

证券研究报告—动态报告

家用电器

白色家电

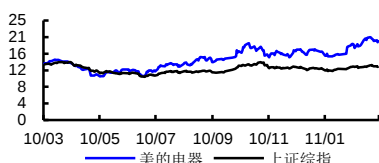
美的电器(000527)
推荐

2010 年年报点评

(维持评级)

2011 年 3 月 17 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	3,384.3/3,120.3
总市值 (百万元)	67,348.5/62,093.3
沪深 300/深圳成指	2,930.80/12,865.75
12 个月最高/最低 (元)	22.50/10.78

相关研究报告:

《美的电器-000527-侧重市场份额提升、节能惠民补贴确认超出同行带动三季度业绩》——2010-10-26

《美的电器-000527-侧重市场份额提升策略成效显著、三季度业绩超预期》——2010-10-12

《美的电器-000527-达成收入和利润率双重提升目标》——2010-8-30

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

公司年报点评

白电综合龙头优势凸现

●白电综合龙头优势凸现

2010 年公司获得收入 745.6 亿元, 同比增长 58%, 净利润 31.27 亿元, 同比增长 65%, 每股收益 0.92 元, 略低于预期 10%, 四季度管理及财务费用比率在四季度上升幅度超出预期。冰箱及洗衣机收入分别达到 99 亿元和 97 亿元, 同比增长 57%和 63%, 规模和竞争优势明显提升, 公司白电综合龙头优势凸现。

●家用空调业务进一步稳健增长的同时, 迎来中央空调的快速上升

2010 年公司中央空调业务销售收入约 50 亿元, 约 10-12%的净利润率, 其中热水机销售 7 个多亿元, 未来还将扩展楼宇控制等其他项目。中央空调计划 3 年后达到产值规模 120 亿元。我们认为公司在中央空调业务上具备很好的增长潜力, 应与家用空调分开估值, 可以给到 30 倍 PE。

●渠道资源共享效用仍有进一步提升空间

公司已经实现了三类白电产品的渠道资源共享机制, 主要体现在一级销售环节的协同销售, 二级以下环节仍有进一步改进空间, 最终的目标形成扁平化的销售渠道。销售公司过去以产品划分进行负责, 将改为以品牌划分负责, 同时兼顾不同品牌的差异化定位。另外重点加强冰箱洗衣机的弱势地区销售, 包括东北、西北、西南, 以及积极拓展全球新兴市场销售布局, 包括东盟、印度、巴西、北非、东欧。

●冰箱洗衣机产品结构、市场布局优化仍有相当大的改进空间

公司在冰箱和洗衣机产品上获得了销售规模的快速增长, 但在中高端产品比率, 在一、二级市场影响力仍与青岛海尔有较大差距。我们认为公司在 2011 年将进一步提升产销规模的同时, 获得产品结构以及市场局部的进一步优化。

●维持“推荐”评级, 6-9 个月合理价值区间: 24-26 元

预期 2011、2012、2013 年每股收益 1.27、1.55、1.87 元, 我们看好公司未来成长为全球白电巨头的持续成长, 维持对公司的“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47,278.25	74,558.89	96,927	116,312	133,759
(+/-%)	4.34%	57.70%	30.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	1,847.75	3,127.10	4275	5255	6344
(+/-%)	80.21%	69.24%	36.7%	22.9%	20.7%
每股收益 (元)	0.89	1.00	1.26	1.55	1.87
EBIT Margin	6.11%		5.6%	6.1%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	20.75%	25.35%	27.1%	26.3%	25.3%
市盈率 (PE)	22.40	19.86	15.8	12.8	10.6
EV/EBITDA	11.23		15.6	12.9	11.1
市净率 (PB)	4.65	5.03	4.27	3.37	2.69

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

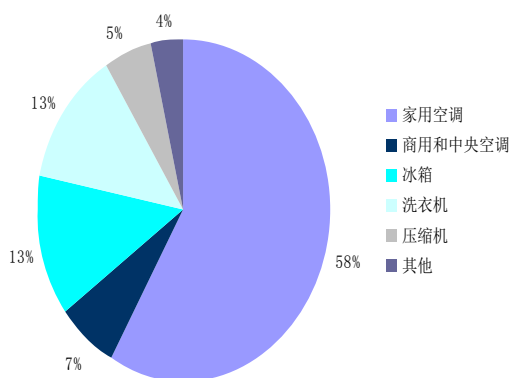
白电综合经营优势得到明显放大

公司 2010 年综合空调、冰箱、洗衣机的经营优势有了非常明显的放大，主要体现在销售渠道协同效应的提升，在渠道资源利用率上升的情况下，公司在冰箱和洗衣机产品上采用了积极的价格竞争策略，很快获得了规模的快速提升。2010 年空调收入 482.59 亿元，同比增长 50.63%；冰箱收入 99.39 亿元，同比增长 57.45%；洗衣机收入 97.29 亿元，同比增长 63.10%。

ROE2010 年末达到 29%，资产结构、经营周转率表现良好。

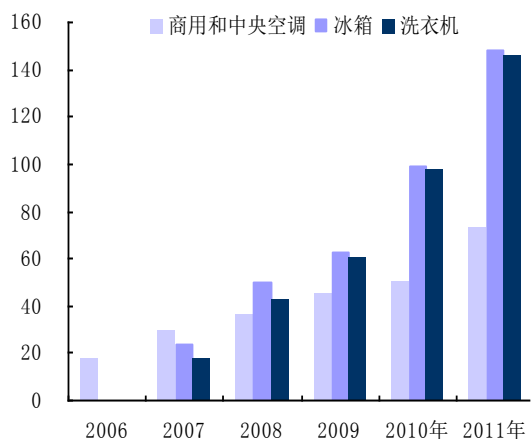
2010 年四季度公司的管理和财务费用方面，由于研发费用、汇兑损益的上升而有所超出预期，使得业绩略低于我们之前的预期。

图 1：2010 年公司主营收入构成比率（%）



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

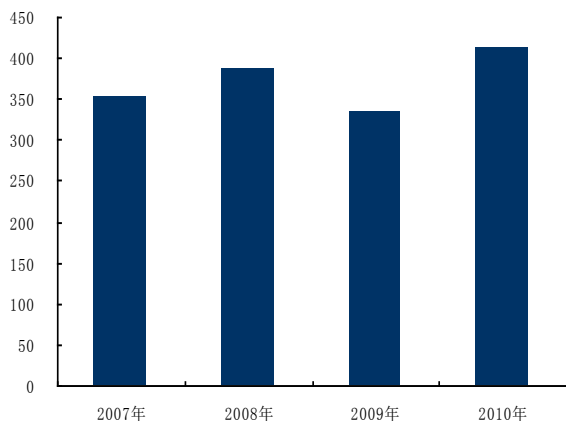
图 2：中央空调、冰洗收入增长预期（百万元）



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

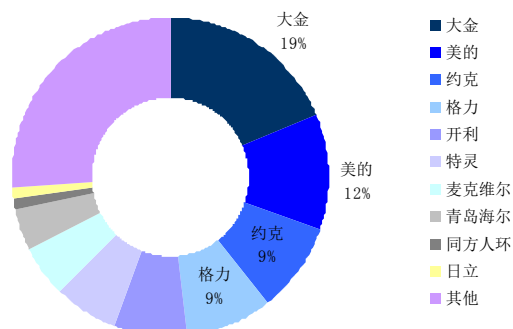
布局中央空调的快速成长

图 3：2007-2010 年国内中央空调市场规模（亿元）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所

图 4：2010 年国内中央空调市场份额分布



资料来源：公司数据

2010 年公司中央空调业务销售收入约 50 亿元，大约 10-12% 的净利润率，其中热水机销售 7 个多亿元。产品包括水系统机组、一拖多产品等。公司目前按产品划分，以 6 个产品公司来进行中央空调的运营，其中包括：

- 1) 大型机组（重庆通用制冷设备有限公司）
- 2) 热水机
- 3) 多联机
- 4) 楼宇控制

通过组织的细分来明确各自产品的专一经营，公司预期未来 3 年的年增速 35—40%。

国内中央空调 2010 年市场规模约 400 亿元，预期未来年增速约 25%，国外中央空调市场规模目前预期 600 亿美元，公司在国内中央空调的市场份额排名第二，在大金之后。上游产业链的涡旋压缩机、离心机压缩机均研发成功，我们认为公司有望依靠自身较好的销售体系和经营体系（按产品分 6 个控股或子公司运营）获得年增速 40% 的成长。预期公司也不排除通过并购的模式来加速中央空调业务竞争力的提升、加快成长速度。

在本次定向增发后，公司投入 15 亿元用于中央空调合肥基地的建设投入，形成重庆、顺德、合肥三个生产基地，设计 3 年达到产值规模 120 亿元。

我们认为公司在中央空调业务上具备很好的增长潜力，应该与家用空调分开估值，这部分业务估值因可以给到 30 倍 PE。

增强冰箱洗衣机竞争力，延伸冷藏冷链产品

2010 年公司冰箱销售突破 1000 万台，冰箱压缩机约 600 万台配套能力，未来还要将压缩机配套能力提升到 1000 万台。公司目前国内销售区域分布而言，70% 的产品销售是在三、四级市场，一、二级市场大约 30%，这与行业平均 50% 的产品在一、二级市场销售的比率而言还有相当大的差距，公司未来的重心就要增加在一、二级市场的市场份额。公司 2010 年推出了法式对开门冰箱，体现公司提升高端产品比率的策略。

公司还将拓展大型冷柜、展示柜，冷库产品，冷链运输，随着国内对产品保鲜、冷藏运输的需求上升，如公司能在该领域研发出较好的产品系列，相信可获得较好的成长空间，目前这些领域仍多半为外资及合资公司所占据。

公司控股的小天鹅 2010 年盈利主要来自于波轮洗衣机，销售滚筒洗衣机 205 万台。预期 2011 年销售滚筒洗衣机 400 万台，而这个目标将是在缩减人员的基础上完成。

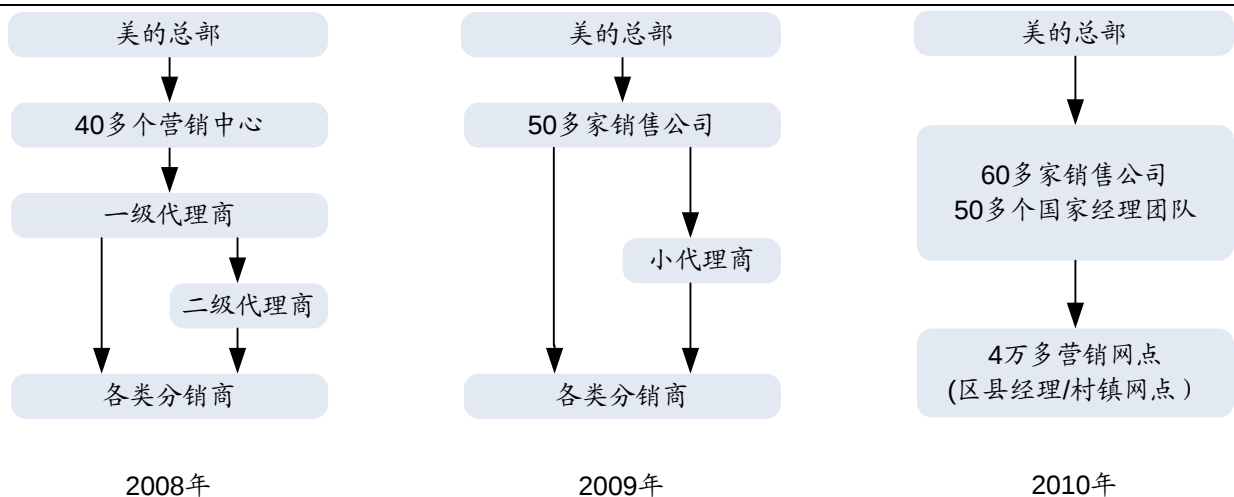
渠道资源共享仍有进一步发挥空间

公司自 2008 年开始调整销售模式，渠道扁平化，缩短渠道传导链，将渠道中重心向最终消费端移，激活销售公司经营动力。公司覆盖（千县万镇）4 万多个营销网点，不同事业部（冰箱、洗衣机、空调）可以共享销售渠道，资源协同效应增强，运营效率提升。2010 年是公司渠道协同效应开始体现的一年，主要体现在一级市

场的协同销售，二级以下市场仍有进一步改进空间，最终的目标形成扁平化的销售渠道，形成不同渠道间的平衡（家电大卖场、专卖店、传统区域专营店），渠道的改进将在以下几个方面推进：

- ✓ 以 40 个二级城市为试点目标，不再分产品与各渠道进行对接销售，而是按不同品牌与渠道对接销售
- ✓ 改变过去销售公司以产品划分的销售负责，而改为以品牌划分的销售负责，然后再来做好不同品牌的差异化定位
- ✓ 冰箱仍是区域大代理制，还要经过二级代理来达到销售实体，未来将进一步将渠道扁平化，同时提高渠道渗透率
- ✓ 改进冰箱洗衣机的弱势地区销售，包括东北、西北、西南，尤其在东北与海尔差距巨大，可能只有海尔的 1/10
- ✓ 在新兴市场（东盟、印度、巴西、北非、东欧）进行渠道布局，成立相应的销售公司，贴近市场

图 5：美的电器销售模式



资料来源：国信证券经济研究所

发展战略清晰、兼顾规模和盈利的成长

公司发展战略清晰，管理机制方面责、权、利对等方面比其他同类公司做的更为有效。2015 年美的集团收入目标 2000 亿，即在“十二五”期间再造一个美的集团。收入 CARG 达到 15%。如果乐观一些，收入翻番的目标可能提前完成，CARG 接近 20%。。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5803	12860	19571	24367	营业收入	74559	96927	116312	133759
应收款项	8781	10622	12747	14658	营业成本	62114	79480	94794	108612
存货净额	10436	12946	15454	17721	营业税金及附加	86	97	116	134
其他流动资产	2846	1454	1745	2006	销售费用	6943	8723	10468	12038
流动资产合计	28017	38032	49666	58904	管理费用	2663	3164	3784	4342
固定资产	8625	8753	8301	7810	财务费用	464	(183)	(358)	(501)
无形资产及其他	1552	1491	1430	1369	投资收益	134	130	140	150
投资性房地产	3079	3079	3079	3079	资产减值及公允价值变动	134	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	781	781	781	781	其他收入	0	0	0	0
资产总计	42054	52137	63258	71943	营业利润	2557	5725	7597	9234
短期借款及交易性金融负债	729	600	600	600	营业外净收支	2406	700	300	300
应付款项	16723	25892	30907	32489	利润总额	4963	6425	7897	9534
其他流动负债	7737	4529	5410	6206	所得税费用	920	964	1185	1430
流动负债合计	25188	31021	36917	39295	少数股东损益	916	1186	1458	1760
长期借款及应付债券	394	394	394	394	归属于母公司净利润	3127	4275	5255	6344
其他长期负债	89	89	89	89					
长期负债合计	483	483	483	483					
负债合计	25671	31504	37400	39779					
少数股东权益	4046	4877	5897	7129					
股东权益	12336	15757	19960	25035					
负债和股东权益总计	42054	52137	63258	71943					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3127	4275	5255	6344
资产减值准备	(185)	(2)	1	1
折旧摊销	809	885	964	1003
公允价值变动损失	(134)	50	50	50
财务费用	464	(183)	(358)	(501)
营运资本变动	830	3001	974	(2062)
其它	969	832	1020	1231
经营活动现金流	5417	9042	8263	6566
资本开支	(3168)	(1001)	(501)	(501)
其它投资现金流	(123)	0	0	0
投资活动现金流	(3697)	(1001)	(501)	(501)
权益性融资	52	0	0	0
负债净变化	394	0	0	0
支付股利、利息	(450)	(855)	(1051)	(1269)
其它融资现金流	288	(129)	0	0
融资活动现金流	228	(984)	(1051)	(1269)
现金净变动	1948	7057	6711	4797
货币资金的期初余额	3855	5803	12860	19571
货币资金的期末余额	5803	12860	19571	24367
企业自由现金流	714	7529	7514	5777
权益自由现金流	1395	7555	7817	6203

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.92	1.26	1.55	1.87
每股红利	0.13	0.25	0.31	0.37
每股净资产	3.65	4.66	5.90	7.40
ROIC	15%	34%	61%	73%
ROE	25%	27%	26%	25%
毛利率	16.69%	18.00%	18.50%	18.80%
EBIT Margin	4%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	7%	7%	7%
收入增长	58%	30%	20%	15%
净利润增长率	65%	37%	23%	21%
资产负债率	71%	70%	68%	65%
息率	0.7%	1.3%	1.6%	1.9%
P/E	21.5	15.8	12.8	10.6
P/B	5.5	4.3	3.4	2.7
EV/EBITDA	26.1	15.6	12.9	11.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
彭甘霖	0755-82133259	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
李 腾	0755-82130833-6223				
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	