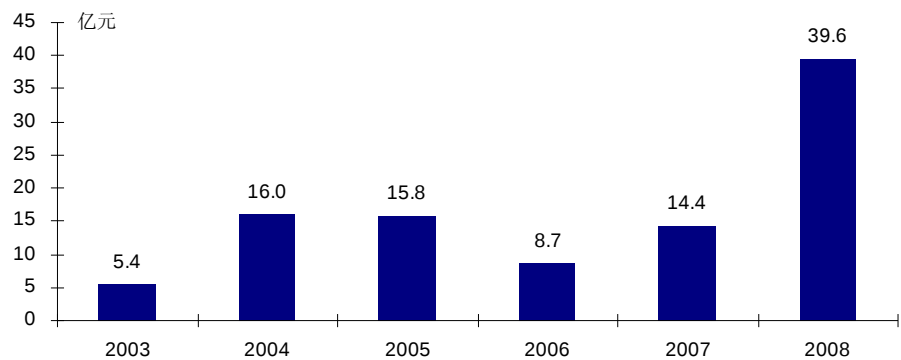
从战略调整到成长快车道

08 年金融危机背景下的战略扩张导致短期业绩大幅下滑。公司在成为全球白电领先企业的战略指引下，07/08 年开始大举战略扩张：兼并收购进入冰洗行业、产能扩张、销售分公司实体化变革、冰洗业务整合等。同时，基于对金融危机下空调行业发展机遇的把握，公司 08 年底后以市场份额提升为主要诉求，市场策略激进，营销投入较大。这导致公司 08 年处于高投入期：

- (1) 08 年投资性现金支出高达 39.6 亿元；
- (2) 短期借款高达 23.6 亿元，利息支出 2.95 亿元；
- (3) 固定资产折旧为 5.7 亿元，同比增长 50%；

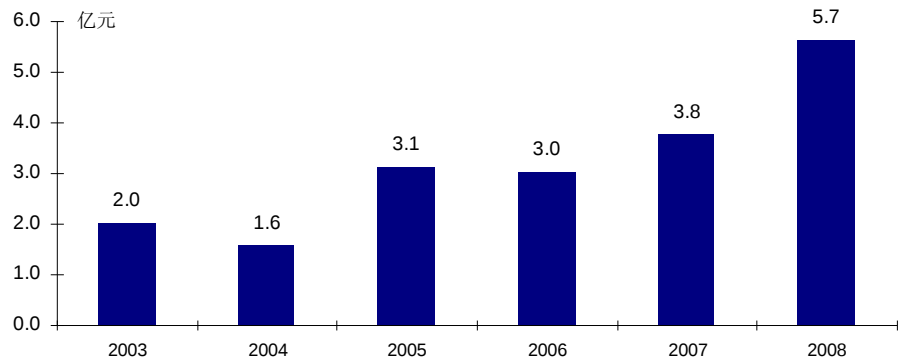
对于公司的白电发展战略，我们一直是很认可的。但是，我们也看到，在 08 年金融危机爆发的背景下，公司激进的战略扩张导致短期业绩波动加大，08 年 Q4 和 09 年 Q1 业绩也出现大幅下滑。

图 1、03-08 年美的电器投资性现金支出：08 年大幅提升



数据来源：WIND，联合证券研究所。

图 2、03-08 年美的电器固定资产折旧：08 年大幅提升



数据来源：WIND，联合证券研究所。

公司目前已从战略扩张前期的高投入期进入快速发展轨道。公司已经渡过前

期的高投入期，各项投入 09 年下半年将明显降低：

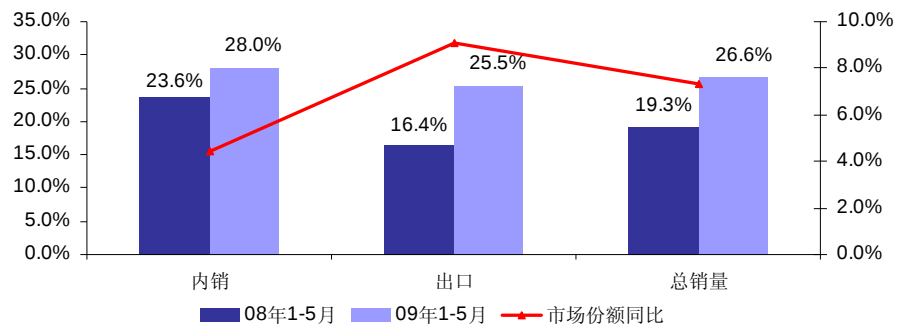
(1) 大规模的固定资产投资基本完成。目前冰箱产能已接近每年 1000 万台（合肥 750 万台、广州 150 万台，湖北荆州 150 万台），未来冰箱产能扩张力度很小，主要是：09 年 8 月广州工厂的技改扩产，预计 2010 年提升至每年 200 万台；湖北荆州工厂技改扩产，计划提升至每年 200 万台）

(2) 09 年目前现金流情况良好，短期借款大幅降低（比年初下降约 70%）

公司在投入减少的同时，前期战略扩张的积极影响也正逐步显现，目前空调和冰洗业务调整基本完成，正进入发展的快车道：

空调业务。09 年 1-5 月，空调内销市场份额为 28.0%，同比提升 4.4 个百分点，基本达到公司预定目标。营销投入也将趋于正常水平。预计下半年在空调行业同比大幅增长的背景下，公司也可获取业绩的明显提升。

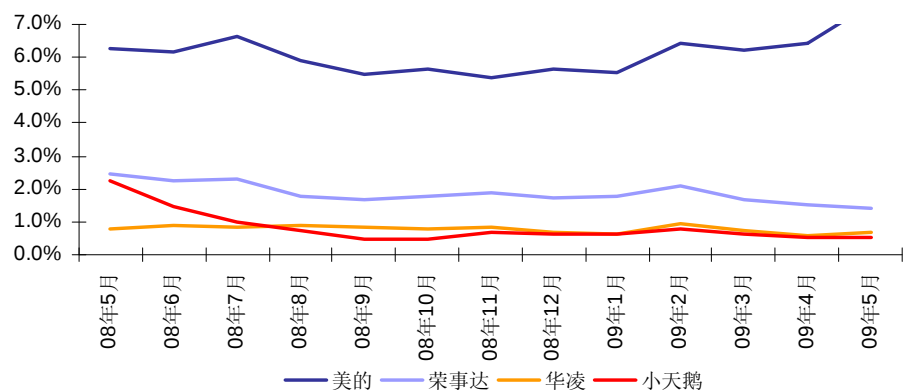
图 3、09 年 1-5 月美的空调市场份额明显提升



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

冰箱业务。09 年上半年冰箱销量同比增长 10% 以上，其中出口下滑较大，内销增长与行业水平相当（08 年 H1 同比增长 70%，基数较高）。预计下半年将快速增长。公司旗下四个冰箱品牌的战略定位也已明确：“美的”作为全国性品牌，覆盖高中低端，旗下“凡帝罗”子品牌主攻高端市场；“小天鹅”作为全国品牌，主攻节能产品；华凌和荣事达作为区域品牌，分别主攻安徽和华南市场。公司年初计划 09 年公司冰箱销量达 700 万台，上半年实际销量约 370 万台。

图 4、美的系冰箱城市市场零售量份额：“美的”明显提升

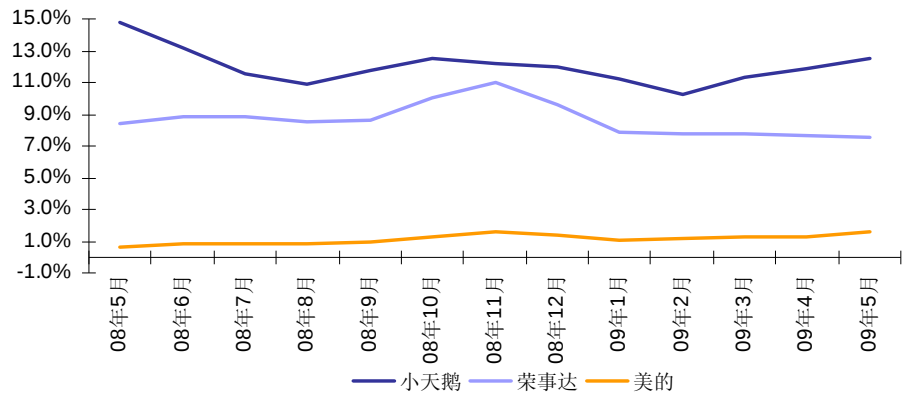


数据来源：中怡康，联合证券研究所。

洗衣机业务。目前洗衣机业务也度过了最艰难的整合前期，市场份额从持续

下滑到近期的初现企稳回升势头，且目前销售、制造、管理团队等整合、调整基本完成，预计下半年可逐渐好转。

图 5、美的系洗衣机城市市场零售量份额：



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

投资建议

考虑到公司的业务整合超出我们预期，以及下半年家电行业进入景气提升阶段，我们上调对公司的盈利预测，预计 09-10 年 EPS 为 0.79 元、0.99 元，较之前上调 11%、18%，PE 为 20 倍、16 倍，由于公司目前仍处于发展的转折期，短期业绩弹性仍较大，09 年业绩超出我们预测的可能较大。

我们一直看好公司的中长期成长，公司目前已从业绩下滑到重归快速发展通道，延续下半年行业策略报告中的观点，短期业绩弹性大和中长期成长空间大是我们推荐公司的主要理由，上调评级为“增持”，公司是很好的中长期投资品种。

表 1、盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13787	17921	21627	26534	营业收入	45313	46870	53579	61481
现金	2285	5976	8380	11120	营业成本	36632	37582	42725	48735
应收账款	2936	2449	2912	3475	营业税金及附加	42	43	49	56
其它应收款	240	459	436	527	营业费用	4614	4781	5412	6148
预付账款	746	1691	1923	2193	管理费用	1725	1640	1875	2152
存货	5138	5637	5952	6789	财务费用	481	175	88	39
其他	2441	1709	2025	2430	资产减值损失	109	80	60	60
非流动资产	9597	8616	8732	8677	公允价值变动收益	-22	-10	0	0
长期投资	247	300	330	363	投资净收益	39	30	30	30
固定资产	5024	5705	5974	6057	营业利润	1727	2589	3400	4322
无形资产	1195	1285	1375	1465	营业外收入	120	80	80	80
其他	3131	1327	1053	792	营业外支出	91	80	80	80
资产总计	23384	26537	30359	35211	利润总额	1756	2589	3400	4322
流动负债	16015	16977	18510	20522	所得税	204	311	510	735
短期借款	2360	944	850	765	净利润	1551	2278	2890	3587
应付账款	6068	7892	8793	9829	少数股东损益	518	777	1020	1296
其他	7587	8141	8867	9929	归属于母公司净利润	1033	1501	1870	2290
非流动负债	76	2	2	2	EBITDA	2933	3412	4238	5192
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.79	0.99	1.21
其他	76	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	16091	16979	18512	20524	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	2536	3312	4332	5629	成长能力				
股本	1891	1891	1891	1891	营业收入	28.8%	3.4%	14.3%	14.7%
资本公积	302	302	302	302	营业利润	-5.6%	49.9%	31.4%	27.1%
留存收益	2566	4067	5337	6879	净利润	-14.8%	45.3%	24.6%	22.5%
归属母公司股东权益合计	4757	6246	7515	9058	获利能力				
负债和股东权益	23384	26537	30359	35211	毛利率	19.2%	19.8%	20.3%	20.7%
现金流量表					净利率	2.3%	3.2%	3.5%	3.7%
单位: 百万元					ROE	21.7%	24.0%	24.9%	25.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	32.7%	73.1%	96.8%	119.3%
经营活动现金流	3753	5036	4163	4488	偿债能力				
净利润	1551	2278	2890	3587	资产负债率	68.8%	64.0%	61.0%	58.3%
折旧摊销	725	648	750	832	净负债比率				
财务费用	481	175	88	39	流动比率	0.86	1.06	1.17	1.29
投资损失	-39	-30	-30	-30	速动比率	0.54	0.72	0.85	0.96
营运资金变动	734	2330	311	-75	营运能力				
其它	301	-366	154	136	总资产周转率	2.23	1.88	1.88	1.88
投资活动现金流	3753	246	-1000	-903	应收账款周转率	19	16	19	18
资本支出	2028	1000	800	700	应付账款周转率	6.48	5.38	5.12	5.23
长期投资	-4	60	30	33	每股指标 (元)				
其他	5776	1305	-170	-170	每股收益	0.55	0.79	0.99	1.21
筹资活动现金流	264	-2535	-1608	-1610	每股经营现金流	1.98	2.66	2.20	2.37
短期借款	1558	-1416	-94	-85	每股净资产	2.52	3.30	3.97	4.79
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	630	0	0	0	P/E	29.05	19.99	16.05	13.10
资本公积增加	-27	0	0	0	P/B	6.31	4.81	3.99	3.31
其他	-1898	-1119	-1514	-1525	EV/EBITDA	11	9	8	6
现金净增加额	164	2746	1555	1975					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。