



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月27日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师

guohy@cicc.com.cn

维持审慎推荐

美的电器(000527.CH)

冰洗业务盈利提升，半年报符合预期

主要财务信息

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	45,313	48,171	54,567	60,468
(+/-%)	28.8%	6.3%	13.3%	10.8%
营业利润	1,727	2,672	3,360	3,970
(+/-%)	-5.6%	54.7%	25.7%	18.2%
净利润	1,033	1,655	2,078	2,428
(+/-%)	-14.8%	60.2%	25.5%	16.8%
基本每股收益(元)	0.50	0.80	1.00	1.17
全面摊薄每股收益(元)	0.50	0.80	1.00	1.17
市盈率	32.1	20.0	16.0	13.7
市净率	7.0	3.6	2.9	2.3
股价/经营现金	8.0	16.5	7.4	6.6
EV/EBITDA	11.1	9.0	6.7	5.6
净资产收益率	21.7%	17.7%	18.0%	17.0%
投入资本回报率	14.0%	13.1%	13.2%	12.5%
股息收益率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

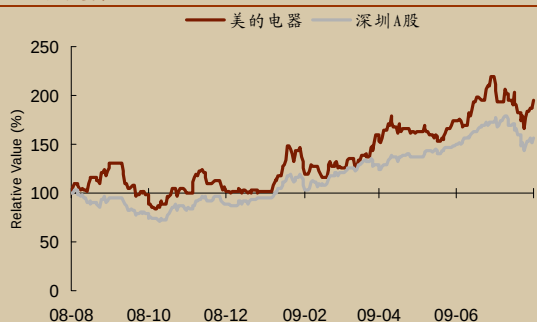
股票信息

当前股价	A股
人民币15.95	
日成交量(百万股)	14.89
52周最高价/最低价	人民币18.12/6.743
发行股数(百万股)	1,891
总市值(百万元)	33,179
流通股(百万股)	1,889
主要股东(持股比例)	美的集团有限公司(47.20%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[000527.SH]	+17.28	-7.71	+19.15	+92.84
[深圳A股指数]	+8.95	-10.94	+13.68	+81.25
[中金电器指数]	+11.65	-6.23	+9.79	+72.79

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

26/8/2009 半年报电话交流会

第2季度业绩符合预期：

公司2季度实现净利润9.6亿，同比增长51%，与1季度下滑43%相比，有显著改善。上半年累计实现净利润11.5亿，同比增长19%，对应每股收益0.55元（已考虑增发股份摊薄），符合此前预览。

公司2季度实现营业收入161亿，同比增长3%，显著好于1季度下滑29%，上半年累计营业收入缩窄至11%，符合预期。

正面：

- 分部报表显示，冰箱和洗衣机的营业利润率大幅提升，新业务步入正轨，规模效应逐步体现。
- 2季度毛利率持续幅度高于1季度，空调和冰箱的毛利率分别提升3.05和2.84个百分点，除成本下降外，主要来自于产品结构的提升。
- 预提销售返利和安装维修等费用较为充分。经营现金流良好。

负面：

- 剔除小天鹅后，原有洗衣机业务营业收入增长乏力。

发展趋势：

随着公司冰箱洗衣机营销平台和空调的整合，冰洗销售和盈利能力有望继续改善。

公司出口占比35%左右，下半年家电出口回暖值得关注。

毛利率的提升来自于原材料成本下降和产品结构提升。预计原材料成本下降带来的毛利率提升将放缓，但产品结构将持续改善。

盈利预测调整：

我们仅结构性地小幅调整了公司的盈利预测，预计09-11年每股收益分别为0.80、1.00和1.17元（已考虑增发股份摊薄）。

估值与建议：

公司09-10年市盈率分别为20x和16x，基于行业的良好趋势和出口回暖预期，维持“审慎推荐”评级。

图表 1：2009 年第 2 季度业绩分析

(人民币百万元)		季度数据						剔除小天鹅		中金评论
		1Q08	2Q08	1H08	1Q09	2Q09	1H09	2Q09	1H09	
营业总收入		12506	15578	28084	8824	16077	24901	15148	22998	营业收入符合预期。空调内销出口均好于行业平均水平，市场份额稳步提升，但由于内销打折促销幅度较大，空调收入同比下滑 14%；剔除小天鹅影响，冰箱业务尤其内销增长良好，但洗衣机业务尚待提高。
营业收入		12506	15578	28084	8824	16077	24901	15148	22998	
YoY		76%	29%	47%	-29%	3%	-11%	6%	-14%	
营业总成本		-11955	-14608	-26563	-8539	-14714	-23253	-13849	-21433	
其中 营业成本		-10093	-12542	-22635	-7026	-12253	-19279	-11545	-17783	财务费用同比大幅下降，汇兑损失减少 1 亿。
销售费用		-1244	-1519	-2763	-1039	-1904	-2943	-1784	-2705	
管理费用		-371	-373	-743	-348	-397	-744	-370	-677	
财务费用		-122	-149	-271	-62	-56	-118	-55	-116	
其他经营收益		-12	27	15	12	22	33	56	56	净利润符合预期
营业利润		539	997	1536	296	1385	1681	1355	1622	
YoY		67%	21%	34%	-45%	39%	9%	44%	10%	
营业外利润		-12	-12	-24	19	-15	4	-13	-8	
利润总额		527	985	1512	316	1370	1685	1342	1614	2 季度毛利率提升幅度高于 1 季度，受益于成本下降和产品结构提升，但由于着这促销力度较大，毛利率提高小于同行。我们预计原材料成本下降带来的毛利率提升将放缓，但产品结构将持续改善。
YoY		63%	18%	30%	-40%	39%	11%	44%	11%	
所得税		-62	-83	-144	-36	-180	-215	-179	-207	
少数股东损益		-136	-266	-402	-93	-231	-324	-228	-329	
净利润		330	636	966	188	958	1146	934	1079	2 季度销售费用率维持高位平稳，体现促销力度仍然较大；管理费用率和财务费用率有所下降。
YoY		72%	23%	36%	-43%	51%	19%	55%	16%	
每股收益		0.16	0.31	0.46	0.09	0.46	0.55	0.45	0.52	
财务比率										
毛利率		19.3%	19.5%	19.4%	20.4%	23.8%	22.6%	23.8%	22.7%	2 季度净利润率大幅提升，主要来自于毛利率的提高和管理费用率的下降。
销售费用率		9.9%	9.8%	9.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	
管理费用率		3.0%	2.4%	2.6%	3.9%	2.5%	3.0%	2.4%	2.9%	
财务费用率		1.0%	1.0%	1.0%	0.7%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	
营业利润率		4.3%	6.4%	5.5%	3.4%	8.6%	6.8%	8.9%	7.1%	2 季度净利润率大幅提升，主要来自于毛利率的提高和管理费用率的下降。
剔除其他经营收益		4.4%	6.2%	5.4%	3.2%	8.5%	6.6%	8.6%	6.8%	
有效税率		11.7%	8.4%	9.5%	11.3%	13.1%	12.8%	13.3%	12.8%	
净利润率		2.6%	4.1%	3.4%	2.1%	6.0%	4.6%	6.2%	4.7%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

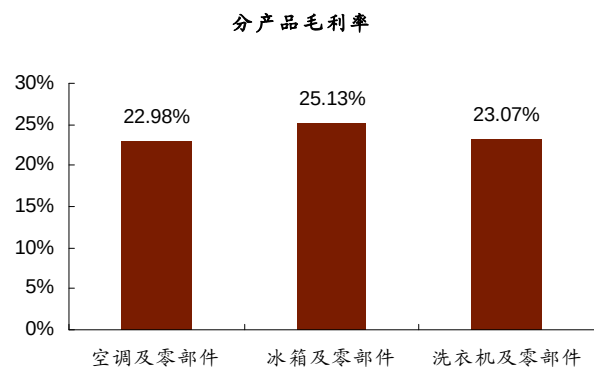
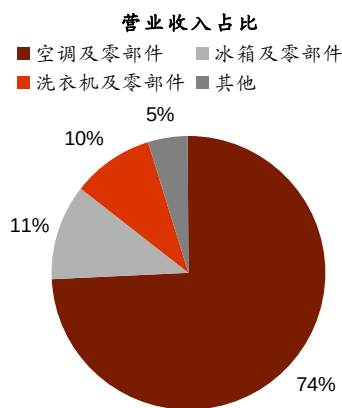
图表 2：分部报表

	空调及零部件	冰箱及零部件	洗衣机及零部件
1H09			
营业收入（包括分部间交易）	19233	2942	2545
营业利润	1274	247	115
营业利润率	6.6%	8.4%	4.5%
1H08			
营业收入（包括分部间交易）	22793	2945	1985
营业利润	1227	150	48
营业利润率	5.4%	5.1%	2.4%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

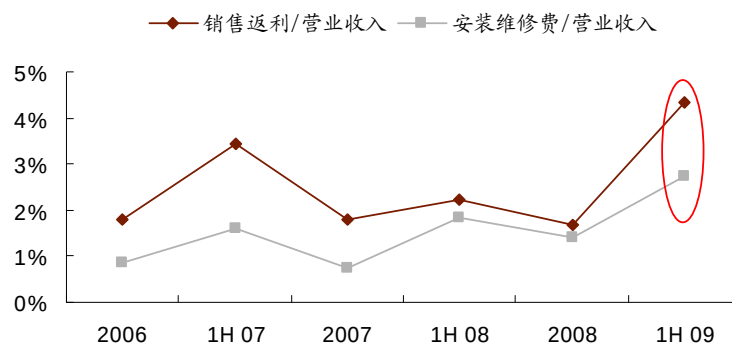
图表 3: 分产品主营业务收入和毛利率表现

	营业收入 (百万人民币)		毛利率	
	1H09	YoY	1H09	YoY
美的电器(000527.CH)				
空调及零部件	18,487	-14%	22.98%	增加3.05个百分点
冰箱及零部件	2,813	1%	25.13%	增加2.84个百分点
剔除小天鹅	2,635	3%	26.85%	增加4.09个百分点
洗衣机及零部件	2,413	30%	23.07%	增加1.88个百分点
剔除小天鹅	827	-22%	19.56%	增加0.53个百分点
其他	1,188	-36%	9.23%	增加1.95个百分点
合计	24,901	-11%	22.58%	增加3.18个百分点
剔除小天鹅	23,082	-14%	22.63%	增加2.63个百分点
小天鹅A(000418.CH)				
洗衣机	1586	7%	24.89%	增加0.78个百分点
冰箱	178	-59%	-0.48%	减少17.56个百分点
其他	56	-81%	9.59%	增加3.05个百分点
合计	1819	-18%	21.95%	增加1.53个百分点



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 4: 预提费用充分



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5：主要财务指标和预测

(人民币百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	35,188	45,313	48,171	54,567	60,468
(+/-%)	66.2%	28.8%	6.3%	13.3%	10.8%
营业总成本	-33,592	-43,603	-45,532	-51,207	-56,498
营业成本	-28,725	-36,632	-38,103	-43,004	-47,607
销售费用	-3,390	-4,614	-5,386	-6,074	-6,671
管理费用	-1,138	-1,725	-1,686	-1,910	-2,086
财务费用	-291	-481	-289	-146	-55
其他经营收益	233	17	33	0	0
营业利润	1,829	1,727	2,672	3,360	3,970
少数股东损益	-483	-518	-709	-890	-1,040
净利润	1,212	1,033	1,655	2,078	2,428
(+/-%)	126%	-15%	60%	26%	17%
现金流量表					
经营活动现金流	1,748	3,753	1,824	4,084	4,581
投资活动现金流	-1,182	-3,852	-1,979	-1,000	-500
融资活动现金流	-205	264	413	-1,202	-811
货币资金增加额	2,164	2,285	2,542	4,424	7,693
资产负债表					
总资产	19,685	23,384	26,912	30,569	34,958
流动资产	14,176	13,785	16,228	19,896	24,829
货币资金	2,164	2,285	2,542	4,424	7,693
应收款项	3,817	5,534	5,883	6,664	7,385
存货	7,108	5,138	6,945	7,850	8,700
非流动资产	5,509	9,599	10,684	10,673	10,129
长期股权投资	16	247	247	247	247
固定资产	3,803	5,662	6,907	7,022	6,583
无形资产	885	2,668	2,583	2,501	2,421
总负债	13,529	16,091	14,324	14,878	15,516
流动负债	13,504	16,015	14,324	14,878	15,516
短期借款	1,172	2,360	860	560	560
应付款项	9,538	9,781	9,652	10,305	10,755
预收帐款	1,426	1,054	1,120	1,269	1,406
长期负债	25	21	0	0	0
股东权益	6,156	7,293	12,588	15,691	19,443
实收股本	1,261	1,891	2,080	2,080	2,080
少数股东权益	1,244	2,536	3,245	4,136	5,176
财务指标					
流动比率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
存货周转天数	90	51	67	67	67
应收款项周转天数	50	52	52	52	52
应付款项周转天数	132	103	98	93	88
营业周期	8	0	22	27	32
毛利率	18.4%	19.2%	20.9%	21.2%	21.3%
营业利润率	5.2%	3.8%	5.5%	6.2%	6.6%
净利润率	3.4%	2.3%	3.4%	3.8%	4.0%
总资产报酬率	6.2%	4.4%	6.2%	6.8%	6.9%
净资产收益率	24.7%	21.7%	17.7%	18.0%	17.0%
投入资本回报率	19.6%	14.0%	13.1%	13.2%	12.5%
资产负债率	68.7%	68.8%	53.2%	48.7%	44.4%
每股收益	0.58	0.50	0.80	1.00	1.17
每股净资产	2.36	2.29	4.49	5.55	6.86
每股经营现金流	0.92	1.98	0.96	2.16	2.42
市盈率	27.4	32.1	20.0	16.0	13.7
市净率	6.8	7.0	3.6	2.9	2.3
股价/经营现金	17.3	8.0	16.5	7.4	6.6

资料来源：公司资料，中金公司研究部

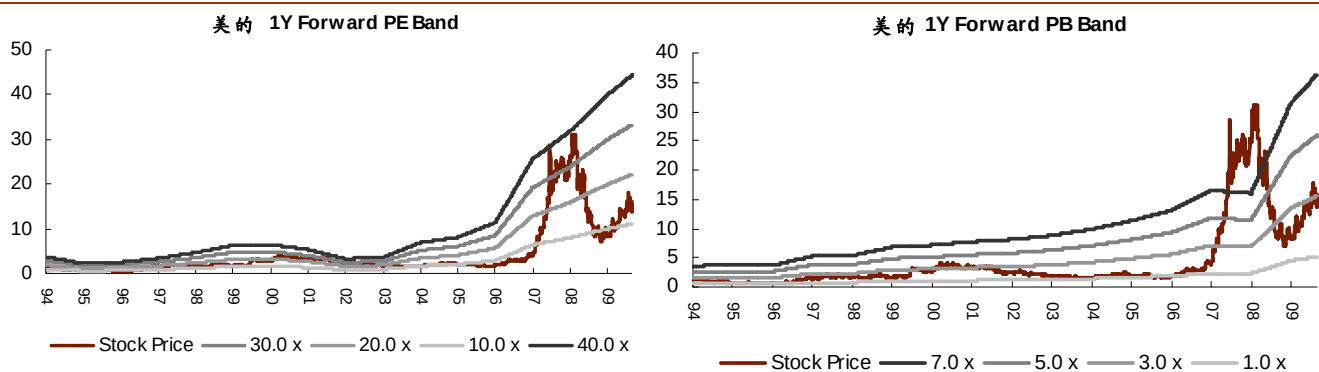
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 6: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (百万美元)	货币单位	股价 (本国货币)	每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	PEG
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		
A股												
白电												
000527.CH	美的电器	4,857	CNY	15.95	0.50	0.80	1.00	32.1	20.0	16.0	17.3%	1.2
000651.CH	格力电器	6,158	CNY	22.39	1.05	1.27	1.46	21.4	17.7	15.3	12.9%	1.4
600690.CH	青岛海尔	3,114	CNY	15.89	0.57	0.72	0.87	27.7	22.2	18.3	19.2%	1.2
600983.CH	合肥三洋	642	CNY	13.17	0.35	0.56	0.74	37.6	23.5	17.9	33.9%	0.7
000418.CH	小天鹅A	544	CNY	8.05	0.07	0.31	0.43	115.0	26.1	18.9	35.2%	0.7
000521.CH	美菱电器	327	CNY	6.22	0.06	0.11	0.21	103.7	55.0	29.6	68.3%	0.8
600336.CH	澳柯玛	325	CNY	6.50	0.04	n.a	n.a	162.5	n.a	n.a	n.a	n.a
000921.CH	ST科龙	551	CNY	5.54	-0.23	0.18	0.25	-24.09	n.a	n.a	0.17	n.a
A股平均								59.5	27.6	19.5		
黑电												
000100.CH	TCL集团	1,544	CNY	3.59	0.19	0.16	0.19	18.9	22.7	18.8	0.6%	36.0
600839.CH	四川长虹	1,437	CNY	5.17	0.02	0.09	0.16	258.5	56.2	33.4	31.9%	1.8
000016.CH	深康佳	680	CNY	4.58	0.21	0.26	0.33	21.8	17.8	13.9	20.2%	0.9
600060.CH	海信电器	888	CNY	12.29	0.46	0.63	0.78	26.7	19.6	15.9	17.1%	1.1
A股平均								81.5	29.1	21.0		
小家电												
002242.CH	九阳股份	1,931	CNY	26.00	1.18	1.41	1.73	22.0	18.5	15.1	18.0%	1.0
002032.CH	苏泊尔	1,126	CNY	17.32	0.53	0.66	0.80	32.5	26.4	21.6	21.2%	1.2
002035.CH	华帝股份	139	CNY	5.53	-0.06	n.a	n.a	-92.2	n.a	n.a	n.a	n.a
000533.CH	万家乐	702	CNY	8.33	0.11	0.18	0.24	75.7	46.8	35.3	35.7%	1.3
A股平均								6.7	56.1	41.1		
H股												
白电												
1169.HK	海尔电器	442	HKD	1.69	0.08	n.a	n.a	21.1	n.a	n.a	n.a	n.a
0921.HK	海信科龙	551	HKD	2.01	-0.23	n.a	n.a	-8.7	n.a	n.a	n.a	n.a
0449.HK	志高控股	196	HKD	2.98	0.22	0.41	0.52	13.8	7.3	5.7	0.07	1.0
H股平均								6.2	n.a	n.a		
黑电												
0751.HK	创维	859	HKD	2.83	0.20	0.19	0.35	14.2	14.9	8.1	10.8%	1.4
1070.HK	TCL多媒体	506	HKD	3.91	-3.62	n.a	n.a	-1.1	n.a	n.a	n.a	n.a
2618.HK	TCL通讯	88	HKD	0.95	0.04	n.a	n.a	23.75	n.a	n.a	n.a	n.a
H股平均								6.5	14.9	8.1		
美国												
WHR.US	Whirlpool	4,683	USD	63.26	5.57	3.88	4.36	11.4	16.3	14.5	19.2%	0.9
UTX.US	United Technology	56,203	USD	59.71	5.00	4.07	4.45	11.9	14.7	13.4	9.3%	1.6
GE.US	GE	151,964	USD	14.30	1.72	0.97	0.88	8.3	14.7	16.3	11.1%	1.3
欧洲												
ELUXB.SS	Electrolux	6,504	SEK	147.80	1.29	6.76	9.96	114.6	21.9	14.8	36.7%	0.6
ARCLK.TI	Arcelik	1,992	TRY	4.54	0.07	0.40	0.39	64.9	11.3	11.6	8.0%	1.4
DLG.IM	De'Longhi	463	EUR	2.17	0.27	0.19	0.22	8.0	11.3	9.8	21.7%	0.5
SK.FP	SEB	2,546	EUR	35.67	3.20	2.65	3.04	11.1	13.5	11.7	12.4%	1.1
PHIA.NA	Philips	21,698	EUR	16.37	-0.09	0.37	0.79	-181.8	44.8	20.7	75.6%	0.6
日本												
6502.JP	Toshiba	218	JPY	485	39	-106	-14	12.3	-4.6	-34.4	n.a	n.a
6367.JP	Daikin Industries	111	JPY	3560	264	84	43	13.5	42.5	82.6	113.0%	0.4
6752.JP	Panasonic	388	JPY	1489	133	-184	-74	11.2	-8.1	-20.2	n.a	n.a
6758.JP	Sony	272	JPY	2545	368	-170	-105	6.9	-15.0	-24.3	n.a	n.a
6753.JP	Sharp	126	JPY	1069	93	-115	-21	11.5	-9.3	-51.0	n.a	n.a
韩国												
066570.KS	LG Electronics	16,303	KRW	140500	2992	13188	14683	47.0	10.7	9.6	0.2	0.6
国际平均								11.4	12.1	5.0		

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。