

冰洗业务增长快

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010 年 8 月 30 日美的电器 (000527.SZ) 公布了 2010 年半年度报告, 公司 2010 年上半年营业收入达到 390.25 亿元, 同比增长 56.72%; 营业利润为 19.19 亿元, 同比增长 14.20%, 归属上市公司股东净利润为 17.89 亿元, 同比大幅增长 56.06%。稀释每股收益为 0.57 元。每股经营活动产生的现金流净额为 1.67 元。

2. 我们的分析与判断

美的电器 (000527.SZ) 是我国重要的家电行业龙头, 目前公司具备空调、冰箱和洗衣机互补支持的完美组合, 公司空调产品市场份额保持在前两位, 冰箱和洗衣机产品销售快速增长, 目前的经营状况略超出我们的预期。

公司在 2010 年上半年实现了销售收入高增长, 其中, 冰箱和洗衣机业务明显呈加速增长的态势。2010 年上半年, 公司营业收入实现了 56.72% 的增长, 其中, 冰洗业务增长率分别达到 99.16% 和 100.38%, 超过了总收入的增速, 也超过了空调业务的增长速度 (39.85%), 这在我们的预期之中, 也在我们的预期之外。所谓预期之中是指, 政府推出的家电下乡和以旧换新对冰箱和洗衣机比较有利, 市场潜在需求巨大, 行业增长前景较好 (具体参见图 1—图 6), 冰洗业务高速增长在预料之中; 所谓预期之外是指, 美的电器 (000527.SZ) 冰箱和洗衣机增长速度超出了我们原先的预测, 2010 年上半年, 滚筒洗衣机行业销量超过 450 万台, 同比增长 60%, 滚筒洗衣机市场份额由去年的 16.1% 提升至 20.5%, 2010 年 1-4 月高端冰箱整体销售量比例同比提升 13.75 个百分点, 公司抓住了冰箱和洗衣机更新换代带来的市场需求, 发挥渠道优势 (专卖店超过 10000 家), 获得了远远高于行业增长的发展速度。我们对公司冰洗业务保持高增长继续持乐观的态度。美的电器 (000527.SZ) 空调业务依然是主要的收入组成部分 (具体参见图 7), 并保持强大的竞争力。上半年公司直流变频空调内销增长超过 100%, 市场份额不断上升。公司在技术研发、生产控制和渠道等方面具备较强的竞争力, 未来保持增长可以期待。

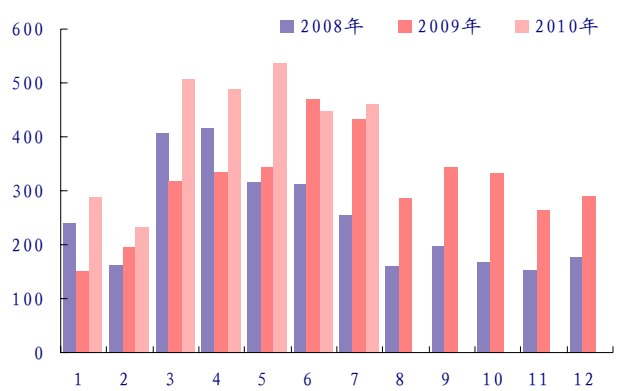
盈利能力较强。公司二季度毛利率开始回升, 虽然没有达到 2009 年的水平, 但是较一季度上升了 3.15 个百分点。空调、冰箱和洗衣机的毛利率分别为 18.34%、17.09% 和 17.71%, 较去年同期分别下降了 4.64 个百分点、8.04 个百分点和 5.36 个百分点。我们判断, 毛利率大幅下降主要是由于原材料价格上升, 以及产品价格下滑所致, 行业特性较强。考虑到原材料价格因素, 我们预计下半年毛利率下降的空间不大。

目前公司的渠道建设优势显现, 专卖店接近 10000 家, 综合店接近 60%, 通过推动 “千县万镇工程”, 新增网点 40000 个, 公司销售费用增速和管理费用增速远远小于收入增速, 上半年销售费用率较去年明显下降 (降 2.76 个百分点), 一季度和二季度的销售费用率分别为 9.58% 和 8.71%。上半年公司收到节能惠民补贴共 6.26 亿元。公司的销售质量较好, 存货低于年初的水平, 每股经营现金流 1.67 元, 较去年增长 41.53%。

3. 投资建议

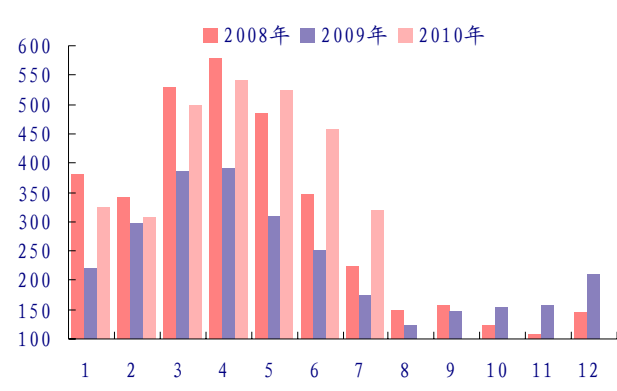
美的电器 (000527.SZ) 是我国重要的白色家电龙头企业之一, 目前公司的空调业务稳定增长, 市场份额处于前两位; 公司的洗衣机和冰箱业务处于上升期, 受消费升级和公司大力推动的影响, 是重要的看点之一, 公司空调加冰洗的业务模式确保了收入增长和业务稳定。考虑到公司积极进取的经营战略, 我们上调了公司的业绩预测, 预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.97 元、1.25 元和 1.53 元, 维持给予公司 “推荐” 评级。

图 1: 2008-2010 年中国家用空调行业内销销售量 (万台)



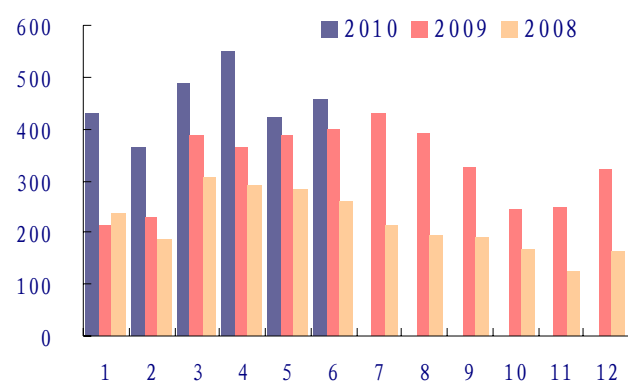
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 2: 2008-2010 年中国家用空调行业外销销售量 (万台)



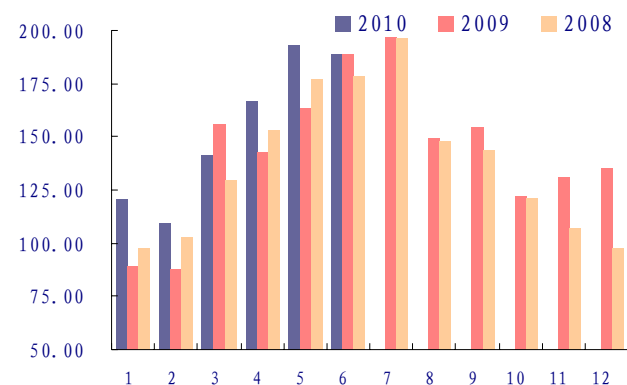
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 3: 2008-2010 年中国家用冰箱行业内销销售量 (万台)



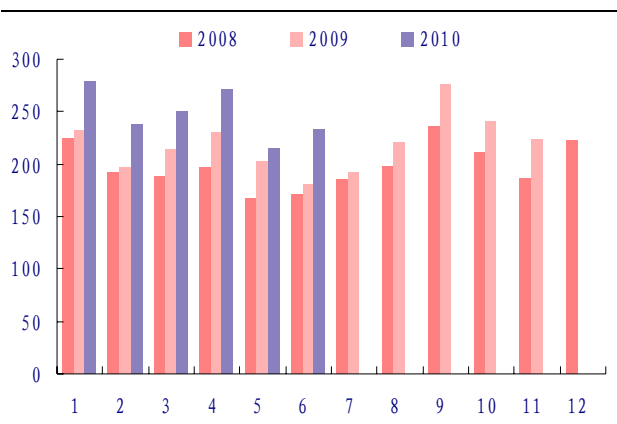
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 4: 2008-2010 年中国家用冰箱行业外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 5: 2008-2010 年中国洗衣机行业内销销售量 (万台)



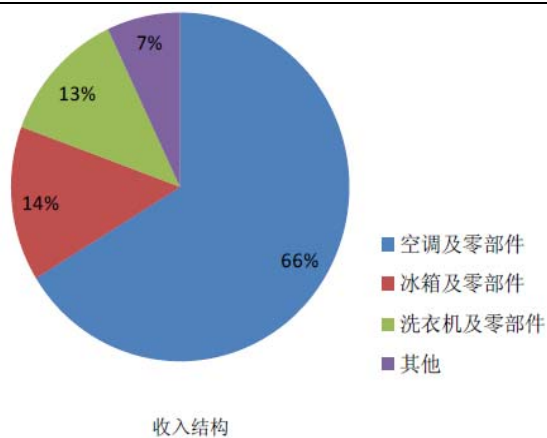
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 6: 2008-2010 年中国洗衣机行业外销销售量 (万台)



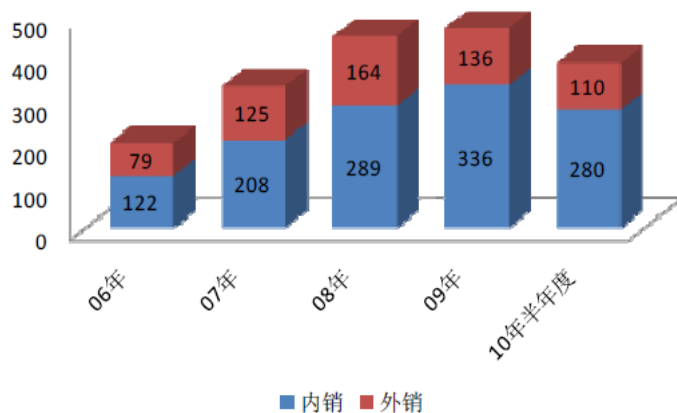
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 7: 美的电器 2010 年上半年收入结构图



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

图 8: 2006-2010 年美的电器内销和外销 (亿元)



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 1: 美的电器 (000527.SZ) 分季度财务数据表

单位: 亿元	2010Q2	增长率	2010Q1	增长率	2009Q4	增长率	2009Q3	增长率	2009Q2	增长率	2009Q1	增长率
营业收入	234.84	46.07%	155.41	76.12%	116.21	8.04%	107.56	16.18%	160.77	6.15%	88.24	-28.46%
营业成本	191.39	56.20%	131.55	87.23%	92.48	9.47%	84.48	12.52%	122.53	1.05%	70.26	-29.89%
毛利率	18.50%	-	15.35%	-	20.42%	-	21.46%	-	23.79%	-	20.38%	-
销售费用	20.46	7.46%	14.89	43.31%	13.44	-6.93%	14.44	58.68%	19.04	29.52%	10.39	-15.67%
销售费用率	8.71%	-	9.58%	-	11.57%	-	13.43%	-	11.84%	-	11.77%	-
管理费用	5.37	35.26%	4.25	22.13%	6.21	111.22%	2.94	-28.47%	3.97	11.52%	3.48	-1.42%
管理费用率	2.29%	-	2.73%	-	5.34%	-	2.73%	-	2.47%	-	3.94%	-
财务费用	1.44	157.14%	0.29	-53.23%	0.34	-51.43%	0.7	-6.67%	0.56	-58.21%	0.62	-44.64%
财务费用率	0.61%	-	0.19%	-	0.29%	-	0.65%	-	0.35%	-	0.70%	-
营业利润	16.19	16.90%	3.00	1.35%	2.34	-61.32%	6.05	37.19%	13.85	29.92%	2.96	-38.20%
营业外收入	0.30	36.36%	6.55	1884.85%	3.29	2641.67%	0.12	-63.64%	0.22	15.79%	0.33	450.00%
营业外支出	0.29	-21.62%	0.20	42.86%	0.87	248.00%	0.25	108.33%	0.37	37.04%	0.14	-30.00%
利润总额	16.23	18.47%	9.34	195.57%	4.76	-19.46%	5.91	27.92%	13.7	29.61%	3.16	-32.04%
净利润	14.05	18.07%	8.00	185.71%	5.32	3.91%	5.12	31.28%	11.9	22.43%	2.8	-31.87%
归属母公司净利润	11.57	20.65%	6.32	237.97%	3.41	-15.80%	4.05	54.58%	9.59	34.31%	1.87	-32.49%
净利率	4.93%	-	4.07%	-	2.93%	-	3.77%	-	5.97%	-	2.12%	-

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 美的电器（000527.SZ）重要财务数据预测表

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2285.3	3855.1	5140.0	13188.0	22591.2	营业收入	45313.5	47278.2	66865.1	84323.5	102228.08
应收票据	2357.3	5448.5	8243.6	10396.1	12603.5	营业成本	36631.5	36975.2	53519.2	66719.1	79824.8
应收账款	2936.3	4666.9	7327.7	9240.9	11203.1	营业税金及附加	41.6	60.6	85.7	108.0	131.0
预付款项	745.7	808.4	899.0	1012.0	1147.2	销售费用	4613.9	5730.7	6552.8	8854.0	10733.9
其他应收款	240.4	358.6	507.2	639.6	775.5	管理费用	1725.4	1660.2	1872.2	2361.1	3578.0
存货	5137.5	5827.5	10684.7	13319.9	15936.3	财务费用	481.4	222.4	120.1	89.0	57.5
其他流动资产	82.4	139.9	713.3	1224.4	1748.6	资产减值损失	109.3	168.6	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	246.9	374.8	374.8	374.8	374.8	公允价值变动收益	-22.1	27.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	5024.2	5694.0	5373.6	5024.4	4585.8	投资收益	39.1	32.1	30.0	30.0	30.0
在建工程	637.6	486.6	543.3	571.7	535.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1727.3	2519.7	4745.1	6222.4	7932.8
无形资产	1194.8	1220.9	1098.8	976.7	854.6	营业外收支净额	28.3	233.1	440.0	440.0	240.0
长期待摊费用	178.0	157.9	142.1	126.3	110.5	税前利润	1755.6	2752.8	5185.1	6662.4	8172.8
资产总计	23383.6	31657.6	43639.6	58686.2	75058.3	减：所得税	204.5	239.0	622.2	799.5	980.7
短期借款	2360.3	539.7	0.0	0.0	0.0	净利润	1551.1	2513.9	4562.9	5862.9	7192.1
应付票据	3405.9	2986.2	4322.4	5388.5	6446.9	归属于母公司净利润	1033.0	1891.9	3032.8	3896.8	4780.3
应付账款	6068.1	9216.0	8797.7	10967.5	13121.9	少数股东损益	518.1	622.0	1530.2	1966.1	2411.8
预收款项	1053.5	1007.3	811.4	564.4	265.0	基本每股收益	0.55	0.91	0.97	1.25	1.53
应付职工薪酬	468.6	559.1	559.1	559.1	559.1	稀释每股收益	0.55	0.91	0.97	1.25	1.53
应交税费	72.5	182.9	182.9	182.9	182.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	307.2	323.0	323.0	323.0	323.0	成长性					
其他流动负债	2033.5	4041.5	11349.0	17862.4	24542.3	营收增长率	36.1%	4.3%	41.4%	26.1%	21.2%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	23.8%	23.9%	69.6%	29.9%	26.7%
预计负债	18.5	11.2	11.2	11.2	11.2	净利润增长率	-13.4%	83.1%	60.3%	28.5%	22.7%
负债合计	16091.1	18929.8	26432.5	35949.7	45558.1	盈利性					
股东权益合计	7292.5	12727.9	17207.1	22736.5	29500.1	销售毛利率	19.2%	21.8%	20.0%	20.9%	21.9%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.3%	4.0%	4.5%	4.6%	4.7%
净利润	1551	2514	4563	5863	7192	ROE	14.2%	14.9%	17.6%	17.1%	16.2%
折旧与摊销	725	847	1002	1059	1112	ROIC	20.94%	19.55%	24.65%	24.25%	23.70%
经营活动现金流	3753	2056	2571	9040	10359	估值倍数					
投资活动现金流	-3852	-1113	-419	-570	-470	PE	26.3	15.8	14.8	11.5	9.4
融资活动现金流	264	744	-868	-422	-486	P/S	0.6	0.6	0.7	0.5	0.4
现金净变动	164	1688	1285	8048	9403	P/B	3.7	2.3	2.6	2.0	1.5
期初现金余额	1845	2285	3855	5140	13188	股息收益率	0.0%	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%
期末现金余额	2009	3973	5140	13188	22591	EV/EBITDA	9.8	8.0	7.6	5.2	3.5

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908