

动态报告

家用电器

白色家电

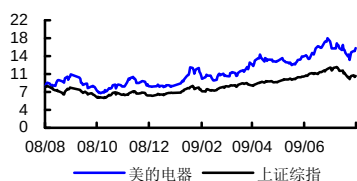
美的电器(000527)
推荐

09 年中报点评

(维持评级)

2009 年 8 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	15.95
总股本/流通 A 股(百万股)	2,080.18/2,078.38
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	33,178.82/33,150.09
上证综指/深圳成指	2,967.60/11,995.03
12 个月最高/最低 (元)	17.95/6.90

财务数据

净资产值(百万元)	5,796.84
每股净资产(元)	2.79
市净率	5.72
资产负债率	69.61%
息率	0.63%

相关研究报告:

《美的电器成长价值分析: 多元化战略+产品价值提升》——2009-7-29

《美的电器: 多元化基础上的产品价值提升》——2009-7-27

《美的电器: 多元化发展战略成效逐步体现》——2009-7-13

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

产品价值提升成效显著

● 受益于中高端产品比率上升和材料成本下降

09 年 1-6 月, 公司收入和归属母公司所有者净利润为 249 亿元、11.49 亿元, 分别同比下降 11.3% 和同比增长 19%, 每股收益 0.61 元, 超出我们之前的预期, 主要是由于产品综合毛利率上升幅度超出预期。在材料成本下降的情况下, 二季度在前期房地产销售、高温气候、更换需求上升的带动下, 产品均价下降幅度低于材料成本下降幅度。另外在公司变频空调、高能效比空调、滚筒洗衣机、大容量高端冰箱的销售比率上升, 上半年毛利率 22.6%, 同比上升 3 个百分点。

● 变频空调销售快速提升, 为未来进一步提升市场份额和盈利打下伏笔

08 年四季度, 公司率先在国内推出性价比更有竞争力的多个系列变频空调产品, 部分城市的空调销售量比率已经超过了 30%, 在该细分产品上市场份额已经上升到行业领先地位。节能的角度而言, 变频空调是未来空调产品发展大势所趋, 公司在该产品上的先发优势有望为其下半年一级 2010 年盈利提升打下伏笔。

● 营销体系进一步深化调整

09 年 7 月底公司成立了中国营销总部, 将综合各产品事业部的市场开发和品牌推广等职能为一体, 各事业部销售人员仍然按产品划分, 形成矩阵式营销体系, 最终达到统一综合各产品事业部营销的目的。出口销售也将采取类似管理模式。公司的这一较大调整让我们感受到了其多元化战略的不断深化实施, 进一步让我们加强了对公司未来多元化发展战略将带来的价值提升。

● 近期销售成绩继续表现上佳

7、8 月公司各产品销售继续表现良好, 下半年有望在出口、地产拉动下继续给投资者贡献良好业绩表现。

● 维持“推荐”评级

我们继续看好公司多元化战略和产品价值提升带来的持续成长, 维持对公司的“推荐”评级。09、2010、2011 年每股收益 0.87、1.05 和 1.23 元。

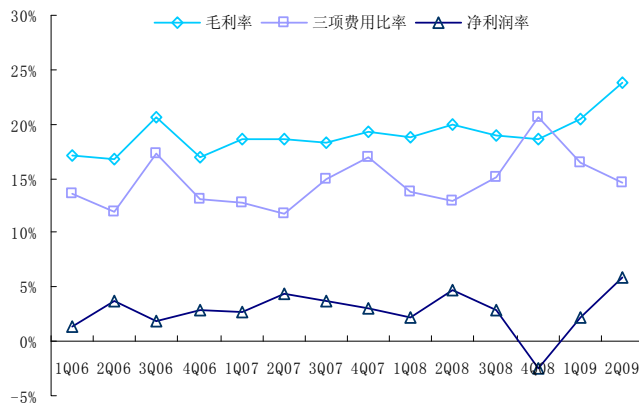
盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	35,188.34	45,313.46	43,954	50,547	56,613
(+/-%)	66.21%	28.77%	-3.0%	15.0%	12.0%
净利润(百万元)	1,212.19	1,033.02	1804	2185	2564
(+/-%)	126.09%	-14.78%	74.6%	21.2%	17.3%
每股收益 (元)	0.96	0.55	0.87	1.05	1.23
EBIT Margin	5.53%	4.53%	7.2%	7.4%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	24.68%	21.75%	30.0%	28.9%	27.4%
市盈率 (PE)	16.59	29.20	18.4	15.2	12.9
EV/EBITDA	8.71	11.72	12.9	11.3	10.2
市净率 (PB)	4.09	6.35	5.51	4.40	3.55

产品结构优化带下的毛利率明显提升

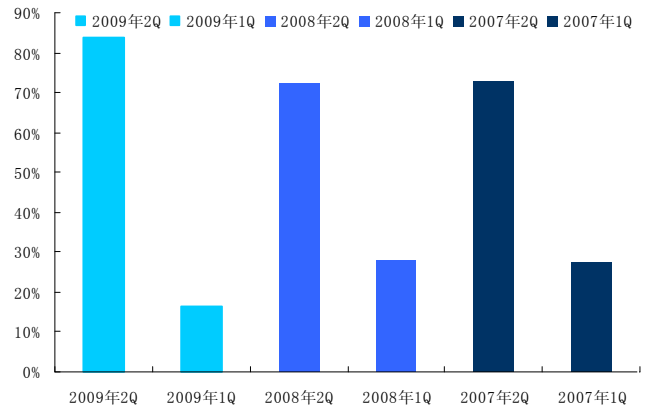
09 年上半年是一个相比历史发展来说比较特殊的时期，收入、利润分布都与过去有较大的不同，我们从图 2，09 年 2 季度归属母公司股东净利润占到上半年的 84%，高出去年分比率。从收入和利润增速来说，2 季度出现了快速收入和利润的反弹，在分享了行业内需恢复上升、原材料成本同比低于去年的两大有利因素外，公司在三类产品上均有较好的产品结构优化体现：变频空调产品开发和销售得到快速提升、滚筒等高端洗衣机产品销售比率上升、大容量新型冰箱产品销售比率上升。公司因此获得较好的毛利率提升表现（图 1），成为上半年公司业绩超预期的最主要原因。

图 1：公司 06-09 年毛利率和费用/收入比率变化（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：07-09 年 1-6 月公司归属母公司股东净利润分布比率



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 1: 09 年上半年公司分季度收入等指标同比增速比较（%）

	2Q09	1Q09
收入同比增速	6%	-28%
营业利润同比增速	30%	-38%
归属母公司股东净利润同比增速	34%	-32%
存货	-51%	-8%
应收票据	-1%	16%
应收帐款	-6%	10%
其他流动负债	65%	20%
预收款项	15%	130%
经营现金流量净额	44%	217%

资料来源：国信证券经济研究所

09 年 1-6 月在国内销售下降幅度超过出口的情况，出口收入比率由去年下半年的 38% 下降到 32%。但与行业均值比较来说，公司的出口下滑幅度低于同行水平。

盈利预测假设

表 2: 利润预测表 (百万)

	2009 年毛利率	2010 年毛利率	2006 年收入	2007 年收入	2008 年收入	2009 年收入	2010 年收入
家用空调	20.00%	20.30%	165	214	262	217	233
商用和中央空调	30.00%	29.00%	18	30	46	49	59
冰箱	22.00%	22.00%		24	50	63	72
洗衣机	23.00%	23.00%		18	42	51	61
压缩机	26.00%	24.00%	18	27	23	20	22
其他	18.00%	18.00%	11	19	30	32	32
合计	20.60%	20.81%	212	332	453	431	478

资料来源: 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2285	4467	6357	9410
应收款项	5534	5419	6232	6980
存货净额	5138	5051	5836	6525
其他流动资产	830	176	202	226
流动资产合计	13787	15112	18627	23141
固定资产	5662	5595	5489	5253
无形资产及其他	1195	1148	1101	1054
投资性房地产	2493	2493	2493	2493
长期股权投资	247	247	247	247
资产总计	23384	24596	27958	32190
短期借款及交易性金融负债	2360	2000	1000	700
应付款项	9474	10101	11671	13050
其他流动负债	4181	3216	3693	4130
流动负债合计	16015	15317	16364	17880
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	76	76	76	76
长期负债合计	76	76	76	76
负债合计	16091	15393	16440	17955
少数股东权益	2536	3184	3969	4890
股东权益	4757	6019	7549	9344
负债和股东权益总计	23384	24596	27958	32190

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.55	0.87	1.05	1.23
每股红利	0.43	0.26	0.32	0.37
每股净资产	2.52	2.89	3.63	4.49
ROIC	27%	32%	43%	53%
ROE	22%	30%	29%	27%
毛利率	19.16%	22.50%	22.20%	22.40%
EBIT Margin	5%	7%	7%	8%
EBITDA Margin	6%	9%	9%	9%
收入增长	36%	-3%	15%	12%
净利润增长率	-13%	75%	21%	17%
资产负债率	80%	76%	73%	71%
息率	2.7%	1.8%	2.2%	2.6%
P/E	29.2	18.4	15.2	12.9
P/B	6.3	5.5	4.4	3.6
EV/EBITDA	16.0	12.9	11.3	10.2

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	45313	43954	50547	56613
营业成本	36632	34064	39326	43932
营业税金及附加	42	0	0	0
销售费用	4614	5143	5813	6510
管理费用	1725	1586	1665	1859
财务费用	481	14	(68)	(159)
投资收益	39	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(131)	(10)	(10)	(10)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	1727	3137	3801	4460
营业外净收支	28	0	0	0
利润总额	1756	3137	3801	4460
所得税费用	204	408	494	580
少数股东损益	518	926	1122	1316
归属于母公司净利润	1033	1804	2185	2564

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1033	1804	2185	2564
资产减值准备	85	10	(2)	(4)
折旧摊销	593	595	646	678
公允价值变动损失	131	10	10	10
财务费用	481	14	(68)	(159)
营运资本变动	231	528	421	350
其它	29	638	787	926
经营活动现金流	2103	3584	4047	4523
资本开支	(2817)	(501)	(501)	(401)
其它投资现金流	151	0	0	0
投资活动现金流	(2896)	(501)	(501)	(401)
权益性融资	45	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(805)	(541)	(656)	(769)
其它融资现金流	2798	(360)	(1000)	(300)
融资活动现金流	1234	(901)	(1656)	(1069)
现金净变动	441	2181	1890	3053
货币资金的期初余额	1845	2285	4467	6357
货币资金的期末余额	2285	4467	6357	9410
企业自由现金流	41	3371	3822	4378
权益自由现金流	2839	2999	2881	4216

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

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021- 68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 煊	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021- 68866253		皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021- 68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn				