

公司研究

行业：家电

子行业：白电

评级：维持“买入”

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层

信达证券研发中心

张冬峰、柳茵

SAC 执业证书 S150020909013

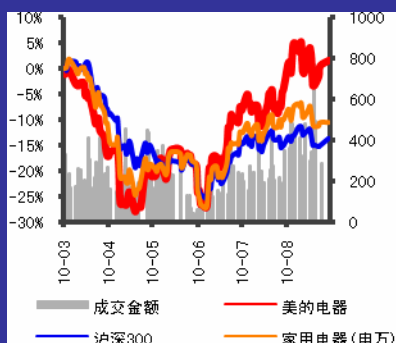
liuyin@cindasc.com

010-63081265

基础数据

当前价	15.15
52 周内高	23.60
52 周内低	9.60
总市值(百万元)	41977.97
流通市值(百万元)	41929.50
总股本(百万股)	2080.18
A 股(百万股)	2080.18
—已流通(百万股)	2077.78
—限售股(百万股)	2.40

个股走势



相关报告：

美的电器：未来变频空调或成亮点-09 年报
点评（10.3.17）美的电器：冰洗业务大幅增长，产业链布局
继续完善（10.8.31）

美的电器（000527）：3、4 级市场渠道仍有较大拓展空间

--调研简报

2010 年 9 月 27 日

投资要点

- **事件：**2010 年 9 月 17 日，我们前往佛山参加美的电器股份有限公司股东大会，并与公司董事长、董秘及其他高管人员就公司经营情况进行了交流。
- **小天鹅的贡献让协同效应发挥明显：**上半年，洗衣机的增长主要是靠网点的增加和结构的改善、特别是滚筒量的增加，市场份额约有 15%。其中，一类市场份额明显增加，主要来自国美和苏宁。未来，洗衣机市场竞争格局将会是整合趋势明显加快，国内品牌将占主导地位。
- **产品的均价不会下降：**公司认为，白电行业未来量的增速将会是 GDP 增速的两倍，产品均价不会出现下降的情况，特别是空调和洗衣机。目前，国内市场以二元市场结构为特征，主要体现在 1、2 级市场的更新换代和 3、4 级市场的普及。
- **渠道整合导致毛利率有所下降，但带来的效果是规模及净利润的上升：**公司认为，冰洗的规模效应边际贡献将会越来越大，出口也将会上规模，规模一旦上升，降成本的空间就出来了。未来，冰洗的毛利率将会稳中有升，空调的毛利率则受上游原材料价格的影响较大。
- **原材料成本通过规模优势弥补，人工成本通过提升效率降低：**目前，公司在新兴市场的布局是自己设厂，在地点的选择上也具有一定的辐射作用；欧美市场主要以代工为主。原材料成本通过规模优势弥补，固定费用折旧同样通过规模来弥补；人工成本是通过提升效率来降低。
- **公司对 3、4 级市场寄予厚望：**在“家电下乡”中，洗衣机品牌有 70 多个，属于品牌占比最多的家电产品。目前，洗衣机主要还是集中在 1、2 级市场，而县、乡、镇级市场还没有美的系品牌，销售网络渗透率在 3、4 级市场约有 40%，因此未来拓展空间还很大。公司计划要做乡、镇俱乐部，做到 6-7 万个网点；2 级城市未来会占主导地位。
- **充分分权是美的基本经营模式：**公司是以分权为基本经营模式的企业，在 3、4 级市场的销售策略明显体现出这一特征，这极大调动了销售公司的积极性。
- **正在寻找新的利润增长点：**公司计划未来投入 2 亿元在中央空调的售后服务上。公司表示，未来利润增长点还是会围绕公司所在的行业发展相关产品。

- **盈利预测：**我们维持 10、11、12 年 EPS 分别为 0.91、1.17、1.34 元，对应 PE 分别为 16.51、12.92、11.20 倍，维持“买入”评级。

Questions & Answers:

Q1: 公司对小天鹅的评价？

A: 我们认为，协同效应发挥明显；洗衣机行业在全球及国内市场的发展空间都很大；在“家电下乡”中，洗衣机品牌有 70 多个，属于品牌占比最多的家电产品；目前，洗衣机产品的出口增长也很快，结构已出现了根本性的变化，滚筒上得很快，同比有 7-8 倍的增长；同时，区域结构也在改善，比如：无锡、合肥、特别是荆州都在扩产；在越南，小天鹅也在扩产，主要卖给东南亚客户；因此，公司管理层很看好该行业。

Q2: 内销市场上洗衣机未来的竞争格局？

A: 整合趋势会明显加快，国内品牌将占主导地位。

Q3: 小天鹅是否还会延续高增长态势？

A: 上半年，洗衣机的增长主要是靠网点的增加和结构的改善、特别是滚筒量的增加，市场份额约有 15%。其中，一类市场份额明显增加，主要来自国美和苏宁。目前，洗衣机主要还是集中在 1、2 级市场，县、乡、镇级市场还没有美的系的品牌，销售网络渗透率在 3、4 级市场约有 40%，因此未来拓展空间还很大。

Q4: 如何看待“价格战”？

A: 我们认为，“价格战”没有什么不好。价格为 1499 元的洗衣机降价，公司并没有因此亏本，而且该价位的产品产量仅 2-3 万台，占比很小；现在市场上卖得最好的还是 3000 元左右的高端产品。“价格战”确实是竞争初期的策略。目前，公司对销售规模做到 1000 亿很有信心，同时也在考虑未来 3 年内新的利润增长点。

Q5: 如何看待补贴方面的负面报道？

A: 今年上半年，补贴只有 6 亿元，卖了 1300 万台中有 400 万台符合能效标准，公司认为是合理的。

Q6: 公司在快速发展中的不可控有没有可能发生（比如对销售公司）？

A: 目前，销售公司都是外包，就是市场关系，没有股权。公司有一系列的标准和手段确定与销售公司的利益一致，即使存在不可控也是合理的，这是企业发展的必经阶段。

Q7: 白电行业未来 3 年的市场销售均价？

A: 公司认为，白电行业未来量的增速将会是 GDP 增速的两倍，产品均价不会出现下降的情况，特别是空调和洗衣机。目前，国内市场以二元市场结构为特征，主要体现在 1、2 级市场的更新换代和 3、4 级市场的普及。

Q8：房地产市场对行业的影响？

A：我们认为，房地产市场的波动对行业有一些影响，但并不大，主要是因为家电的刚性需求波动不大，因此无论房地产行业好还是不好，这块需求的变化都不大。

Q9：如何布局新兴市场？如何降低原材料成本及人工成本？

A：目前，在新兴市场的布局是自己设厂，在地点的选择上也具有一定的辐射作用；欧美市场主要以代工为主。原材料成本通过规模优势弥补，固定费用折旧同样通过规模来弥补；人工成本是通过提升效率来降低。

Q10：未来净利润率的趋势？

A：我们上半年主要是上规模，保盈利，调结构，以实现整体成本的下降及利润的增加。零部件方面，目前模具的投入还是很大的。但周转效率有提高，ROE 的水平也还是不错的。

Q11：如何提高现有产品的附加值？未来利润增长点会是什么？会不会进入陌生领域？

A：公司计划未来将投入 2 亿元在中央空调的售后服务上。未来利润增长点还是会围绕公司所在的行业发展相关产品，不会进入陌生领域。

Q12：渠道方面，3/4 级市场具体有什么拓展计划？

A：公司计划要做乡、镇俱乐部，做到 6-7 万个网点；2 级城市未来会占主导地位。

Q13：毛利率同比下降的原因？未来成本是否还有下降的空间？

A：毛利率同比下降主要是渠道整合的影响，总部集中的费用下放到营销公司，带来的效果是规模及净利润的上升。冰洗的规模效应边际贡献将会越来越大，出口上规模，规模一旦上升，降成本的空间就出来了。未来，冰洗的毛利率将会稳中有升，空调的毛利率则受上游原材料价格的影响较大。今年，美的空调的销量约 2400-2500 万台，洗衣机约 1000 万台，冰箱约 1000 万台。

Q14：海外市场营销模式和国内的有什么区别？加大出口会不会降低净利率？

A：海外和国内的营销机构地位不同，主要是注册机构。下一步会加强与当地渠道商的合作，已划分为 50-60 个国外市场。无论是国内还是国外，就是要充分放权。OEM 目前占 70-80%，目前，空调出口净利润率行业第一；冰洗处于扩张期，目前还是偏重于规模；净利润率国内和国外都差不多。

Q15：美的经营模式是怎样的？

A：战略性、前瞻性，特别是在冰洗业务上。公司是以分权为基本模式的企业。在 3、4 级市场的销售策略是充分分权，并进行 1:1 的投资对待销售公司的投入。公司对 3、4 级市场寄予厚望。

附表：主要财务和估值数据

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	47278.25	66189.55	78103.67	89819.22
增长率(%)	4.34%	40.00%	18.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	1891.90	2843.68	3635.73	4193.20
增长率(%)	83.14%	50.31%	27.85%	15.33%
销售毛利率(%)	21.79%	21.36%	21.95%	21.90%
每股收益(EPS)	0.61	0.91	1.17	1.34
净资产收益率(ROE)	20.02%	23.68%	23.79%	22.00%
市盈率(P/E)	24.82	16.51	12.92	11.20
市净率(P/B)	4.97	3.91	3.07	2.46

数据来源：Wind资讯、信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102