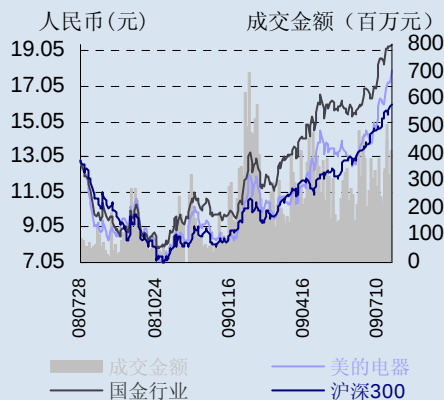


2009 年 07 月 26 日

市场数据(人民币)

市价(元)	17.95
已上市流通A股(百万股)	1,891.07
总市值(百万元)	33,944.71
年内股价最高最低(元)	17.95/7.05
沪深 300 指数	3667.56
深证成指	13531.72
2007 年股息率	1.19%


相关报告

- 1 《降价促销虽影响收入和利润,但提高了市场份额》, 2009.4.30
- 2 《加大投入备战09,深耕国内市场》, 2009.3.11
- 3 《董事会决议延长公开增发方案有效期》, 2009.2.20

王晓莹

(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

美的电器 (000527.SZ)

——销售创佳绩, 公增终获批


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.802	0.947	0.546	0.902	1.088	1.303
净利润增长率	32.40%	136.11%	-13.44%	65.07%	20.64%	19.80%
先前预期每股收益(元)				0.741	0.823	1.008
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.773	0.922	1.094
市盈率(倍)	14.78	39.20	15.16	19.91	16.50	13.77
行业优化市盈率(倍)	21.72	46.92	20.19	20.19	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.46	0.29	N/A	0.31	0.80	0.70
已上市流通A股(百万股)	416.92	916.31	1,374.47	1,374.47	1,374.47	1,374.47
总股本(百万股)	630.36	1,260.71	1,891.07	1,891.07	1,891.07	1,891.07

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件

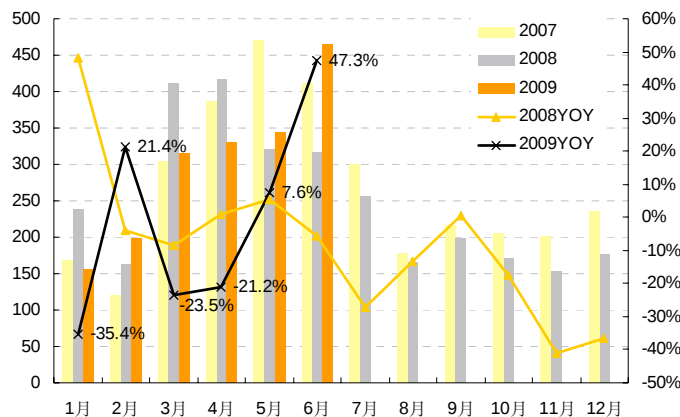
- 美的电器公告: 公司 7 月 24 日收到证监会批复, 核准公司公开增发不超过 1.891 亿股新股, 批复自 7 月 24 日起 6 个月内有效。

点评

- 公增申请历时一年半终于获批, 增发价需等招股意向书确定
 - ◆ 公司公增方案最早是在 08 年 2 月 19 日由董事会决议提出, 08 年 7 月已得到证监会审核通过, 但由于 A 股市场停止扩容而搁置, 期间公司还在今年 2 月 19 日通过董事会延长公增方案的有效期, 直至今日证监会最终的书面批文才终于发出。
 - ◆ 由于是公开增发, 公司需要发招股意向书, 根据 08 年 2 月 19 日的董事会决议, 增发价将是“公告招股意向书前二十个交易日公司 A 股股票均价或前一个交易日均价”。由于等待证监会批复的时间已久, 预计公司会尽快启动公增。我们试图用目前的前二十个交易日的均价来估计增发价的范围: 公司 6 月 30 日到 7 月 25 日的二十个交易日均价为 15.80 元, 按上下浮动 10% 得到的价格范围为 14.23-17.39 元。如果按照 14.23 元、增发 1.89 亿股计算, 可融资约 27 亿元。
- 盈利预测调整, 并测算增发后的摊薄每股收益
 - ◆ 空调内销将超预期: 我们在 08 年底基于相对刚性的需求, 预测 09 年空调内销同比微增 0.5%; 这并没有考虑房地产市场反弹贡献的提前更新或非刚性的空调购置需求。房地产市场自 08 年末触底以来, 成交量持续放大, 目前已是当时的一倍有余, 对空调消费的带动也从 5、6 月份开始体现, 而且越来越明显 (除了公司、经销商的反馈以外, 我们在草

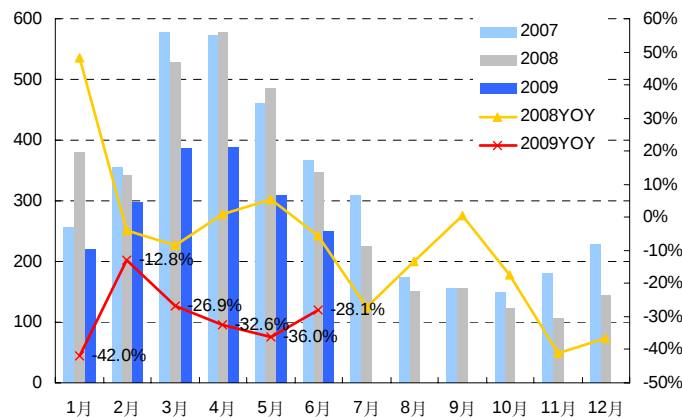
根调研中也发现一次购买三、四台空调的新房装修购买者较年初增加很多)。在 6 月实现同比 47.3% 的增长下(图表 1)，上半年的空调内销同比增速已经恢复到 -3.3%；按照购置房屋到购置空调平均滞后半年来推断，下半年房地产的拉动作用将越来越大，而且将持续到 2010 年上半年；因此我们上调 09 年空调内销增速到 12.5%。

图表1：空调内销同比增速自 5 月起由负转正



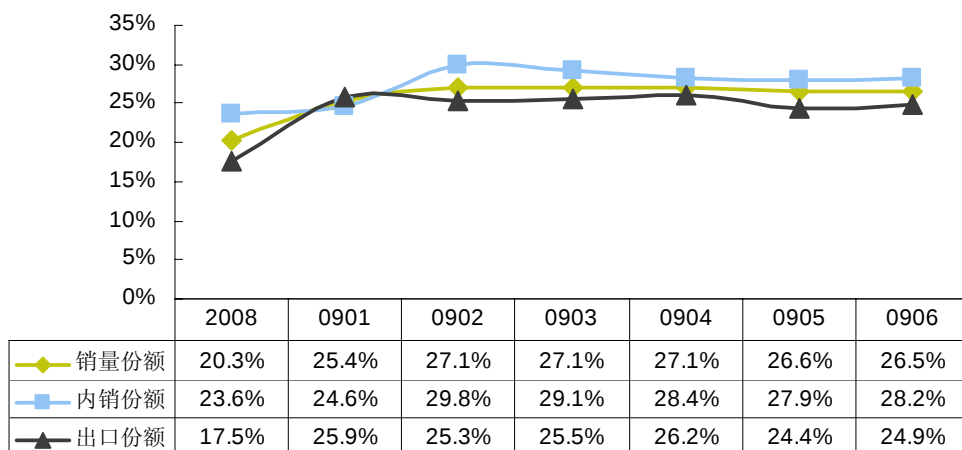
来源：国金证券研究所

图表2：空调出口降幅下半年将收窄



- ◆ 空调出口降幅将收窄：由于全球经济尚未恢复，空调出口量上半年降幅达到 30.3%；而我们 08 年底预计的 09 全年空调出口量下滑程度是 10%，偏乐观了。不过空调出口自 08 年 6 月便开始同比下降(图表 2)，今年下半年的同比基数压力小、全球经济又在恢复中，因此我们修正 09 年空调出口增速到 -22.5%。
- ◆ 美的市场份额提高速度快：今年以来在美的品牌的一贯口碑和果断采取的率先降价推广变频空调等策略的作用下，美的的市场份额从年初快速攀升、到现在稳定在高位(图表 3)，迄今圆满完成了公司 09 年扩大市场份额的目标。我们此前对公司 09 年市场份额的预期是内销 25.5%、出口 18%，本次上调到内销份额 27%、出口份额 24%。

图表3：今年以来美的空调市场份额较 08 年大幅提高



来源：国金证券研究所

- ◆ 增发降低财务费用：由于公司增发募投的 11 个项目中有不少已经以自筹资金先期全部或部分投入，如收购合肥荣事达电冰箱等三家公司各 25% 股权项目、新建冰箱压缩机项目、电冰箱技改扩能项目、洗衣机工业园二期项目、家用空调武汉基地扩能项目；因此增发能够偿还前期自筹资金投入的部分，有助于缓解资金压力、降低财务费用。

- ◆ 除了以上贡献业绩向好的主要原因之外，我们还考虑原材料价格在谷底反弹的过程中，因此对公司各类产品的均价变化、毛利率进行了微调（图表4）。

图表4：公司产品收入预测调整

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产品I 空调（06年含中央空调）						
平均售价（元/件）	1,679.16	1,585.92	1,911.38	1,758.58	1,800.80	1,925.19
增长率（YOY）	5.32%	-5.55%	20.52%	-7.99%	2.40%	6.91%
销售数量（千件）	10,910.00	13,500.00	13,669.72	16,136.51	16,866.53	19,038.74
增长率（YOY）	16.93%	23.74%	1.26%	18.05%	4.52%	12.88%
销售收入（百万元）	18,319.62	21,409.97	26,128.08	28,377.39	30,373.29	36,653.12
增长率（YOY）	23.16%	16.87%	22.04%	8.61%	7.03%	20.68%
毛利率	18.05%	17.34%	17.20%	18.00%	17.50%	17.50%
销售成本（百万元）	15,012.73	17,697.20	21,634.05	23,269.46	25,057.96	30,238.83
增长率（YOY）	19.84%	17.88%	22.25%	7.56%	7.69%	20.68%
毛利（百万元）	3,306.89	3,712.76	4,494.03	5,107.93	5,315.33	6,414.30
增长率（YOY）	40.86%	12.27%	21.04%	13.66%	4.06%	20.68%
占总销售额比重	86.53%	64.30%	57.66%	55.68%	50.81%	51.48%
占主营业务利润比重	88.24%	59.88%	51.76%	50.70%	45.05%	45.30%
产品II 中央空调						
销售收入（百万元）		2,991.69	4,637.11	5,509.96	6,611.96	8,237.40
增长率（YOY）			55.00%	18.82%	20.00%	24.58%
毛利率		30.49%	31.40%	31.00%	31.00%	31.00%
销售成本（百万元）		2,079.56	3,181.06	3,801.88	4,562.25	5,683.80
增长率（YOY）			52.97%	19.52%	20.00%	24.58%
毛利（百万元）		912.12	1,456.05	1,708.09	2,049.71	2,553.59
增长率（YOY）			59.63%	17.31%	20.00%	24.58%
占总销售额比重		8.98%	10.23%	10.81%	11.06%	11.57%
占主营业务利润比重		14.71%	16.77%	16.95%	17.37%	18.03%
产品III 压缩机						
平均售价（元/件）	348.61	385.64	375.23	338.13	348.40	356.05
增长率（YOY）	-18.54%	10.62%	-2.70%	-9.89%	3.04%	2.20%
销售数量（千件）	5,051.69	7,000.00	6,262.60	5,836.10	7,714.69	8,197.20
增长率（YOY）	17.77%	38.57%	-10.53%	-6.81%	32.19%	6.25%
销售收入（百万元）	1,761.08	2,699.51	2,349.93	1,973.36	2,687.80	2,918.65
增长率（YOY）	-4.06%	53.29%	-12.95%	-16.02%	36.20%	8.59%
毛利率	18.77%	19.88%	25.03%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	1,430.55	2,162.81	1,761.74	1,480.02	2,015.85	2,188.98
增长率（YOY）	3.94%	51.19%	-18.54%	-15.99%	36.20%	8.59%
毛利（百万元）	330.52	536.69	588.19	493.34	671.95	729.66
增长率（YOY）	-28.03%	62.38%	9.59%	-16.13%	36.20%	8.59%
占总销售额比重	8.32%	8.11%	5.19%	3.87%	4.50%	4.10%
占主营业务利润比重	8.82%	8.66%	6.77%	4.90%	5.69%	5.15%
产品IV 冰箱（合并小天鹅冰箱）						
平均售价（元/件）		1,270.40	1,238.64	1,176.70	1,200.24	1,296.26
增长率（YOY）			-2.50%	-5.00%	2.00%	8.00%
销售数量（千件）		1,920.00	4,045.51	4,897.46	6,049.42	7,141.36
增长率（YOY）			110.70%	21.06%	23.52%	18.05%
销售收入（百万元）		2,439.16	5,010.92	5,762.86	7,260.74	9,257.04
增长率（YOY）			105.44%	15.01%	25.99%	27.49%
毛利率		24.70%	21.17%	22.50%	22.20%	22.20%
销售成本（百万元）		1,836.58	3,950.11	4,466.21	5,648.86	7,201.98
增长率（YOY）			115.08%	13.07%	26.48%	27.49%
毛利（百万元）		602.58	1,060.81	1,296.64	1,611.88	2,055.06
增长率（YOY）			76.05%	22.23%	24.31%	27.49%
占总销售额比重		7.33%	11.06%	11.31%	12.15%	13.00%
占主营业务利润比重		9.72%	12.22%	12.87%	13.66%	14.51%

产品V 洗衣机（美的+荣事达）

平均售价（元/件）	652.35	658.87	625.93	638.45	670.37
增长率（YOY）		1.00%	-5.00%	2.00%	5.00%
销售数量（千件）	2,730.00	2,922.02	3,167.99	4,392.01	4,569.86
增长率（YOY）		7.03%	8.42%	38.64%	4.05%
销售收入（百万元）	1,780.91	1,925.23	1,982.93	2,804.06	3,063.49
增长率（YOY）		8.10%	3.00%	41.41%	9.25%
毛利率	19.88%	20.20%	20.50%	20.20%	20.30%
销售成本（百万元）	1,426.95	1,536.34	1,576.43	2,237.64	2,441.60
增长率（YOY）		7.67%	2.61%	41.94%	9.12%
毛利（百万元）	353.96	388.90	406.50	566.42	621.89
增长率（YOY）		9.87%	4.53%	39.34%	9.79%
占总销售额比重	5.35%	4.25%	3.89%	4.69%	4.30%
占主营业务利润比重	5.71%	4.48%	4.03%	4.80%	4.39%

小天鹅洗衣机

平均售价（元/件）	1,289.47	1,225.00	1,249.50	1,311.97
增长率（YOY）		-5.00%	2.00%	5.00%
销售数量（千件）	1,780.88	2,981.64	4,623.17	5,026.85
增长率（YOY）		67.42%	55.05%	8.73%
销售收入（百万元）	2,296.40	3,652.50	5,776.64	6,595.10
增长率（YOY）		59.05%	58.16%	14.17%
毛利率	22.20%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	1,786.60	2,812.43	4,448.01	5,078.23
增长率（YOY）		57.42%	58.16%	14.17%
毛利（百万元）	509.80	840.08	1,328.63	1,516.87
增长率（YOY）		64.79%	58.16%	14.17%
占总销售额比重	5.07%	7.17%	9.66%	9.26%
占主营业务利润比重	5.87%	8.34%	11.26%	10.71%

产品VI 其他（材料销售、租金、商标使用费）

销售收入（百万元）	1,089.81	1,975.33	2,965.80	3,707.25	4,263.33	4,476.50
增长率（YOY）	1787.78%	81.25%	50.14%	25.00%	15.00%	5.00%
毛利率	10.10%	4.15%	6.21%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本（百万元）	979.70	1,893.37	2,781.65	3,484.81	4,007.53	4,207.91
增长率（YOY）	2040.02%	93.26%	46.92%	25.28%	15.00%	5.00%
毛利（百万元）	110.11	81.96	184.14	222.43	255.80	268.59
增长率（YOY）	821.44%	-25.57%	124.69%	20.79%	15.00%	5.00%
占总销售额比重	5.15%	5.93%	6.55%	7.27%	7.13%	6.29%
占主营业务利润比重	2.94%	1.32%	2.12%	2.21%	2.17%	1.90%

销售总收入（百万元）	21170.51	33296.55	45313.46	50966.25	59777.82	71201.30
销售总成本（百万元）	17422.99	27096.48	36631.54	40891.24	47978.10	57041.33
毛利（百万元）	3747.52	6200.07	8681.92	10075.01	11799.71	14159.97
平均毛利率	17.70%	18.62%	19.16%	19.77%	19.74%	19.89%

来源：国金证券研究所

投资建议

- ◆ 收入、毛利及财务费用预测调整后，我们对增发摊薄后公司的盈利预测为 09-11 年 0.820、0.989、1.185 元（对应摊薄前分别为 0.902、1.088、1.303 元），同比增长分别为 65%、20.6%、19.8%，08-11 年复合增长率 33.6%。
- ◆ 自公司 08 年报颁布以来，出于对公司综合优势及长期竞争力的信心，我们一直积极推荐买入；净利润 09 年 65% 的增长足以克服 08 年-13.4% 的负增长（07-09 复合增长率也有 19.5%）；目前股价对应摊薄

后 09 年 EPS0.82 元的 PE 为 21.9 倍，对应 A 股的平均估值水平仍旧偏低，我们维持买入建议，更建议投资者积极参与公司的增发。

附录 1：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	20,139	33,297	45,313	50,966	59,778	71,201
增长率	-5.5%	65.3%	36.1%	12.5%	17.3%	19.1%
主营业务成本	-16,500	-27,096	-36,632	-40,891	-47,978	-57,041
% 销售成本	81.9%	81.4%	80.8%	80.2%	80.3%	80.1%
毛利	3,639	6,200	8,682	10,075	11,800	14,160
% 销售毛利	18.1%	18.6%	19.2%	19.8%	19.7%	19.9%
营业税金及	-1	-26	-42	-47	-55	-55
% 销售税金	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-2,068	-3,266	-4,614	-5,046	-5,858	-6,978
% 销售费用	10.3%	9.8%	10.2%	9.9%	9.8%	9.8%
管理费用	-720	-1,049	-1,725	-1,784	-2,092	-2,492
% 销售管理	3.6%	3.2%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润	850	1,859	2,301	3,199	3,794	4,635
% 销售息前	4.2%	5.6%	5.1%	6.3%	6.3%	6.5%
财务费用	-139	-253	-481	-147	-79	-63
% 销售财务	0.7%	0.8%	1.1%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	0	-24	-109	-112	-29	-34
公允价值变	0	53	-22	0	0	0
投资收益	12	180	39	45	48	50
% 税前收	1.4%	9.6%	2.2%	1.5%	1.3%	1.1%
营业利润	723	1,816	1,727	2,984	3,735	4,588
营业利润	3.6%	5.5%	3.8%	5.9%	6.2%	6.4%
营业外收支	104	54	28	10	10	10
税前利润	827	1,870	1,756	2,994	3,745	4,598
利润率	4.1%	5.6%	3.9%	5.9%	6.3%	6.5%
所得税	-60	-195	-204	-449	-674	-920
所得税率	7.2%	10.4%	11.6%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润	768	1,674	1,551	2,545	3,071	3,678
少数股东损	262	481	518	840	1,013	1,214
归属于母公	505	1,193	1,033	1,705	2,057	2,465
净利率	2.5%	3.6%	2.3%	3.3%	3.4%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	505	1,674	1,551	2,545	3,071	3,678
少数股东损	262	0	0	0	0	0
非现金支出	435	524	834	1,013	1,050	1,179
非经营收益	36	-241	89	21	338	-56
营运资金变	-120	-323	1,284	-2,035	-2,120	32
经营活动现	1,118	1,634	3,758	1,545	2,340	4,832
资本开支	-689	-1,112	-2,004	-285	-1,455	-1,182
投资	-32	38	-1,889	-25	-28	-30
其他	0	30	41	45	48	50
投资活动现	-721	-1,045	-3,852	-265	-1,435	-1,162
股权募资	0	0	45	2,691	69	0
债权募资	-118	265	1,023	-2,360	81	-104
其他	-398	-474	-805	-300	-683	-826
筹资活动现	-516	-209	264	30	-533	-930
现金净流量	-119	380	169	1,311	371	2,740

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2005	2006	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,244	1,125	2,285	2,285	2,657	5,397
应收款项	1,069	1,904	5,417	5,215	5,507	5,833
存货	3,277	4,345	5,118	7,158	9,054	11,545
其他流动资产	778	818	830	1,106	1,345	1,713
流动资产	6,368	8,191	13,787	15,765	18,563	24,488
% 总资产	66.3%	65.8%	76.5%	62.7%	68.2%	73.7%
长期投资	151	163	254	279	306	336
固定资产	2,485	3,428	638	6,662	6,612	6,881
% 总资产	25.9%	27.6%	3.6%	26.5%	24.3%	20.7%
无形资产	605	660	2,846	1,998	1,732	1,511
非流动资产	3,242	4,251	9,587	9,386	8,652	8,730
% 总资产	33.7%	34.2%	23.5%	37.3%	31.8%	26.3%
资产总计	9,609	12,442	23,384	25,206	28,026	34,028
短期借款	655	537	2,360	0	105	0
应付款项	4,723	6,568	10,835	10,894	13,164	16,265
其他流动负	294	833	2,839	3,431	1,614	1,927
流动负债	5,672	7,938	16,034	14,325	14,883	18,192
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负	49	5	57	57	0	0
负债	5,722	7,943	16,091	14,382	14,883	18,193
普通股股东	3,059	3,483	4,757	7,448	8,754	10,233
少数股东权	829	1,016	2,536	3,376	4,389	5,603
负债股东权	9,609	12,442	23,384	25,206	28,026	34,028

比率分析

	2005	2006	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.606	0.802	0.546	0.902	1.088	1.303
每股净资产	4.853	5.526	2.515	3.580	4.208	4.919
每股经营现	2.940	1.774	1.985	0.743	1.125	2.323
每股股利	0.250	0.350	0.000	0.328	0.396	0.474
回报率						
净资产收益	12.48%	14.51%	21.72%	22.90%	23.50%	24.09%
总资产收益	3.97%	4.06%	4.42%	6.77%	7.34%	7.24%
投入资本收	16.47%	17.79%	20.94%	24.99%	23.49%	23.42%
增长率						
主营业务收入	11.00%	-5.51%	36.09%	12.47%	17.29%	19.11%
EBIT增长率	17.91%	17.74%	23.77%	39.01%	18.62%	22.16%
净利润增长	16.90%	32.40%	-13.44%	65.07%	20.64%	19.80%
总资产增长	-12.36%	29.48%	34.96%	41.02%	8.20%	22.05%
资产管理能力						
应收账款周	20.6	16.4	17.8	18.0	16.0	14.0
存货周转天	74.0	84.3	59.5	65.0	70.0	75.0
应付账款周	64.7	74.7	56.3	50.0	52.0	55.0
固定资产周	40.4	60.1	#DIV/0!	43.1	32.8	27.4
偿债能力						
净负债/股	-15.14%	-13.06%	1.03%	-21.11%	-19.42%	-34.07%
EBIT利息保	6.2	6.9	4.8	21.7	48.2	73.4
资产负债率	59.54%	63.84%	68.81%	57.06%	53.10%	53.46%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	7	8	10	16
买入	1	5	6	9	15
持有	0	0	0	4	10
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.40	1.41	1.56	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-02	买入	8.96	9.98 ~ 10.37
2 2009-02-20	持有	11.71	9.98 ~ 12.10
3 2009-03-11	买入	9.87	11.19 ~ 12.47
4 2009-04-30	买入	13.35	N/A

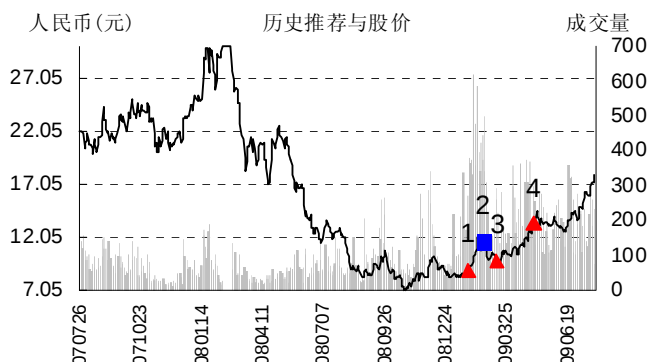
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。