



胡铸强

执业证书编号: S0730209120121

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

渠道整合效果显现

——美的电器（000527）中报点评

研究报告-公司点评

买入（上调）

发布日期: 2010年8月30日

报告关键要素:

受益家电下乡和家电以旧换新的政策刺激和公司内部以渠道整合为核心的营销变革,公司营业收入大幅增加,尽管受原材料价格和空调节能补贴被计入营业外收入影响,公司毛利率有所下降,但营业利润率基本与去年保持一致,公司上半年主营业务盈利能力好于预期。公司通过增发快速扩张产能有利于未来保持高速增长夯实基础。上调公司评级至“买入”。

事件:

- **美的电器公布年报及其增发计划:** 公司报告期内实现营业收入390.25亿元,同比增长56.72%;实现营业利润19.20亿元,同比增长14.20%;实现归属于上市公司股东的净利润17.89亿元,同比增长56.06%,每股收益为0.57元。同时公司公告拟定向增发,不超过3.5亿股,每股定价不低于12.51元,预计募集资金43.785亿元,主要用于公司商用空调、冰箱、家用空调和空调压缩机的产能扩展。

点评:

- **营业收入大幅增长。**公司报告期内受益于家电下乡和家电以旧换新政策,营业收入大增56.72%,其中空调及零部件实现收入258.55亿元,同步增长39.85%,增速明显好于主要竞争对手;冰箱及零部件实现收入56.02亿元,同比增长99.16%,洗衣机及零部件实现收入48.34亿元,同比增长100.38%,洗衣机和冰箱已经成为公司新的利润增长点。
- **毛利率大幅下降。**公司渠道整合的营销变革将部分市场只能转嫁给经销商的同时,也加大了给经销商的批发折扣,这直接导致了公司产品毛利率的下降,此外空调节能补贴导致6.26亿补贴被转移到营业外收入和原材料涨价因素也对毛利率水平产生了负面影响。报告期内公司毛利率较去年同期下降了5.33个百分点,其中空调、冰箱和洗衣机业务的毛利率分别较去年同期下降了4.64、8.04和5.36个百分点,其中冰箱和洗衣机的毛利率下滑幅度值得关注。
- **期间费用控制良好。**受益渠道整合的营销变革,报告期内发生期间销售费用35.45亿元,销售费用率较去年同期下降2.74个百分点;报告期内公司发生管理费用9.62亿元,受益于销售规模过大,公司管理费用率较去年同期下降0.52个百分点。由于汇兑损失增加,报告期内公司财务费用较由去年同期的去的1.18亿元上升到1.73亿元。
- **实际营业利润率好于预期。**报告期内公司实现营业利润19.20亿元,营业利润率为4.92%,若将计入营业外收入的6.26亿空调节能补贴计入营业利润,公司的营业利润率为6.52%,较去年微降0.23个百分点,考虑到去年上半年原材料价格正处于历史性低位,公司抵御通胀的能力好于预期。
- **预提充足,盈利质量较高。**报告期内公司其他流动负债从年初的40.42亿元大幅上升到76.55亿元,其中销售返利预提和维修费用预提分别较年初上升了25亿元和5亿元,增幅分别为116.44%和48.60%,预提充分显示公司收益质量较高。
- **增发扩大产能,夯实基础。**公司拟定向增发不超过3.5亿股,每股定价不低于12.51元,预计募集资金43.785亿元,主要用于公司商用空调、冰箱、家用空调和空调压缩机的产能扩展。具体扩张项目

见表1。公司产能快速扩张有利于为公司未来保持高速增长夯实基础，但由于部分产能的形成期要到2012年末，届时家电下乡政策将结束，届时公司新投产产能能否完全释放还有待观察。

- **上调评级至“买入”。**预计公司2010年和2011年的每股收益分别为1.02元和1.22元，对应的PE分别为14.15倍和11.75倍，上调公司盈利评级至“买入”。
- **风险提示：**(1) 公司冰箱、洗衣机业务毛利率价格下降较快，值得关注。(2) 公司部分募投项目2年后投产，届时恰逢家电下乡政策到期结束，可能对公司产能释放带来负面影响。

表1：公司募投项目情况

募投项目	总投资	募集资金投入	新增产能/年	建设周期	内部收益率	投资回收期
商用空调项目	15 亿	13 亿	75 亿/年	24 个月	29.20%	5.4 年
压缩机（芜湖）项目	9 亿	8 亿	600 万台/年	15 个月	25.40%	6.7 年
冰箱（荆州）项目	8.5 亿	8 亿	500 万台/年	24 个月	39.60%	3.9 年
冰箱（南沙）项目	6.2 亿	4.2 亿	400 万台/年	13 个月	33.80%	4.8 年
空调（南沙）项目	5 亿	4 亿	450 万台/年	24 个月	29.50%	4.5 年
空调（芜湖）项目	7.1 亿	7.1 亿	500 万台/年	18 个月	25.70%	4.9 年

资料来源：中原证券研究所、公司公告

盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	453.13	472.78	721.96	851.91
增长比率（%）	28.77	4.34	52.71	18.00%
净利润（亿元）	10.25	18.92	31.53	37.84
增长比率（%）	(15.43)	84.59	69.10	20.05%
每股收益（元）	0.33	0.61	1.02	1.22
市盈率（倍）	43.59	23.66	14.15	11.75

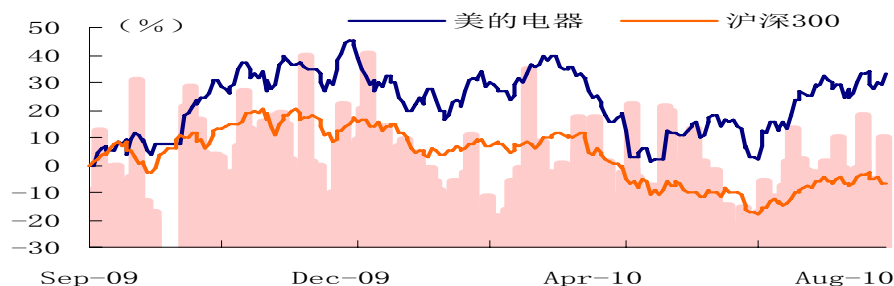
市场数据（2010年08月27日）

收盘价（元）	14.34
一年内最高/最低（元）	23.60/10.29
沪深300指数	2858.57
市净率（倍）	4.05
流通市值（亿元）	446.93

基础数据（2010年06月30日）

每股净资产（元）	3.54
每股经营现金流（元）	1.67
毛利率（%）	17.24
净资产收益率（%）	16.21
资产负债率（%）	65.88
总股本/流通股（万股）	312,027/312,027
B股/H股（万股）	/0

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100341-美的电器年报点评-AA-毛利率提高释放公司盈利能力... 2010 年 3 月 16 日

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。本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。本报告的版权仅为本公司所有，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。