

最具潜力白电国际巨头

买入 维持

投资要点:

- 白电尤其空调行业仍维持高景气
- 海外渠道改革, 出口增速有惊喜
- 内部机制合理、盈利能力稳定, 将成为国际巨头, 维持“买入”评级

报告摘要:

- 美的维持高速增长, 盈利能力未受成本上升影响。2010 年实现收入 745.6 亿元, 同比增长 57.7%, 归属于公司股东的净利润 31.3 亿元, 同比增长 69%。2010 年 EPS 为 0.92 元 (考虑今年 1 月非公开增发股份)。毛利率 16.7%, 同比下降了 5.1 个百分点; 销售费用率 9.3%, 同比下降了 2.8 个百分点; 净利率 5.42%, 同比略有提高。
- 业绩解析。收入和利润高速增长, 快于行业: (1) 白电行业高速增长, 刚性需求和必需消费品属性增强; (2) 寡头优势; (3) 机制优势。毛利率和营销费用率下降: (1) 原材料价格上涨; (2) 渠道变革, 权力下放给经销商; (3) 节能惠民补贴收入计入营业外收入。盈利能力提高: (1) 寡头美的对上下游的议价能力增强; (2) 产品升级。
- 经营思路: 完善机制、国际化。经营方针: 坚持“上规模、保盈利、调结构”顺序。渠道改革: 内销渠道整合已完成 65%, 重心是海外市场开拓。海外市场模仿国内营销体制改革: 拓展海外营销机构; 下放经营管理权限; 推动新兴战略市场国家工厂的收购或合资设立。
- 维持“买入”评级。我们继续看好白电行业尤其空调的健康成长, 并认为美的作为白电龙头地位将会进一步巩固, 美的最有潜力最先成为白电国际巨头。2011-13 年 EPS 分别为 1.22、1.54、1.89 元, 对应 PE 为 16 倍、13 倍、11 倍, 今年 PEG 为 0.61, 在行业高景气下, 公司估值略有低估, 是价值投资者的最佳配置标的。
- 风险提示: (1) 原材料成本上涨。(2) 人民币升值抑制出口。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47278.2	74558.89	101295.1	125784.7	156813.4
同比增长率	4.34%	57.70%	35.86%	24.18%	24.67%
归属母公司净利润(百万元)	1891.90	3127.10	4127.81	5214.02	6393.26
同比增长率	83.14%	65.29%	32.00%	26.31%	22.62%
每股收益(元)	0.559	0.924	1.220	1.541	1.889
P/E (倍)	35.60	21.54	16.32	12.92	10.53

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

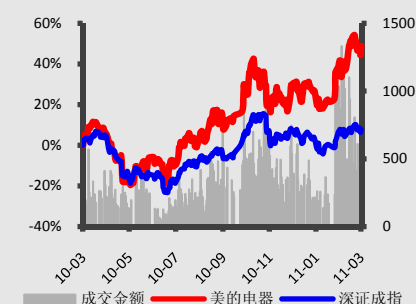
分析师

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	33.84
流通股本(亿)	31.20
股价(元)	19.90
第一大股东	美的集团有限公司
第一大股东持股比例	39.17%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

冰洗行业 11 年 3 月报: 平稳增长, 符合预期 (2011. 3. 6)

空调行业 11 年 2 月报: 空调春季漫步飞扬 出口超预期 (2011. 2. 22)

空调行业 11 年 1 月报: 低估值与高成长双重驱动 (2011. 01. 20)

空调行业 12 月月报: 加速补库存, 政策扶变频 (2010. 12. 21)

冰洗行业 12 月月报: 满意收官, 格局维稳 (2010. 12. 14)

美的维持高速增长，盈利能力未受成本上升影响

美的电器 2010 年实现收入 745.6 亿元，同比增长 57.7%，归属于公司股东的净利润 31.3 亿元，同比增长 69%。2010 年 EPS 为 0.92 元（考虑今年 1 月非公开增发股份）。业绩增速处于公司业绩预增区间的中间值。

2010 年毛利率 16.7%，同比下降了 5.1 个百分点；销售费用率 9.3%，同比下降了 2.8 个百分点；净利率 5.42%，同比略有提高。毛利率和销售费用率同时下降，保持了稳定的盈利水平。

利润分配预案：每 10 股（非公开发行后总股本）派发现金 1.0 元（税前）。

业绩解析

收入和利润高速增长，快于行业：

- （1）行业：白电行业高速增长，刚性需求和必需消费品属性增强；尤其空调增速超预期。
- （2）寡头优势：美的目前的巨大规模和品牌已相对竞争对手形成了难以逾越的竞争优势。
- （3）机制优势：美的拥有不断完善的管理制度和激励机制。细分主体、责权对等的“事业部制”管理模式和“消费者导向”的营销变革，形成了竞争对手难以复制的机制竞争力。

毛利率和营销费用率下降：

- （1）原材料价格上涨，成本上升导致毛利率下降。
- （2）渠道变革：权力下放给经销商，厂家不负责具体的销售渠道管理。给予经销商更多的权责、资源和运营空间，因此毛利率与销售费用率同步下降。
- （3）节能惠民补贴收入计入营业外收入，相应减少营业收入和净利润，导致毛利率在财务表现上下降。毛利率下滑快于销售费用率主要源于此。

随着今年空调节能惠民补贴逐步退出，大部分营业外收入归为营业收入，财务体现上毛利率将上浮到正常水平。

盈利能力提高：

在成本大幅上升的情形下，净利率能不降反升实属不易。

- （1）寡头美的对上下游的议价能力增强，从而加强了盈利能力的稳定性。竞争格局稳定，市场集中度进一步提高。从华意压缩等上游零配件公司 2010 年业绩就可看出，家电整机巨头把大宗原材料成本上涨转移给了上游供应商。
- （2）产品升级：美的变频空调、滚筒洗衣机、多门冰箱增速明显快于整个行业。2010 年美的直流变频空调内销占比约为 30%，同比销售增长近 100%；滚筒洗衣机、多门冰箱及对开门冰箱均同比数倍增长。

经营思路：完善机制、国际化

经营方针：坚持“上规模、保盈利、调结构”顺序

具体操作：完善全球制造布局、大规模推进区域制造布局，今年在各产业上的投资支出总额预计约 50 亿元；多产品统一的营销平台运作。

渠道改革：内销渠道整合已完成 65%，重心是海外市场开拓。海外模仿国内营销体制改革：（1）通过独资与合资合作等方式拓展海外营销机构；（2）进一步下放经营管理权限，进行国家公司的实体化运作；（3）拓展新兴市场，推动新兴战略市场国家工厂的收购或合资设立。

风险提示

（1）成本上升压力：原材料价格持续上涨，人工成本迅速上升；

（2）人民币升值抑制出口，美的 30%收入来自出口。

盈利预测与估值

我们继续看好白电行业尤其空调的健康成长，并认为美的作为白电龙头地位将会进一步巩固，美的最有潜力最先成为白电国际巨头。

随着今年空调节能惠民补贴退出，大部分营业外收入归为营业收入，毛利率同比会明显上升。渠道经营权下放，销售费用率仍保持较低水平。

预计美的 2011-13 年销售收入为 1013 亿元、1258 亿元、1568 亿元，增速分别为 36%、24%、25%；归属母公司股东净利润分别为 41.3 亿元、52.1 亿元、63.9 亿元，分别增长 32%、26%、23%。2011-13 年 EPS 分别为 1.22、1.54、1.89 元，对应 PE 为 16 倍、13 倍、11 倍。今年 PEG 为 0.61，在行业高景气下，公司估值略有低估，是价值投资者的最佳配置标的，维持“买入”评级。

表 1：财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	45313.46	47278.25	74558.89	101295.19	125784.71	156813.45
增长率(%)	36.09%	4.34%	57.70%	35.86%	24.18%	24.67%
归属母公司股东净利润	1033.02	1891.90	3127.10	4127.81	5214.02	6393.26
增长率(%)	-13.44%	83.14%	65.29%	32.00%	26.31%	22.62%
每股收益(EPS)	0.305	0.559	0.924	1.220	1.541	1.889
每股股利(DPS)	0.149	0.056	0.000	0.239	0.302	0.370
每股经营现金流	1.180	0.644	1.746	2.170	1.129	3.261
销售毛利率	19.16%	21.79%	16.69%	19.70%	20.39%	20.40%
销售净利率	3.42%	5.32%	5.42%	5.27%	5.36%	5.27%
净资产收益率(ROE)	21.72%	20.02%	25.35%	20.69%	21.59%	21.83%
投入资本回报率(ROIC)	37.40%	29.09%	15.39%	39.50%	53.82%	46.91%
市盈率(P/E)	65.20	35.60	21.54	16.32	12.92	10.53
市净率(P/B)	14.16	7.13	5.46	3.38	2.79	2.30
股息率(分红/股价)	0.007	0.003	0.000	0.012	0.015	0.019

资料来源：宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	45313.46	47278.25	74558.89	101295.19	125784.71	156813.45
减: 营业成本	36631.54	36975.22	62114.20	81344.26	100141.82	124822.77
营业税金及附加	41.57	60.57	85.79	113.08	140.42	175.06
营业费用	4613.87	5730.73	6943.43	9420.45	11572.19	14505.24
管理费用	1725.42	1660.16	2663.13	3444.04	4276.68	5331.66
财务费用	481.41	222.45	464.06	636.30	627.54	929.71
资产减值损失	109.33	168.63	-16.05	87.30	87.30	87.30
加: 投资收益	39.13	32.12	134.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-22.13	27.13	118.07	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1727.31	2519.75	2556.72	6249.77	8938.75	10961.70
加: 其他非经营损益	28.26	233.08	2406.45	866.40	50.00	60.00
利润总额	1755.57	2752.83	4963.17	7116.17	8988.75	11021.70
减: 所得税	204.47	238.96	919.93	1779.04	2247.19	2755.43
净利润	1551.10	2513.87	4043.24	5337.13	6741.56	8266.28
减: 少数股东损益	518.08	621.96	916.14	1209.32	1527.54	1873.02
归属母公司股东净利润	1033.02	1891.90	3127.10	4127.81	5214.02	6393.26

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1915.80	3844.21	6186.62	14020.80	14930.36	23806.01
应收和预付款项	6279.74	11282.31	11325.68	17093.20	18157.25	25787.83
存货	5137.54	5827.51	10436.25	10862.63	15358.13	17325.00
其他流动资产	82.37	167.08	452.18	452.18	452.18	452.18
长期股权投资	246.87	374.84	781.23	781.23	781.23	781.23
投资性房地产	386.34	327.44	505.40	505.40	505.40	505.40
固定资产和在建工程	5661.76	6180.66	8624.51	11333.98	12790.26	13089.73
无形资产和开发支出	2668.28	2694.38	3025.99	3025.99	3025.99	3025.99
其他非流动资产	185.04	158.20	275.27	137.79	0.31	0.31
资产总计	22563.73	30856.62	41613.13	58213.21	66001.12	84773.70
短期借款	2360.34	539.69	728.56	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	10834.70	13532.56	18853.25	27353.83	29422.34	41181.97
长期借款	0.00	0.00	393.81	393.81	393.81	393.81
其他负债	2076.20	4056.49	5254.81	5254.81	5254.81	5254.81
负债合计	15271.23	18128.75	25230.44	33002.45	35070.96	46830.59
股本	1891.07	2080.18	3120.27	3384.35	3384.35	3384.35
资本公积	302.30	3125.79	2092.10	6128.17	6128.17	6128.17
留存收益	2563.38	4245.36	7123.97	10442.57	14634.43	19774.35
归属母公司股东权益	4756.75	9451.33	12336.34	19955.08	24146.94	29286.87
少数股东权益	2535.76	3276.55	4046.36	5255.68	6783.22	8656.24
股东权益合计	7292.51	12727.87	16382.70	25210.76	30930.17	37943.11
负债和股东权益合计	22563.73	30856.62	41613.13	58213.21	66001.12	84773.70

资料来源: 宏源证券

表 4: 现金流量表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	3992.60	2178.42	5909.78	7342.52	3820.83	11036.82
投资性现金净流量	-3851.93	-1112.64	-4212.28	-2242.20	-1890.50	-919.00
筹资性现金净流量	263.56	743.68	185.09	2733.85	-1020.77	-1242.16
现金流量净额	404.22	1809.46	1882.59	7834.17	909.56	8875.66

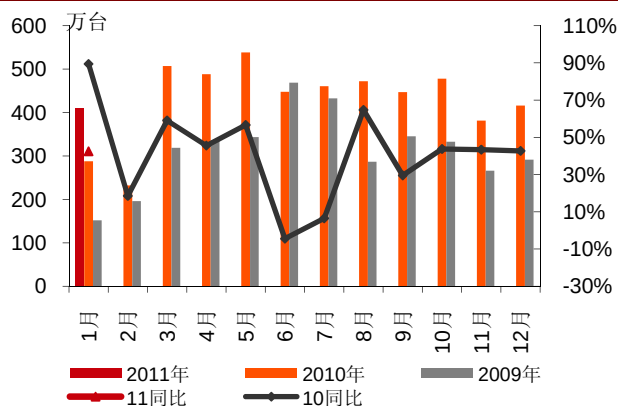
资料来源: 宏源证券

附：美的电器所处的行业增长和竞争格局

空调：

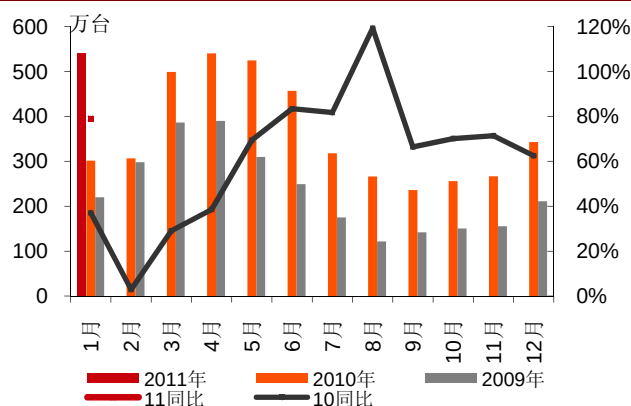
空调行业 2010 年同比增速：出货量 44%、产量 52%、内销 37%、出口 54%。

图 1：空调行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：空调行业出口量（月度）

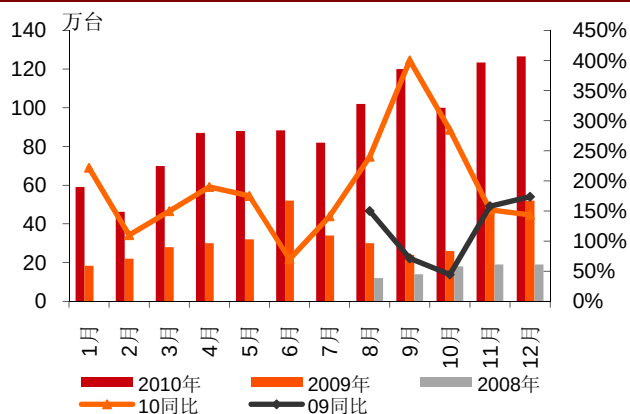


资料来源：产业在线，宏源证券

变频空调 2010 年同比增速：出货量 97%、内销 175%、出口 25%。

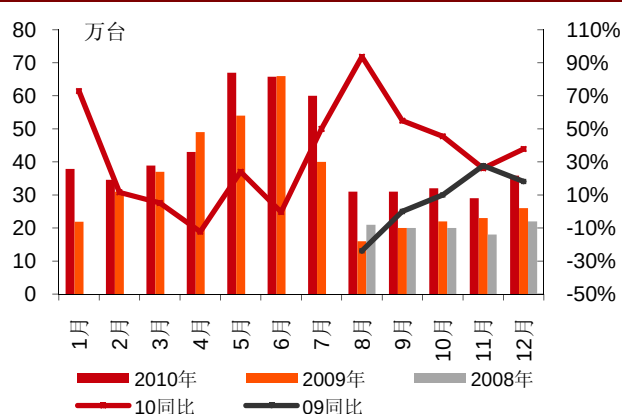
变频空调在 2010 年占比显著上升（由 09 年占比 12.3% 提高到 2010 年的 16.9%），变频空调今年仍将快速普及。

图 3：变频空调行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

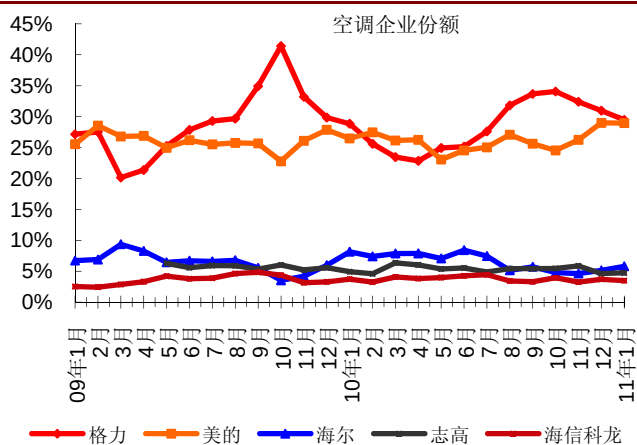
图 4：变频空调行业出口量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

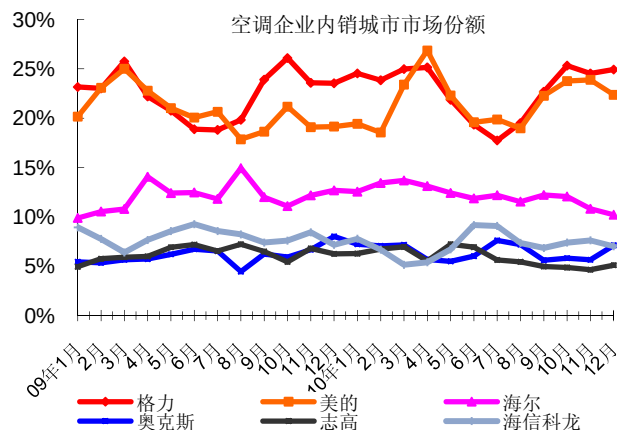
美的电器的空调在国内市场份额（26.5%）基本不变，出口份额稳步上升（09年的23.7%到2010年25%）。美的空调销量在国内排第二，出口排第一，整体来看与格力电器不分上下。

图 5：空调行业竞争格局（总销量）



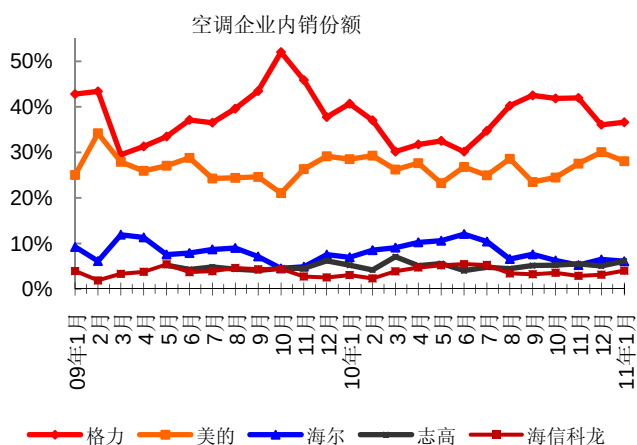
资料来源：产业在线，宏源证券

图 6：空调行业竞争格局（大中城市）



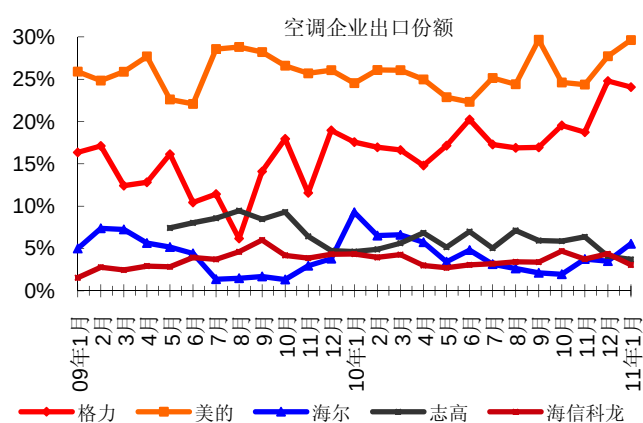
资料来源：中怡康，宏源证券

图 7：空调行业竞争格局（内销量）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 8：空调行业竞争格局（出口量）

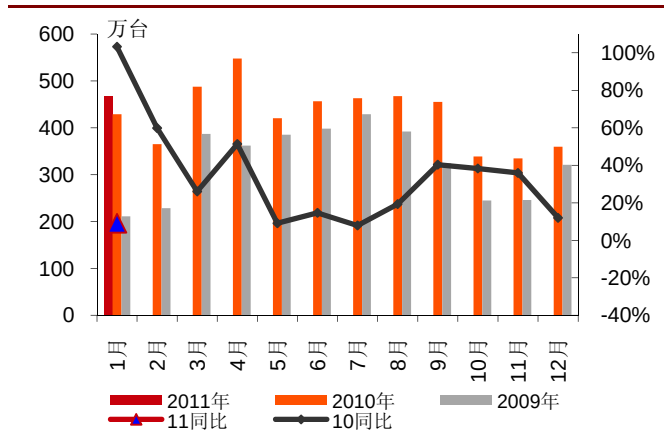


资料来源：产业在线，宏源证券

冰箱:

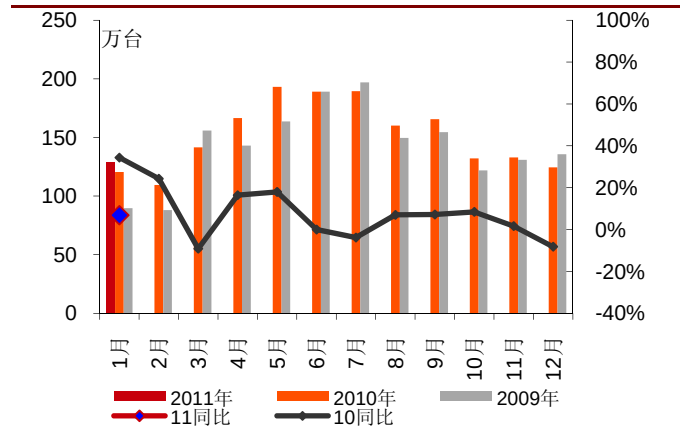
冰箱行业 2010 年同比增速: 出货量 23%、产量 26%、内销 30%、出口 6%。

图 9: 冰箱行业内销量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

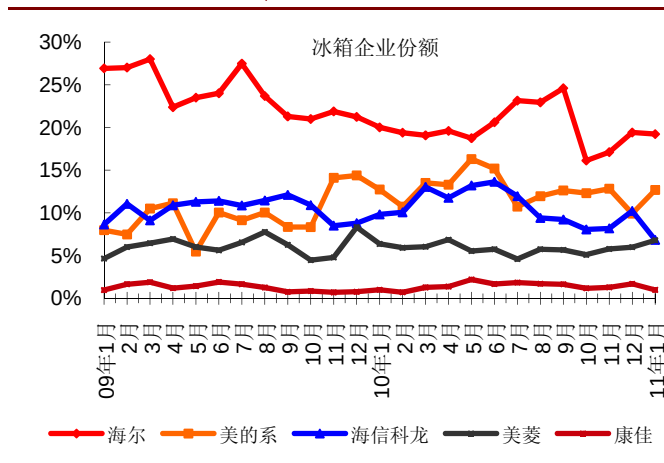
图 10: 冰箱行业出口量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

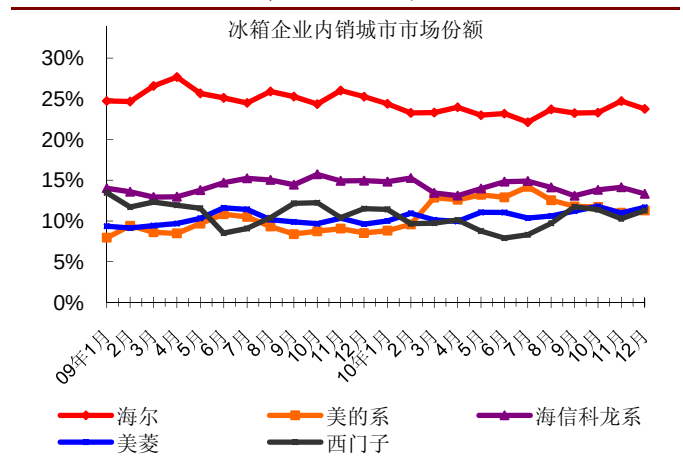
美的电器的冰箱在国内市场份额 (13.4%) 呈上升趋势, 出口份额上升更明显 (09 年的 7% 到 2010 年 11.1%)。美的冰箱销量内销和出口均排第二, 去年超越了海信科龙, 处在第二集团军位置。

图 11: 冰箱行业竞争格局 (总销量)



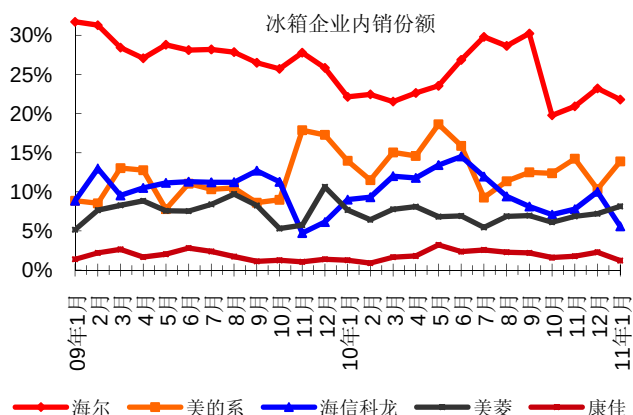
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 12: 冰箱行业竞争格局 (大中城市)



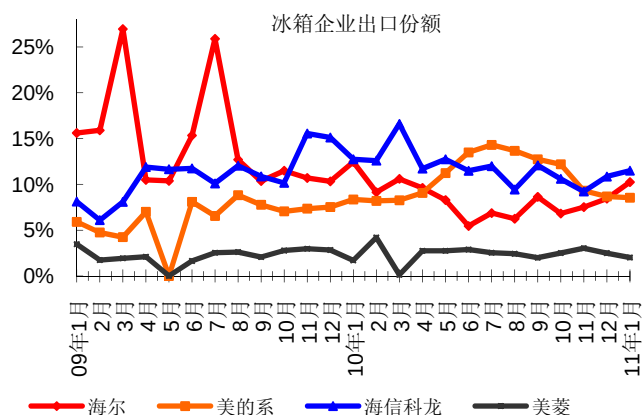
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 13: 冰箱行业竞争格局（内销量）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 14: 冰箱行业竞争格局（出口量）

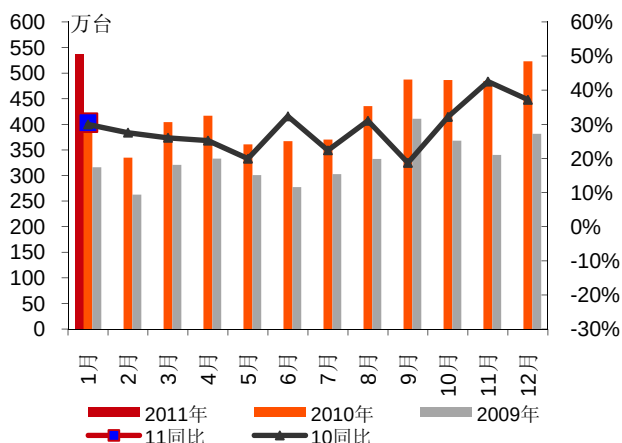


资料来源：产业在线，宏源证券

洗衣机:

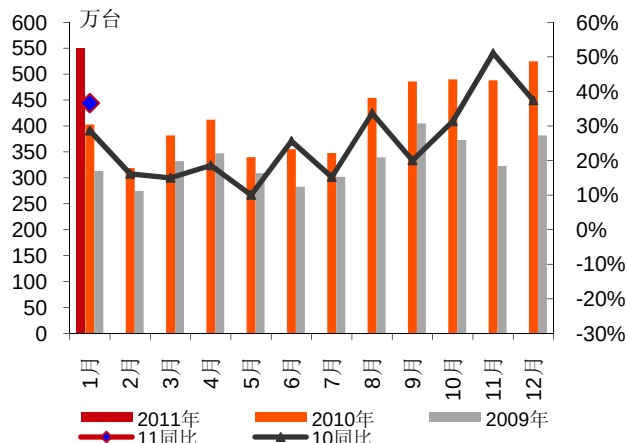
洗衣机行业 2010 年同比增速：出货量 29%、产量 26%、内销 28%、出口 30%。

图 15: 洗衣机行业出货量（月度）



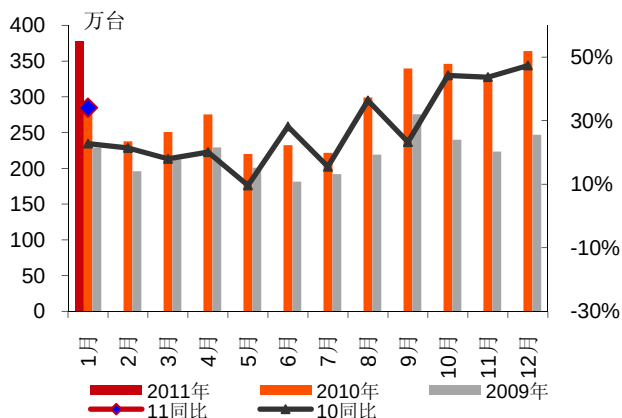
资料来源：产业在线，宏源证券

图 16: 洗衣机行业产量（月度）



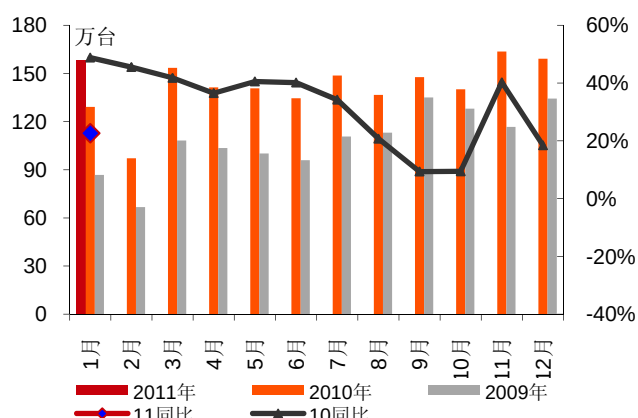
资料来源：产业在线，宏源证券

图 17: 洗衣机行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 18: 洗衣机行业出口量（月度）

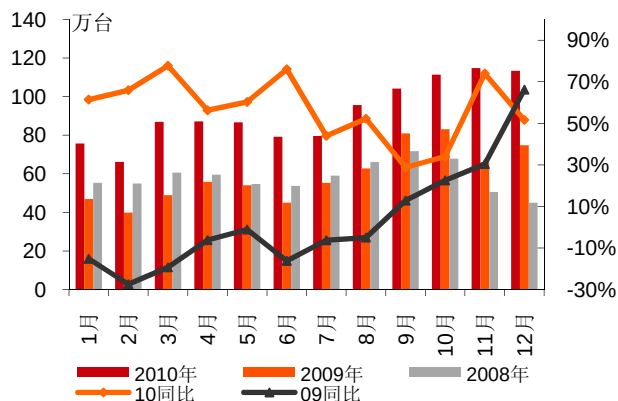


资料来源：产业在线，宏源证券

滚筒洗衣机行业 2010 年同比增速：出货量 54%、产量 53%、内销 53%、出口 55%。

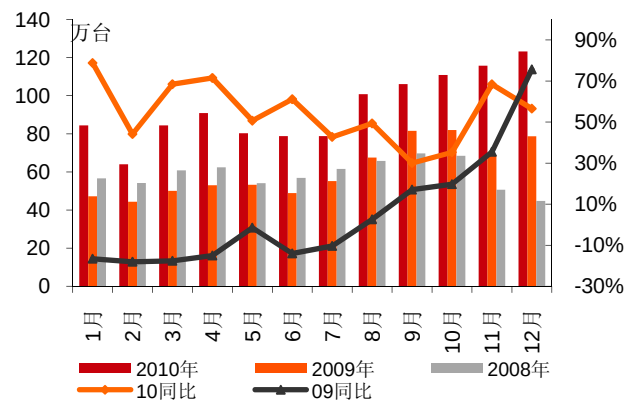
滚筒洗衣机在 2010 年占比显著上升，洗衣机在国内滚筒化趋势明显。

图 19：滚筒洗衣机行业出货量（月度）



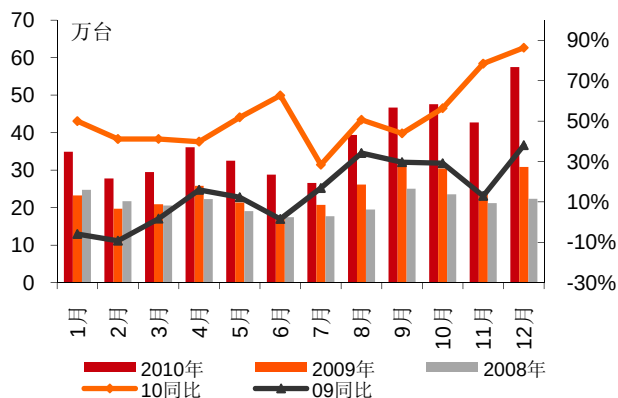
资料来源：产业在线，宏源证券

图 20：滚筒洗衣机行业产量（月度）



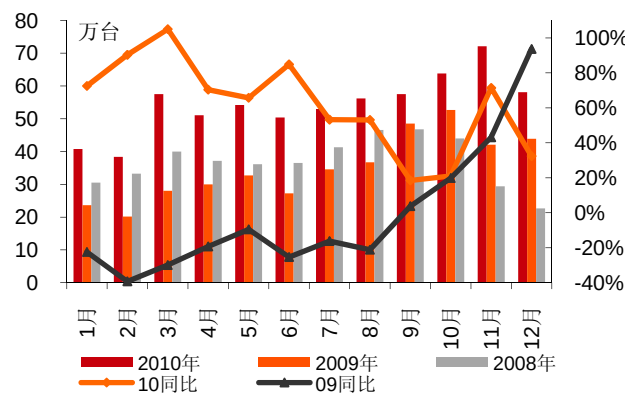
资料来源：产业在线，宏源证券

图 21：滚筒洗衣机行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

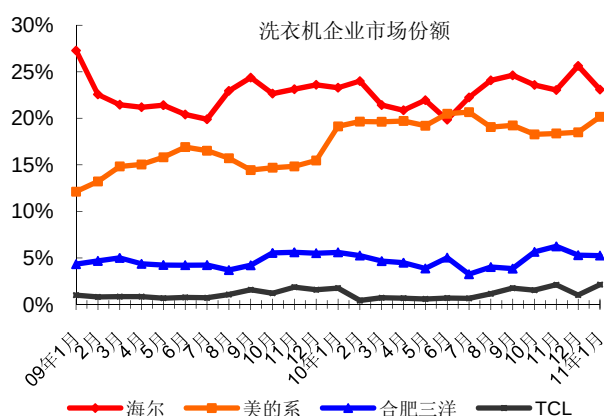
图 22：滚筒洗衣机行业出口量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

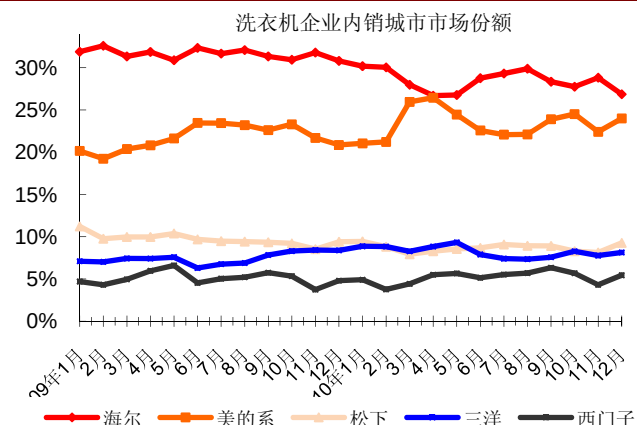
美的系洗衣机内销和出口的市场份额都显著提升，内销份额从09年18.3%到2010年22.6%，出口份额从09年的8.2%到2010年12.9%。内销市场美的排第二，逐步接近最大的竞争对手海尔，进入第一集团军；出口市场美的排第一，已拉开了与海尔的差距。

图 23: 洗衣机行业竞争格局（总销量）



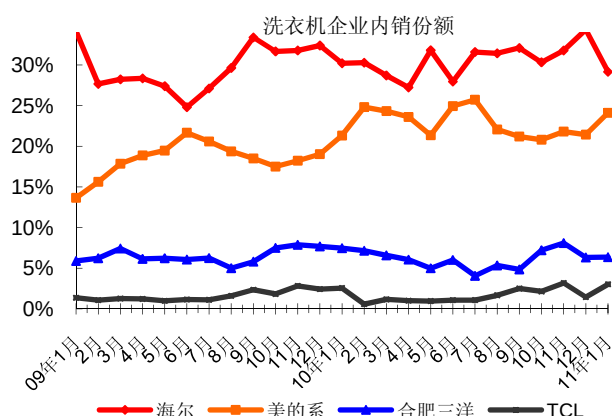
资料来源：产业在线，宏源证券

图 24: 洗衣机行业竞争格局（大中城市）



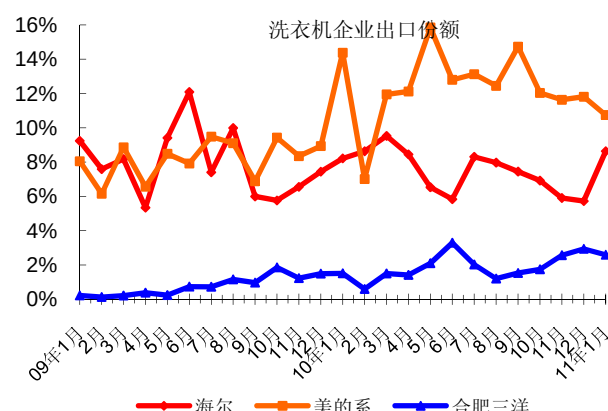
资料来源：中怡康，宏源证券

图 25: 洗衣机行业竞争格局（内销量）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 26: 洗衣机行业竞争格局（出口量）



资料来源：产业在线，宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、万家乐、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。