

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

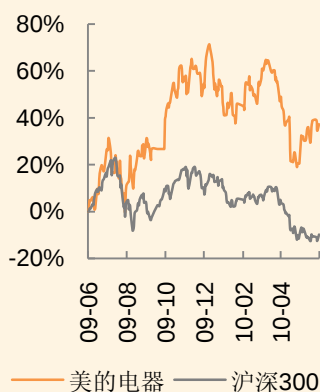
E-Mail: LFY2840@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: ZY2831@xcsc.com

公司股价最近一年走势:



事件: 我们到美的电器 (000527) 进行了实地调研。

研究要点:

□ 渠道整合彰显成效, 步入收获期

2007 年以来, 公司进行渠道整合, 将原有的区域销售中心转型为销售公司。销售公司由经销商共同出资组建, 经销商持有销售公司的股份, 从而提升了经销商的积极性。另一方面由销售分公司直接面对各类分销商, 省去了原有的一级经销商的环节, 公司的销售模式更加扁平化, 销售链条的缩短使公司销售费用大幅下降。2009 年下半年以来, 公司将冰箱、洗衣机也纳入空调的销售渠道, 在全国 3 万多家终端零售网点形成了白电多元化经营。通过渠道整合, 公司费用率出现大幅下降, 2010 年一季度, 公司期间费用率降低 3.92 个百分点至 12.50%。随着渠道规模效应的逐步加强, 预计未来 1-2 年公司费用率仍有小幅下降空间。

□ 空调新政影响仅在短期体现, 变频成为未来增长点

自 6 月份空调已经开始实施新能效标准, 定频空调节能补贴金额也有较大幅度下降。目前公司空调出厂价已经提升 10-15%, 补贴降低的压力已经通过价格上涨来转嫁出去, 这也是空调行业目前面临的普遍情况。我们认为价格的上涨, 及 6 月份之前低价清理库存, 使得部分需求被提前透支, 这将会使 6-7 月空调销售会受到一定抑制。

我们认为公司空调业务的主要看点在变频空调。定频节能补贴金额的降低使得目前新定频 1、2 级空调的价格已经于变频 4、5 级空调价格相差不多, 相比之下, 变频空调在舒适度、节能等方面的优势将更加明显, 我们看好下半年变频空调的销售。公司也计划加大变频空调的销售比例, 预计今年变频空调在家用空调中销量的比例有望增至 30%。随着进一步推广, 变频空调将成为公司空调业务未来的增长点。

□ 冰洗增长显著

2009 年受益于渠道整合, 公司冰洗业务增长十分显著。冰箱渠道整合是从去年下半年开始, 下半年冰箱业务收入增速为 20.2%; 洗衣机的增长更为明显, 洗衣机的渠道整合自去年 10 月份开始, 四季度小天鹅销售收入即实现爆发式增长, 增速高达 67.8%。公司目前对于冰洗的战略是沿用空调和小家电取得成功的战略, 即“先抢占份额, 再提升利润”。目前通过渠道整合, 公司将逐步实现冰洗业务的规模化, 达到扩张的第一步。渠道的张力将带动公司冰洗业务未来几年的快速增长。

□ 盈利预测与投资建议

我们认为今年公司将进入渠道整合的收获期，预计公司 10-12 年摊薄后 EPS 分别为 0.81 元、0.95 元和 1.13 元，对应昨日收盘价 12.37 元，PE 分别为 15.27 倍、13.02 倍和 10.95 倍，估值偏低，首次给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 16.2 元。

□ 风险提示

房地产销售持续低迷的风险；原材料剧烈波动的风险；

盈利预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	45,313	47,278	55,189	62,347	70,482
增长率 YOY (%)	28.8%	4.3%	16.7%	13.0%	13.0%
净利润(百万元)	1,025	1,892	2,530	2,955	3,512
增长率 YOY (%)	-15.42%	84.5%	33.8%	16.8%	18.8%
摊薄 EPS (元)	0.33	0.61	0.81	0.95	1.13

数据来源：湘财证券研究所

盈利预测表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21132	29854	32867	38669	营业收入	47278	55189	62347	70482
现金	3855	9613	10860	14655	营业成本	36975	44934	50986	56819
应收账款	4667	5464	5674	6414	营业税金及附加	61	55	56	63
其他应收款	359	425	499	564	营业费用	5731	6071	6235	7048
预付账款	808	1033	1275	1420	管理费用	1660	1932	1995	2185
存货	5828	7118	7571	8438	财务费用	222	-240	-386	-491
其他流动资产	5616	6201	6988	7178	资产减值损失	169	30	30	30
非流动资产	10526	9681	8804	8018	公允价值变动收益	27	10	10	10
长期投资	375	347	317	317	投资净收益	32	30	30	30
固定资产	5694	5288	4742	4120	营业利润	2520	2447	3472	4867
无形资产	1221	1201	1193	1193	营业外收入	396	1300	800	200
其他非流动资产	3236	2845	2552	2388	营业外支出	163	80	50	50
资产总计	31658	39535	41670	46687	利润总额	2753	3667	4222	5017
流动负债	18859	23671	22308	23110	所得税	239	403	422	502
短期借款	540	500	500	500	净利润	2514	3264	3799	4516
应付账款	9216	11234	11217	11364	少数股东损益	622	733	844	1003
其他流动负债	9104	11937	10591	11246	归属母公司净利润	1892	2530	2955	3512
非流动负债	70	70	70	70	EBITDA	3589	3001	3899	5199
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.91	0.81	0.95	1.13
其他非流动负债	70	70	70	70					
负债合计	18930	23740	22378	23180	主要财务比率				
少数股东权益	3277	4010	4854	5858	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2080	3120	3120	3120	成长能力				
资本公积	3126	2086	2086	2086	营业收入	4.3%	16.7%	13.0%	13.0%
留存收益	4261	6583	9226	12426	营业利润	45.9%	-2.9%	41.8%	40.2%
归属母公司股东权益	9451	11784	14438	17649	归属于母公司净利润	84.5%	33.8%	16.8%	18.8%
负债和股东权益	31658	39535	41670	46687	获利能力				

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2056	5832	1234	3734	ROE(%)	20.0%	21.5%	20.5%	19.9%
净利润	2514	3264	3799	4516	ROIC(%)	31.0%	37.0%	36.8%	50.2%
折旧摊销	847	794	814	822	偿债能力				
财务费用	222	-240	-386	-491	资产负债率(%)	59.8%	60.0%	53.7%	49.6%
投资损失	-32	-30	-30	-30	净负债比率(%)	2.85%	2.11%	2.23%	2.16%
营运资金变动	-3055	1872	-2973	-1191	流动比率	1.12	1.26	1.47	1.67
其他经营现金流	1560	173	11	108	速动比率	0.81	0.96	1.13	1.30
投资活动现金流	-1113	-67	-62	-118	营运能力				
资本支出	1123	0	0	0	总资产周转率	1.72	1.55	1.54	1.60
					应收账款周转率	11	10	10	11

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	47278	55189	62347	70482	营业收入	4.3%	16.7%	13.0%	13.0%
营业成本	36975	44934	50986	56819	营业利润	45.9%	-2.9%	41.8%	40.2%
营业税金及附加	61	55	56	63	归属于母公司净利润	84.5%	33.8%	16.8%	18.8%
营业费用	5731	6071	6235	7048	获利能力				
管理费用	1660	1932	1995	2185	毛利率(%)	21.8%	18.6%	18.2%	19.4%
财务费用	222	-240	-386	-491	净利率(%)	净利率(%)	4.0%	4.6%	4.7%
资产减值损失	169	30	30	30	ROE(%)	20.0%	21.5%	20.5%	19.9%
公允价值变动收益	27	10	10	10	ROIC(%)	31.0%	37.0%	36.8%	50.2%
投资净收益	32	30	30	30	偿债能力				
营业利润	2520	2447	3472	4867	资产负债率(%)	59.8%	60.0%	53.7%	49.6%
营业外收入	396	1300	800	200	净负债比率(%)	2.85%	2.11%	2.23%	2.16%
营业外支出	163	80	50	50	流动比率	1.12	1.26	1.47	1.67
利润总额	2753	3667	4222	5017	速动比率	0.81	0.96	1.13	1.30
所得税	239	403	422	502	营运能力				
净利润	2514	3264	3799	4516	总资产周转率	1.72	1.55	1.54	1.60
少数股东损益	622	733	844	1003	应收账款周转率	11	10	10	11
归属母公司净利润	1892	2530	2955	3512					
EBITDA	3589	3001	3899	5199					
EPS (元)	0.91	0.81	0.95	1.13					

长期投资	-6	-26	-40	10	应付账款周转率	4.84	4.39	4.54	5.03
其他投资现金流	5	-93	-102	-108	每股指标（元）				
筹资活动现金流	744	-7	74	179	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.81	0.95	1.13
短期借款	-1821	-40	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.87	0.40	1.20
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.78	4.63	5.66
普通股增加	189	1040	0	0	估值比率				
资本公积增加	2823	-1040	0	0	P/E	20.48	15.31	13.11	11.03
其他筹资现金流	-448	32	74	179	P/B	4.10	3.29	2.68	2.20
现金净增加额	1688	5758	1247	3795					

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。