

评级：审慎推荐（维持）

家电行业

公司研究报告

第一创业研究所

任文杰 S1080207050038

联系人：龚鑫

电话：0755-82485007

邮件：gongxin@fcsc.cn

美的电器（000527）调研简报

——整合显成效加基数因素造就冰洗较快增长

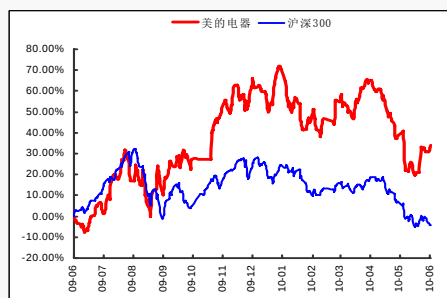
交易数据

52 周内股价区间（元）	10.29-23.6
总市值（百万元）	37349.58
流通股本（百万股）	3116.66
流通股比率（%）	99.9%

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	10132.38
每股净资产	3.25
市净率	3.69
资产负债率	65.0%

公司股价近一年走势



相关报告

投资要点：

- **公司运行机制高效** 美的电器主要从事家用及商用空调、压缩机、冰箱及洗衣机的生产和销售。公司自 1993 年上市至 2009 年，连续 17 年盈利，实现了营业收入增长 50 倍，复合增长率为 26%，实现归属于上市公司股东净利润增长 15 倍，复合增长率为 17%。公司拥有一批执行力强的经理人团队，运营机制灵活而高效。
- **白电整合进入收获期** 美的电器从 2007 年开始在全国进行渠道改革，开始实施从区域销售中心到销售公司的转变，2008 年公司基本完成各地销售公司的组建，2009 年进行了国内渠道的梳理，将冰箱和洗衣机业务纳入空调销售渠道，以期望形成多元化的协调效应。公司在 2009 年进行了冰洗纳入空调销售渠道的梳理，在 2009 年底已基本完成，2010 年将是公司渠道整合进入收获期的一年。
- **对空调增长较谨慎 但不乏看点** 公司对空调整体的增长较谨慎，主要在于：从 2010 年 6 月 1 日新能效补贴标准开始实施，根据 1、2 级能效空调与 3 级能效空调的成本差异情况，补贴标准调整为 150、250 元，下降幅度约 70%，空调节能补贴下降后，空调价格会有上调的可能，短期内会抑制一部分需求。第二、前期加快清理空调库存，透支一部分需求。第三、农村消费习惯短期内不会变，基本上对家电的购置顺序依然维持：彩电、冰箱、洗衣机、空调，而城市更新需求目前不如冰箱和洗衣机来得快。预计以上因素使空调销售收入在 10% 以内增长。变频空调销量增长会比较快是其中的一个看点，公司 2008 年销售约 60 万台，2009 年销售约 150 万台，2010 年销量处于快速增长期，但由于变频空调还处于推广期，营销费用和返利较高，目前利润率比较一般，预计未来会提升。
- **冰洗业务开始发力** 从 2009 年公司进行了国内渠道的梳理，将冰箱和洗衣机业务纳入空调销售渠道以后，冰箱和洗衣机借助空调的销售渠道开始发力。2009 年冰箱收入 63.13 亿元，同比增长 25.90%；洗衣机收入 59.65 亿元，同比增长 41.46%。冰洗业务实现较快增长，收入占比分别从 2008 年的 11.07%、9.31% 上升到 13.35%、12.62%。2010 年将是冰箱和洗衣机渠道整合收获的一年，加上基数较小，我们预计 2010 年冰箱收入增速约 30%，洗衣机收入增速约 44%。
- **投资建议：**我们预计 2010-2012 年公司将实现营业收入同比增长



17.3%、16.1%、15.7%；实现归属于母公司净利润同比增长 36.8%、14.7%、20.2%；实现每股收益为 0.83、0.95、1.14 元。对应 6 月 1 日收盘价 11.97 元市盈率为 14.5、12.7、10.5 倍，维持“审慎推荐”投资评级。

单位: 万元	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	4,531,346	4,727,825	5,543,611	6,433,361	7,441,468
同比 (%)	36.1%	4.3%	17.3%	16.1%	15.7%
营业毛利	868,192	1,030,303	1,083,840	1,237,135	1,436,203
同比 (%)	40.0%	18.7%	5.2%	14.1%	16.1%
归属母公司净利润	103,302	189,190	258,751	296,761	356,578
同比 (%)	-13.4%	83.1%	36.8%	14.7%	20.2%
每股收益 (元)	0.55	0.91	0.83	0.95	1.14
ROE	21.72%	20.02%	21.49%	19.78%	19.20%
P/E (倍)	21.9	13.2	14.4	12.6	10.5

1、机制高效 白电整合进入收获期

美的电器（000527）主要从事家用及商用空调、压缩机、冰箱及洗衣机的生产和销售。公司自 1993 年上市至 2009 年，连续 17 年盈利，实现了营业收入增长 50 倍，复合增长率为 26%，实现归属于上市公司股东净利润增长 15 倍，复合增长率为 17%。公司拥有一批执行力强的经理人团队，运营机制灵活而高效。

表 1、公司近 5 年来业绩情况

单位: 百万元	2005	2006	2007	2008	2009
一、营业总收入	21,313.61	21,170.51	33,296.55	45,313.46	47,278.25
减：营业成本	17,382.97	17,422.99	27,096.48	36,631.54	36,975.22
营业税金及附加	1.22	8.20	26.15	41.57	60.57
销售费用	2,371.52	2,067.75	3,265.84	4,613.87	5,730.73
管理费用	787.53	698.00	1,048.92	1,725.42	1,660.16
财务费用	131.58	139.14	252.55	481.41	222.45
资产减值损失	0.00	8.29	24.46	109.33	168.63
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	53.49	-22.13	27.13
投资净收益	9.71	16.79	180.10	39.13	32.12
其中：对联营收益	0.00	16.79	178.57	46.13	9.46
二、营业利润	697.97	842.93	1,815.75	1,727.31	2,519.75
加：营业外收入	25.27	22.74	103.54	119.70	396.42
减：营业外支出	25.35	33.57	49.54	91.44	163.34
三、利润总额	697.89	832.10	1,869.75	1,755.57	2,752.83
减：所得税	61.13	28.02	195.38	204.47	238.96
四、净利润	636.76	804.07	1,674.37	1,551.10	2,513.87
减：少数股东损益	254.99	267.93	480.90	518.08	621.96
归属于母公司所有者的净利润	381.77	536.15	1,193.47	1,033.02	1,891.90
EPS		0.85	0.95	0.55	0.97

数据来源：公司公告、第一创业研究所



公司业务从家用空调向商用空调延伸，通过并购华凌、荣事达、小天鹅从空调产品向冰箱、洗衣机产品延伸，从国内市场向海外市场拓展，以期打造成白电巨头。

表 2、公司分产品收入构成

单位: %	2009	2009H1	2008	2008H1	2007	2007H1
空调	67.77	74.24	67.86	72.43	73.29	77.1
冰箱	13.35	11.3	11.07	7.65	7.33	6.95
洗衣机	12.62	9.69	9.31	6.73	5.35	3.44

数据来源：公司公告、第一创业研究所

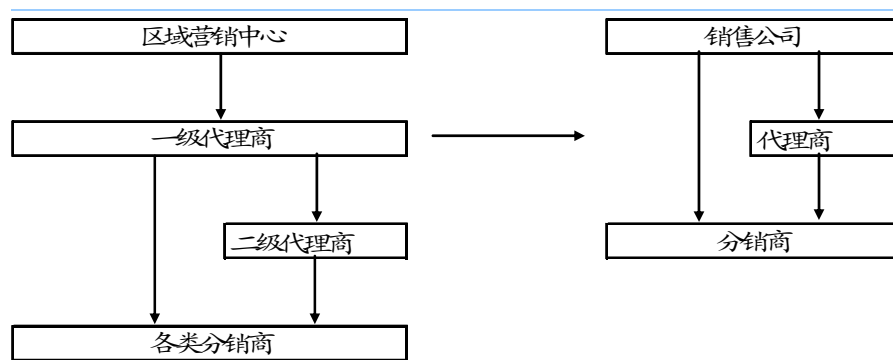
表 3、公司分产品毛利率情况

单位: %	2009	2009H1	2008	2008H1	2007	2007H1
空调(%)	22.5	22.98	19.34	19.6	17.83	
冰箱(%)	22.9	25.13	21.17	27.65	24.7	28.24
洗衣机(%)	24.04	23.07	21.29	21.19	19.88	20

数据来源：公司公告、第一创业研究所

美的电器从 2007 年开始在全国进行渠道改革，开始实施从区域销售中心到销售公司的转变，2008 年公司基本完成各地销售公司的组建，2009 年进行了国内渠道的梳理，将冰箱和洗衣机业务纳入空调销售渠道，以期形成多元化的协调效应。

图 1、公司销售渠道模式



资料来源：第一创业研究所

公司销售模式实现从区域销售中心到销售公司的转变以后，缩短了整个营销体系的价值链，实现扁平化管理，节约了成本、提高了反应速度。

公司在 2009 年进行了冰洗纳入空调销售渠道的梳理，在 2009 年底已基本完成，2010 年将是公司渠道整合进入收获期的一年。



2、对空调增长较谨慎 但不乏看点

公司对空调整体的增长较谨慎，主要在于：

第一、从 2010 年 6 月 1 日开始，中央财政将按新能效标准对等级 2 级及以上产品继续给予补贴，实施期限到 2011 年 5 月 31 日，新能效标准实施后，根据 1、2 级能效空调与 3 级能效空调的成本差异情况，补贴标准调整为 150、250 元，下降幅度约 70%，空调节能补贴下降后，空调价格会有上调的可能，短期内会抑制一部分需求。第二、前期加快清理空调库存，透支一部分需求。第三、农村消费习惯短期内不会变，基本上对家电的购置顺序依然维持：彩电、冰箱、洗衣机、空调，而城市更新需求目前不如冰箱和洗衣机来得快。预计以上因素使空调销售收入在 10% 以内增长。

表 4、高效节能空调推广财政补贴新标准

额定制冷量 (W)	财政补贴标准 (元/台)	
	能效等级1级	能效等级2级
额定制冷量 $\leq$ 4500	200	150
4500<额定制冷量 $\leq$ 7500	250	200

资料来源：第一创业研究所

变频空调销量增长会比较快是其中的一个看点，公司 2008 年销售约 60 万台，2009 年销售约 150 万台，2010 年销量处于快速增长期，但由于变频调还处于推广期，营销费用和返利较高，目前利润率比较一般，预计未来会提升。

3、冰洗业务开始发力

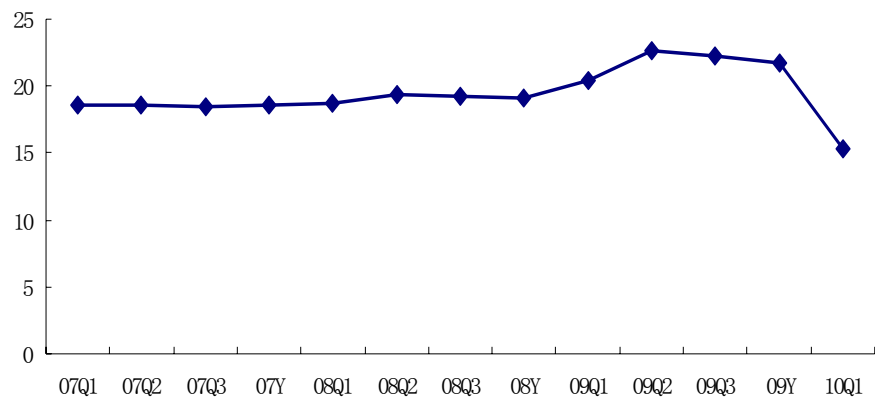
从 2009 年公司进行了国内渠道的梳理，将冰箱和洗衣机业务纳入空调销售渠道以后，冰箱和洗衣机借助空调的销售渠道开始发力，这在 2009 年已经逐步显现出来，2009 年冰箱收入 63.13 亿元，同比增长 25.90%；洗衣机收入 59.65 亿元，同比增长 41.46%。冰洗业务实现较快增长，收入占比分别从 2008 年的 11.07%、9.31% 上升到 13.35%、12.62%。2010 年将是冰箱和洗衣机渠道整合收获的一年，加上基数较小，我们预计，冰箱全年增速约 30%，洗衣机全年增速约 44%。

4、2009 年毛利率达到近期高点

2009 年在原材料价格同比下降、公司成本管控、产品结构变化及营销模式变革继续深化等各方面因素的影响，毛利率同比提高了 2.63% 达到 21.79%。



图 2、公司毛利率及变化情况



数据来源：公司公告，第一创业研究所

公司 2010 年一季度毛利率比 2009 年度毛利率下降 6.44%，主要在于原材料成本上升，以及公司洗衣机销售渠道整合到销售公司后，销售费用和产品差价转移到销售公司所至。2009 年毛利率应该属于近期内的高点。

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

表 5、各项业务收入及增速

收入（百万元）	2008A	2009A	2010	2011	2012
空调	30751.36	32039.22	34890.71	39252.04	44747.33
冰箱	5014.15	6312.70	8282.26	9946.99	11498.72
洗衣机	4217.04	5965.32	8625.86	11117.42	13352.03
压缩机（外销）	2349.04	2818.85	3185.30	3647.17	4201.54
收入增速（%）	2008A	2009A	2010	2011	2012
空调	26.02%	4.19%	8.90%	12.50%	14.00%
冰箱	105.57%	25.90%	31.20%	20.10%	15.60%
洗衣机	136.79%	41.46%	44.60%	25.50%	20.10%
压缩机（外销）	117.54%	20.00%	13.00%	14.50%	15.20%

数据来源：公司公告，第一创业研究所



表 6、美的电器 2010-2012 年盈利预测简表（单位：万元）

项 目	2008	2009	2010	2011	2012
一、营业收入	4,531,346.19	4,727,824.83	5,543,611.00	6,433,360.57	7,441,468.17
减：营业成本	3,663,153.96	3,697,521.58	4,459,770.55	5,196,225.33	6,005,264.81
营业税金及附加	4,156.97	6,056.58	5,780.41	6,935.20	7,855.40
销售费用	461,387.40	573,073.33	543,273.88	611,169.25	706,939.48
管理费用	172,542.07	166,016.39	187,598.52	206,358.37	222,867.04
财务费用	48,141.00	22,244.58	-7,113.01	-20,464.20	-28,042.38
资产减值损失	10,933.48	16,862.69	-7,633.01	7,353.10	7,610.58
加：公允价值变动收益	-2,212.62	2,712.69	0.00	0.00	0.00
投资收益	3,912.74	3,212.49	20,914.43	14,995.77	14,995.77
二、营业利润	172,731.43	251,974.86	332,848.09	440,779.29	533,969.01
加：营业外收入	11,969.97	39,642.24	43,606.46	46,658.91	48,991.86
减：营业外支出	9,144.26	16,334.21	17,150.92	18,008.47	18,908.89
三、利润总额	175,557.14	275,282.88	409,303.63	469,429.73	564,051.97
减：所得税费用	20,446.92	23,896.26	65,488.58	75,108.76	90,248.32
四、净利润	155,110.22	251,386.63	343,815.05	394,320.98	473,803.66
归属母公司净利润	103,302.47	189,190.18	258,750.57	296,760.65	356,578.24
少数股东损益	51,807.75	62,196.44	85,064.48	97,560.33	117,225.42
五、总股本(万股)	189,106.99	208,017.69	312,026.53	312,026.53	312,026.53
六、摊薄每股收益(元/股)	0.55	0.91	0.83	0.95	1.14

数据来源：公司公告、第一创业研究所

5.2、投资建议

我们预计 2010-2012 年公司将实现营业收入同比增长 17.3%、16.1%、15.7%；实现归属于母公司净利润同比增长 36.8%、14.7%、20.2%；实现每股收益为 0.83、0.95、1.14 元。对应 6 月 1 日收盘价 11.97 元市盈率为 14.5、12.7、10.5 倍，维持“审慎推荐”投资评级。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120