

多而美的综合白电龙头

研究结论

- **多元化 多品牌战略领先** 我国居民收入差距大，不同地域消费习惯差异大，家电需求多层次特征明显，我们认为在目前的时点上，我国家电行业施行多元化、多品牌战略能够 1) 占有更大市场份额；2) 发挥协同效应和规模效应；3) 获取更大利润。美的在白电行业施行多元化、多品牌战略，目前公司冰洗空三大业务已逐渐形成了不同档次，不同区域的品牌梯队；旗下洗衣机业务多品牌平台整合后，市场份额提升、费用率下降，显示出良好的示范效应；另外公司通过多年经营，建立了成熟的管理体制，具备多元化、多品牌白电制造的管理能力。
- **三大需求推动家电行业持续增长** 我们预计在农村、城镇、出口三大需求推动下，我国冰、洗、空三大白电未来3年有望保持14%—17%的增长。其中农村市场是未来家电消费的主要增长点，家电下乡政策持续拉动农村家电普及。城镇方面，以旧换新政策推动城镇家庭在19世纪末起大规模购置的存量家电的更新换代需求；十二五期间的保障房建设有力拉动城镇新增需求。新兴市场需求以及冰、洗产业的进一步转移，带动出口市场稳步增长。
- **上规模 提盈利** 我们认为公司的多元化、多品牌、集团作战的战略模式公司在我国家电行业具有竞争优势。我们预计公司未来三年，收入年复合增速为25%。核心业务家用空调双寡头地位稳固；商用空调实现进口替代；冰箱、洗衣机业务市场份额有望进一步提升。2010年规模竞争导致各业务毛利率走低，未来公司各业务竞争地位的稳固、产品结构的优化、规模效应及协同效应的进一步发挥将带来盈利能力的提升，我们预计未来3年，美的归属于母公司的净利润年复合增速近30%。
- **首次给予买入评级，目标价24.4元。** 根据我们预测公司11—13年的EPS分别为1.22、1.54、1.98元，参考可比公司2011年PE的取值范围和均值，并考虑公司的龙头地位和成长性，给予2011年20倍PE，对应目标价24.4元，首次给予公司买入评级。
- **风险因素：**房地产调控风险；多元化、多品牌的管理风险；上规模导致的利润风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭洋

家电行业资深分析师

8621-63325888-6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120214

联系人

唐思宇

8621-63325888-6082

tangsiyu@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011年4月20日) 18.34元

目标价格 24.40元

总股本/A股 (百万股) 3384

A股市值 (亿元) 612.57

国家/地区 中国

行业 家电行业

报告发布日期 2011年4月20日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	74559	98629	122699	146526
同比(%)	57.7%	32.3%	24.4%	19.4%
归属母公司净利	3127	4128	5226	6696
同比(%)	65.3%	32%	26.6%	28.1%
毛利率(%)	16.7%	18.1%	18.5%	18.8%
ROE(%)	25.3%	20.0%	20.9%	21.9%
每股收益(元)	1.00	1.22	1.54	1.98
P/E (倍)	19.65	14.89	11.76	9.18
P/B (倍)	4.98	2.98	2.46	2.01
EV/EBITDA (倍)	14.35	8.67	6.36	5.09

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1 全品类 多品牌的综合白电巨头	5
1.1 公司简介	5
1.2 多元化 多品牌	6
1.3 多品牌案例分析	7
1.4 条件具备 多品牌战略发力	11
2 三大需求推动家电行业持续增长	16
2.1 农村市场是未来家电行业的主要增长点	16
2.2 更新换代推动城镇需求稳步增长	18
2.3 产业转移助力出口增长	21
3 收入持续高增长 盈利能力进一步提升	22
3.1 收入持续增长	22
3.2 盈利能力进一步提升	24
3.3 估值	26
4 风险因素	26
4.1 房地产调控风险	26
4.2 多元化、多品牌战略的管理风险	27
4.3 上规模导致的利润风险	27
附录	28

图表目录

图表 美的电器营业收入历史情况.....	5
图表 美的电器净利润历史情况	5
图表 美的电器分业务收入情况（百万元）	5
图表 美的电器 2010 年各业务收入占比（%）	5
图表 美的集团组织结构图	6
图表 白电企业发展战略比较.....	6
图表 美的各产品品牌	7
图表 德国大众汽车品牌.....	8
图表 德国大众集团汽车销量（单位：千台）	9
图表 大众汽车集团全球乘用车市场份额.....	9
图表 Scania 近 3 年收入及经营利润率	9
图表 公司发展历程（单位：亿美元）	10
图表 惠而浦主要品牌	10
图表 2010 年洗衣机市场份额.....	12
图表 美的系洗衣市场份额变化情况	12
图表 旗下品牌洗衣机市场份额	12
图表 2010 年中国洗衣机品牌成长指数.....	12
图表 小天鹅费用率情况	13
图表 荣事达费用率情况	13
图表 美的销售渠道变革情况.....	14
图表 2010 年家用空调内销市场份额	15
图表 空调销量结构	15
图表 2010 年冰箱市场份额.....	16
图表 美的系冰箱市场份额变化情况	16
图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）	16
图表 我国每百户居民洗衣机保有量（台/百户）	16
图表 我国每百户居民冰箱保有量（台/百户）	17
图表 我国每百户居民彩电保有量（台/百户）	17
图表 城镇农村人均年可支配收入情况（元/人）	17
图表 家电下乡销量（万台）	18
图表 家电下乡、内销增速对比（2010 年 1-10 月同比增速）	18
图表 苏宁大陆地区连锁店分布（家）	18
图表 2010H 苏宁可比店面销售增速	18
图表 家电以旧换新销量、销售额.....	19

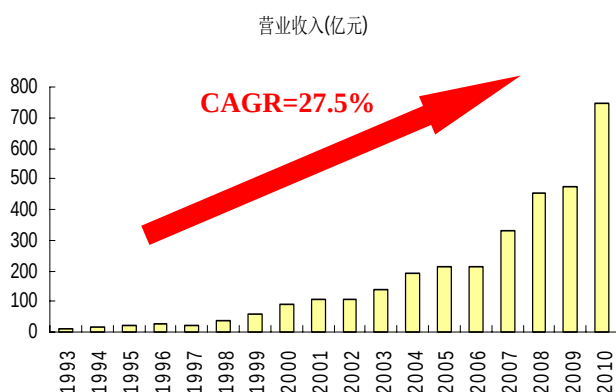
图表 空调产品需求结构	19
图表 2009 年我国空调销量构成	19
图表 冰箱产品需求结构	20
图表 2009 年我国冰箱销量构成	20
图表 洗衣机产品需求结构	20
图表 2009 年我国洗衣机销量构成	20
图表 保障房建设拉动的家电需求	21
图表 全球家电产能分布情况	21
图表 各品类 07-10 年出口复合增速	21
图表 冰洗空市场需求预测（单位：万台）	22
图表 公司分业务收入假设	22
图表 2010 年商用空调市场份额	23
图表 美的商用空调分行业销售团队	23
图表 公司分产品毛利率假设	24
图表 公司分产品毛利率假设	25
图表 公司各业务产能情况	25
图表 公司产业链一体化情况	26
图表 可比公司估值水平(2010 年 3 月 23 日)	26
图表 公司发展历程	28
图表 美的电器股权结构	29

1 全品类 多品牌的综合白电巨头

1.1 公司简介

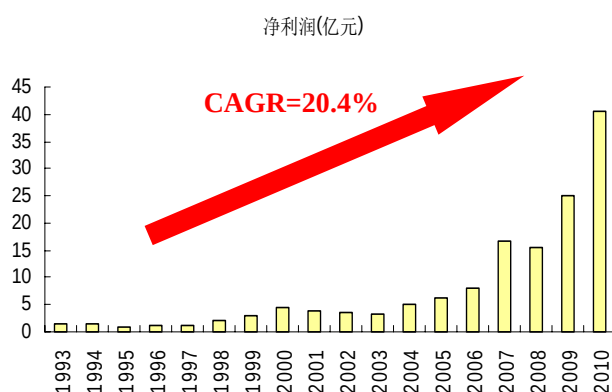
美的电器 1981 年进入家电行业，至今已发展成为我国最具规模的白色家电综合制造商之一，拥有完整的空调、洗衣机、冰箱产业链。公司自 1993 年上市以来营业收入由 9 亿元增至 745 亿元，增长 82 倍，复合增长率达 27.5%。公司目前的收入由空调、冰箱、洗衣机三大白电业务构成，空调业务收入占比从 2006 年的 90% 下降至 2010 年的 65%，向综合白电巨头迈进。

图表 美的电器营业收入历史情况



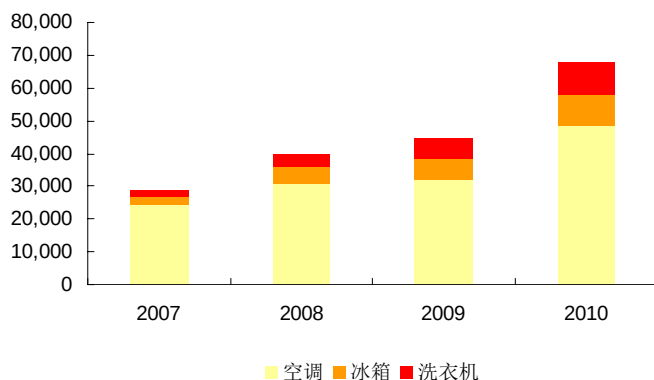
资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 美的电器净利润历史情况



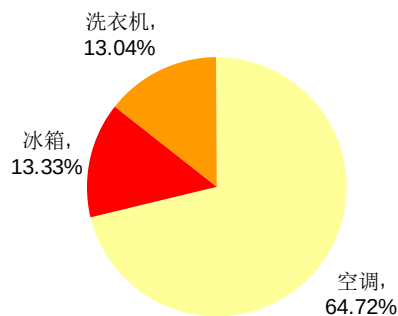
资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 美的电器分业务收入情况（百万元）



资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 美的电器 2010 年各业务收入占比 (%)

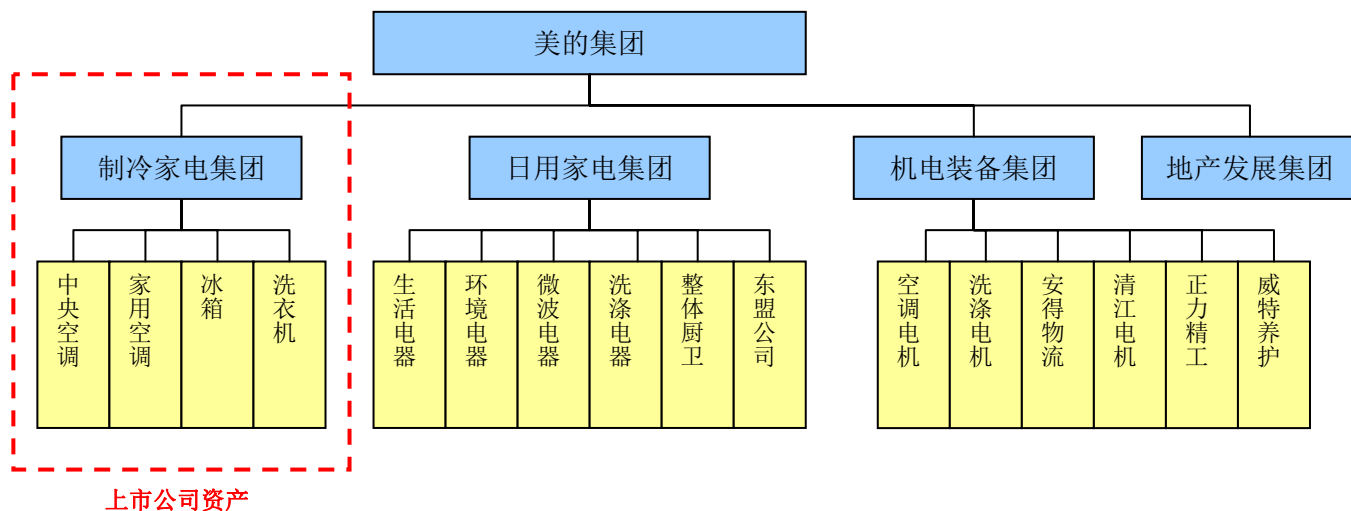


资料来源：Wind、东方证券研究所

美的集团属下有制冷家电集团、日用家电集团、机电装备集团和地产发展集团 4 大产业集团。现拥有中国最大最完整的空调产业链、洗衣机产业链、冰箱产业链、微波炉产业链和洗碗机产业链，拥有中国最

大最完整的小家电产品群和厨房家电产品群。制冷家电集团资产全部在上市公司美的电器和小天鹅 A，美的电器是集团最重要的产业平台。集团 2010 年实现销售收入 1150 亿元，其中出口 50.8 亿美元。

图表 美的集团组织结构图



中央空调：内资第一；家用空调、30 多种小家电，超过 10 个品种排名
 冰箱、洗衣机：第二 第一

资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 多元化 多品牌

多元化、多品牌综合白电巨头 美的在白电行业采取多元化、多品牌战略，多年来内涵式与外延式发展并举，目前冰、洗、空三大业务均进入业内第二的位置，逐渐走出一条属于美的的综合白电发展之路。

美的目前是我国白电行业率先实行多品牌战略的国内企业，冰洗空三大业务均采用多品牌的运作方式。继洗衣机业务成功整合后，近日小天鹅品牌进入空调行业将美的的多品牌战略又向前推进了一步。

图表 白电企业发展战略比较

公司	格力	美的	海尔
企业体制	国有	民营	集体
发展战略	专业化、单品牌	多元化、多品牌	多元化、单品牌（多系列）
行业地位	空调行业第一	空调行业第二、 洗衣机行业第二、 冰箱行业第二	洗衣机行业第一、 冰箱行业第一、 空调行业第三

资料来源：东方证券研究所

图表 美的各产品品牌

	品牌	品牌定位
空调	小天鹅	高档（主打变频）
	美的	中高档（全国品牌）
	华凌	低档（区域品牌）
洗衣机	小天鹅	高档、专业（滚筒为主）
	美的	中档（性价比高、时尚的大众品牌）
	荣事达	低档（三四级市场优势大）
	美的	中高档（高端子品牌凡帝罗）
冰箱	荣事达	中低档（区域品牌）
	华凌	中低档（三四级市场、区域品牌）
	小天鹅	区域品牌

资料来源：公司公告、东方证券研究所

通过分析国外企业的多品牌战略，我们认为在目前的时点上，我国家电行业具备多品牌运作的条件，美的冰洗空三大业务已逐渐形成了不同档次，不同区域的品牌梯队；通过多年经营，美的已建立了成熟的经营管理体制，旗下洗衣机业务的多品牌运作已体现出市场份额的大幅提升和费用率的大幅下降。我们认为公司的多元化、多品牌、集团作战的独特战略模式在我国家电行业具有竞争优势，未来有望进一步提升市场份额、发挥协同效应，实现收入和盈利能力的双重提升。

1) 多品牌满足不同细分市场，占据更大市场份额。我国城乡二元结构导致了居民收入差距大、购买力参差不齐；国土辽阔，各地区居民消费的地域差异大，因此我国家电需求呈现多样化、多层次的特征。多品牌战略下，不同档次、错层定位的各品牌能够定位于不同的细分市场，从而占有更大的市场份额。

2) 渠道等后台资源共享，体现协同效应。多元化、多品牌战略下，美的冰洗空各品类及品牌间可实现销售渠道、生产制造、技术研发的后台资源的共享，发挥协同效应。家电产品渠道具有较强的可嫁接性，冰洗空各业务的产品可对同一渠道进行铺货。考虑到公司已建立起较完善的销售渠道，近几年实施的渠道整合也有利于进一步发挥销售渠道的协同效应。另外家电产品具有一定的季节性，全品类的产品能够平滑生产、销售上的季节性波动，提高经销商的积极性。

3) 各品牌分层次经营，获取更大利润。多品牌战略下，企业能够依靠对不同档次的产品进行差别定价来有效的实现价格歧视，获取更大的利润。

4) 发挥规模效应。我国是唯一冰洗空年均需求都在 2 千万台以上的国家，庞大的内需为多品牌战略的实施提供了保障。美的多品牌综合白电的战略模式能够实现更高的收入规模，发挥规模效应。

1.3 多品牌案例分析

1.3.1 德国大众集团案例分析

德国大众汽车集团经过 70 多年的发展，发展旗下囊括了 Volkswagen Passenger Cars、Audi、Skoda、Volkswagen Commercial Vehicles、Seat、Bentley、Bugatti、Lamborghini、Scania、Porsche 10 个品牌，构建形成了多品牌的价值体系。

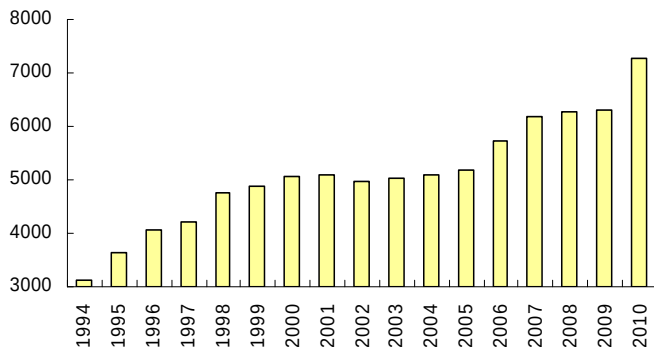
图表 德国大众汽车品牌

分类	品牌	品牌定位
大众品牌	  	VW 品牌理念：尽可能覆盖不同汽车细分市场 Seat 品牌理念：享受生活中的汽车乐趣，运动品牌的市场定位 Skoda 品牌理念：为精明消费者打造创造性法案，生产高性价比汽车
豪华品牌		1910 年创立于德国，1985 年被大众收购，定位于豪华汽车品牌
商用品牌	 	Scania: 有“公路之王”的美誉 Commerical Vehicles: 包括了大众汽车所有的商用车类型，从微型车、豪华巴士到客货两用运输车、轻卡等
顶级豪华品牌		顶级豪华品牌，1919 年创立于英国，1998 年被大众收购，奢华内饰、精良的手工制造工艺确立了顶级豪华车的地位，侧重满足年轻新贵的需求。
跑车品牌	  	Porsche: 品牌理念：日常使用的跑车。“亲民”跑车定位 Lamborghini: 品牌理念：跑车中的最终力量 Bugatti: 品牌理念：汽车设计与工程完美结合的杰作，结合了美学和跑车特性

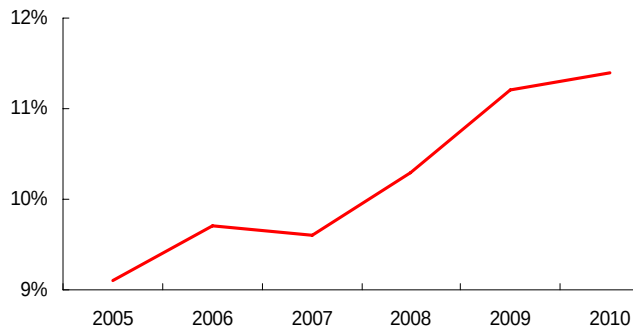
资料来源：公司网站、东方证券研究所

- 1) 满足不同细分市场的差异性需求，占有更大的市场份额。大众集团依靠多品牌战略覆盖多层次、多样化的市场，满足更多消费者的需求，从而使得大众集团在竞争激烈的汽车制造业，市场份额稳步上升（大众集团的全球市场份额从 2005 年的 9.1% 上升至 2010 年的 10.3%）。

德国大众集团汽车销量从 2004 年的 507.9 万台增长至 2010 年的 727.8 万台，增长 43.28%，而戴姆勒奔驰 2004 年销量 22.1 万台，2010 年销量 22.5 万台，同期增长率为 1.67%。

图表 德国大众集团汽车销量（单位：千台）


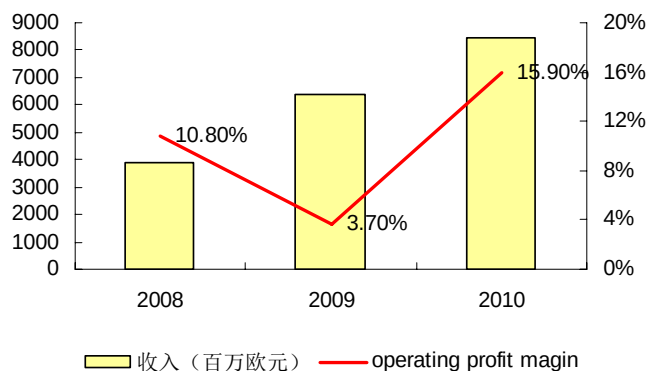
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 大众汽车集团全球乘用车市场份额


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2) 平台共享，发挥协同效应。大众集团在各个品牌之间实现共享后台资源，在研发、零部件采购、及生产制造上，发挥了协同效应。以 PQ 35 平台可以生产大众途安、途观、奥迪 A3、明锐、奥迪 TT、大众高尔夫、速腾、西亚特 Altea、斯柯达欧雅等 14 款车型，同一个生产平台，采用大量共同的零部件，采取相似的底盘、车身结构、相近的生产工艺，生产出多种车型，充分发挥了生产制造的平台共享和规模效应。

Scania 是大众 2008 年 3 月收购的品牌，对比其收购前后的收入及经营利润率情况，可以看出多品牌的集团化运作提升了 Scania 的收入水平和盈利能力。大众对其整合后，Scania 品牌的 08-10 年销售收入实现 47.97% 的年复合增长，经营利润率从 08 年的 10.8% 提升至 10 年的 15.9%。

图表 Scania 近 3 年收入及经营利润率


资料来源：公司公告、东方证券研究所

3) 实现价格歧视

同一生产平台下线的不同品牌汽车能够实现差别定价，实现价格歧视，获取更大的利润。高尔夫平台 (PQ 35 平台) 下的大众途安、途观、奥迪 A3、明锐、奥迪 TT、高尔夫、速腾，价格从 15 至 70 万不等。PL71 平台下 VW Touareg, Porsche Cayenne, Audi Q7 价格从 80 至 150 万不等。

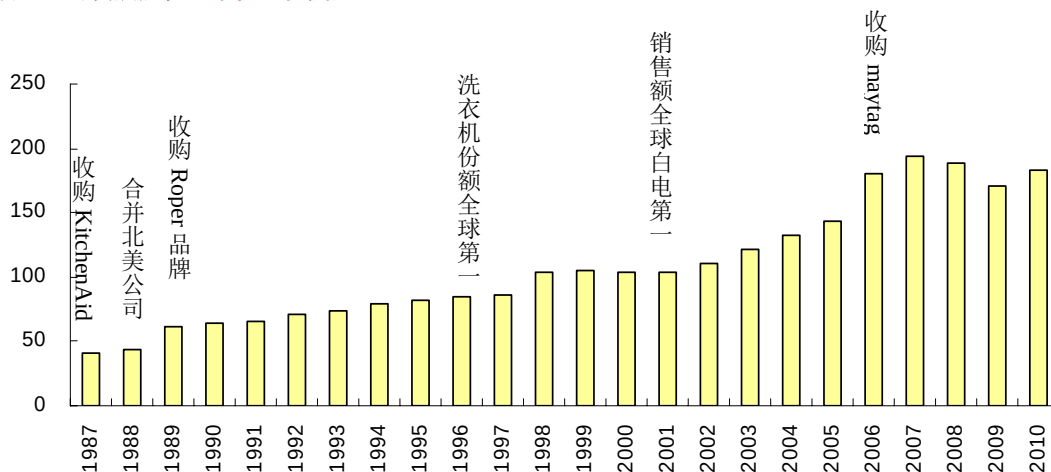
- **案例启示** 汽车行业是实行多品牌战略最为突出的行业之一，德国大众集团通过多品牌战略 1) 满足不同消费者的需求，占优更大的市场份额，2) 实现后台，研发、零部件采购、及生产制造上的资源共享，发挥协同效应；3) 依靠不同品牌实现价格歧视，获取更大的利润。

我们认为家电与汽车同为耐用消费品，同样面临消费者需求的多样化特性，有实行多品牌战略的条件，并且家电的多品牌运作在销售渠道的共享方面，优于汽车行业。并且全球家电行业不乏实行多品牌战略的成功企业，如惠而浦等。

1.3.2 惠而浦多品牌案例分析

已有 100 年历史的全球白电巨子惠而浦公司，成立于 1911 年。公司旗下 21 个品牌在全球 130 个国家和地区销售，2010 年全球销售额超过 180 亿美元。其 9 大系列白色家电(洗/干、微、冰、空、炉具、排油烟机、洗碗机、油热汀及家庭厨房垃圾处理机)在全球总市场的占有率约为 14%，居世界首位。

图表 公司发展历程（单位：亿美元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

惠而浦在白电行业实行多品牌运作，旗下 Whirlpool、Maytag、KitchenAid、Amana、Brastemp、Bauknecht 等品牌定位于不同需求、不同区域的消费群体。惠而浦确保每个品牌都有自己的特点，加强对品牌的细化，并针对这些品牌推出独特的产品，从而在各大细分市场上占据领先地位，成就了全球白电第一的地位。Whirlpool 作为公司的起家品牌，洗衣机产品全球销量第一，在美国优势更为明显，每隔 7 秒钟就有一台惠而浦洗衣机售出，平均每两户美国家庭就拥有一台惠而浦洗衣机。在 Whirlpool 这种全球性品牌之外，公司还有一些品牌专门针对特定市场的，如 Bauknecht 产品专门在德国及欧洲其他一些国家出售。

图表 惠而浦主要品牌

品牌	品牌定位
	全球品牌，大众化定位



2006 年收购，全球品牌，可靠和经久耐用的代名词



提供嵌入式产品。迎合新兴消费群体需求，定位于意愿彰显个性的消费者。



具有强烈德国传统的欧洲区域性品牌，定位中高档，追求高质量的消费者



全球品牌，高端定位。为装备精良的厨房提供各种产品，包含厨具，炉灶、冰箱、拌器、酒窖等



拉美区域性品牌，提供高性价比、简单好用的产品

资料来源：公司网站、东方证券研究所

对照惠而浦多品牌运营案例，我们认为多品牌战略成功实施有以下因素：1) 具有本土巨大的市场需求作保障（如惠而浦有美国本土的庞大家电需求作为企业发展强有力的保障）。2) 存在差异化、层次化的消费需求，存在多品牌的消费基础。3) 品牌细化，形成不同特点的多品牌梯队。4) 良好的管理能力，多品牌战略管理具有一定的复杂性，对企业的经营管理提出较高的要求。

1.4 条件具备 多品牌战略发力

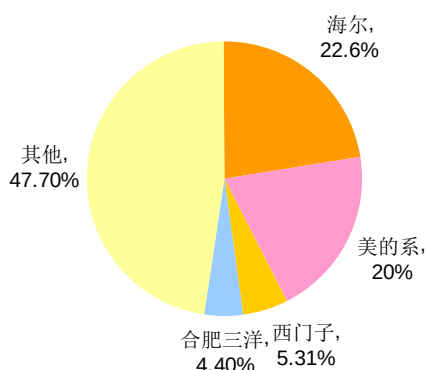
我国是唯一一个冰、洗、空三大白电年均需求均超过 2 千万台的国家，居民收入差距大、购买力参差不齐，各地区居民消费的地域差异大，家电需求呈现多样化、多层次的特征。我们认为我国家电行业具备多品牌运作的条件，美的冰洗空三大业务已逐渐形成了不同档次，不同区域的品牌梯队；通过多年经营，美的已建立了成熟的经营管理体制，旗下洗衣机业务的多品牌运作已体现出明显的竞争优势。我们认为公司作为我国白电行业多品牌集团运作的战略实施者，未来有望通过多品牌、集团作战的模式提升市场份额、发挥协同效应，实现收入和盈利能力的双重提升。

1.4.1 洗衣机业务，多品牌战略典范

洗衣机业务平台整合，品牌梯队成型，市场份额提升。美的在 2006 年收购收购荣事达，2008 年收购小天鹅，2010 年公司将洗衣机业务归入小天鹅，完成了对洗衣机平台的整合。目前公司洗衣机业务形成了小天鹅、美的、荣事达三大品牌，分别对应高、中、低档的消费需求。错位竞争的品牌梯队覆盖了不同层次的消费群体，据中怡康的数据，2010 年，荣事达在双缸洗衣机的市占率为 13.75%，仅次于海尔，

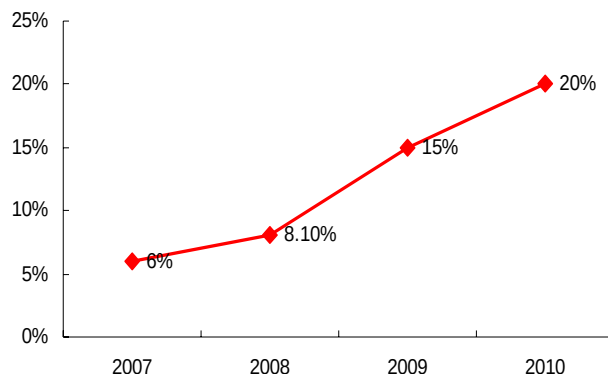
显示了在低端细分市场的竞争力。覆盖高中低的多品牌阵营联合作战的发展模式使得美的成为洗衣机行业成长最快的公司，目前已经发展成为业内第二，2010 年的市占率近 20%，而在 2007 年美的洗衣机的市场份额只有 6%。从单品牌来看，小天鹅、荣事达的市场份额也稳步提升，显示出多品牌作战的协同效应。我国洗衣机市场因美的系品牌的迅速崛起，竞争格局从原先海尔一强多大逐渐演变为海尔、美的系的双寡头垄断。

图表 2010 年洗衣机市场份额



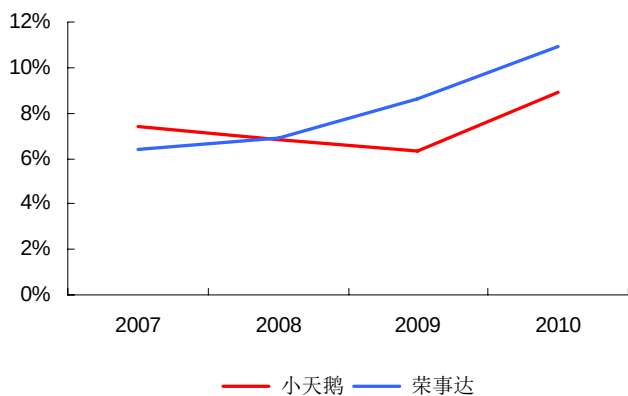
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 美的系洗衣市场份额变化情况



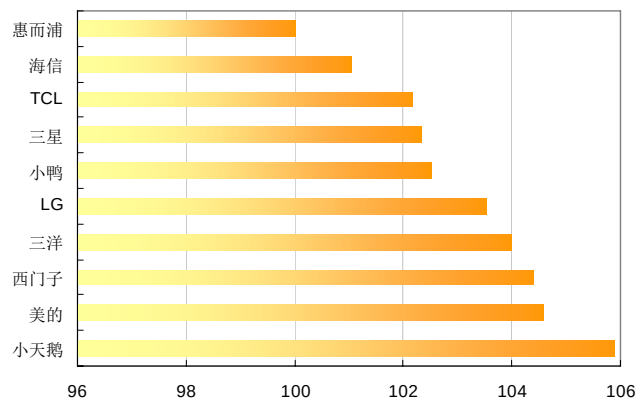
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 旗下品牌洗衣机市场份额



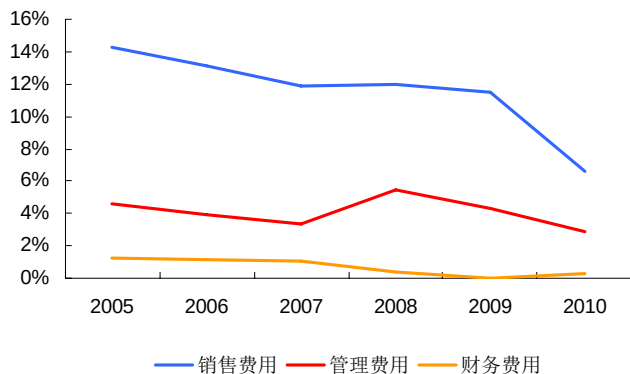
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 2010 年中国洗衣机品牌成长指数

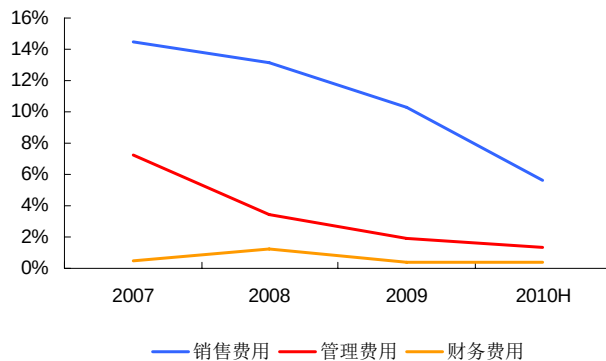


资料来源：ZDC、东方证券研究所

三大品牌营销、生产平台共享，发挥协同效应，提升盈利能力。从小天鹅和荣事达近几年的期间费用率变化可以看出，公司洗衣机平台整合有效的实现了平台共享，发挥了协同效应，体现为各项期间费用率的大幅下降。小天鹅的销售费用从 05 年的 14.28%下降至 10 年 6.59%，10 年管理费用和财务费用也降至历史低点。荣事达 10 年上半年销售费用、管理费用、财务费用均下降至历史低点，分别为 5.66%，1.37%和 0.34%。

图表 小天鹅费用率情况


资料来源：公司公告、东方证券研究所

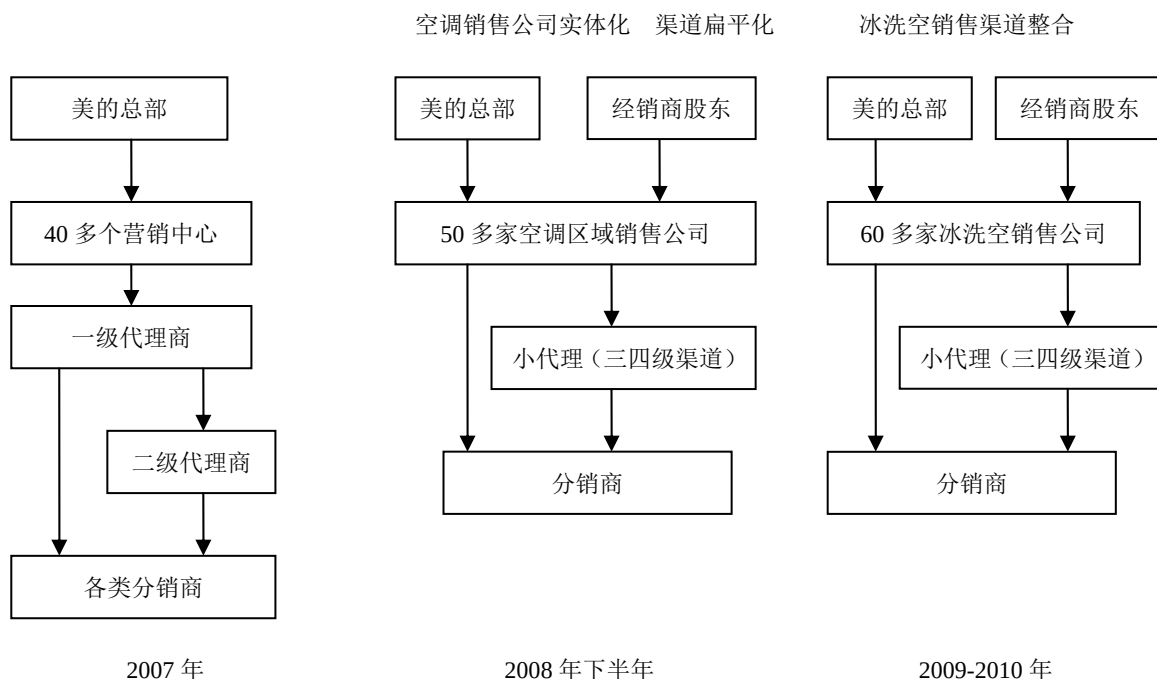
图表 荣事达费用率情况


资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.4.2 管理体制成熟 整合能力强

产权结构明晰，分权经营 1993 年美的成为我国第一家成功上市的乡镇企业，2001 年通过 MBO 实现了民营资本的控股，1997 年公司实行业务部改革和分权经营，建立专业化的职业经理人团队，制订了“集权有道、分权有序、授权有章、用权有度”的 16 字方针，通过《分权手册》明确规定整个美的的经营管理流程中所有重要决策权的归属，为美的的事业部运作和分权经营提供了制度化的保障。公司下属事业部高度自治，可以自行管理研发、生产、销售整个价值链上的环节。在公司管理体制和组织架构日趋完善的时机下，2009 年创始人何享健退出董事会，管理层全部由职业经理人担任，实现了民营企业的去家族化。美的明晰的产权结构，成熟的管理体制是公司过去 20 多年高速成长的关键，也是美的电器未来实现持续成长的强有力保障。

销售渠道变革 2008 年下半年，美的大力变革家用空调的销售渠道结构，通过公司管理层与区域经销商股东共同持股，建立 50 多家空调区域销售公司，实现了空调销售公司实体化。相比于之前通过办事处的销售人员管理各地经销商的方式，实体化的销售公司通过共同持股、利益共享，激活了各区域经销商的营销动力，销售渠道的扁平化缩短了销售价值链，减少了人力和成本消耗。2009 年，公司对冰洗空三大业务的销售渠道进行整合，至 2010 年，已成立 60 多家冰洗空销售公司，通过深化销售渠道变革，实现销售渠道的协同效应，发挥冰洗空业务的组合竞争优势。09 年 4 季度，小天鹅洗衣机进入美的的销售渠道，渠道共享带来的协同效应已在小天鹅的市场份额提升，费用率下降上得到了印证。

图表 美的销售渠道变革情况


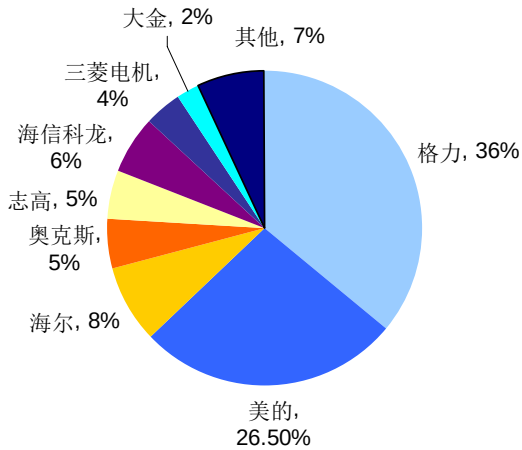
资料来源：公司公告、东方证券研究所

集团具备多元化、全系列产品的管理能力。从整个集团层面来看，美的集团拥有家用空调、商用空调、冰箱、洗衣机、饮水机、电饭煲、电磁炉、电压力锅、微波炉、烤箱、风扇、取暖器、空气清新机、洗碗机、消毒柜、抽油烟机、热水器、吸尘器、豆浆机、电水壶等多元化、全系列的家电产品。美的集团冰洗空三大白电产品市场份额全部位列第二，近 30 中小家电中 10 多种国内销售排名第一，空调、洗衣机、微波炉、豆浆机等产品都成功演绎了美的追赶龙头的模式，显示出集团管理多元化、全系列产品的能力。

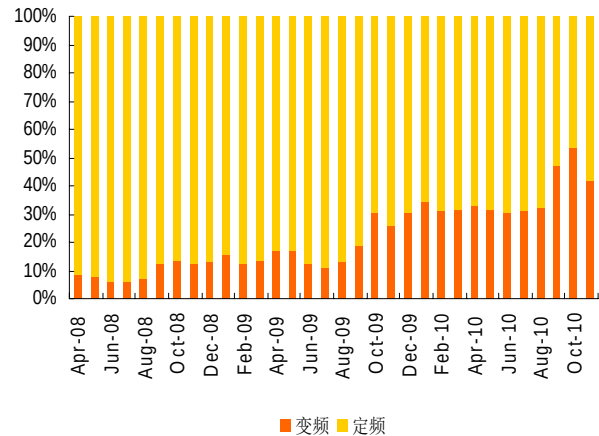
1.4.3 空调业务进一步稳固双寡头地位

空调行业双寡头竞争格局稳定，2010 年美的在内销市场占据 26.5% 的份额，居行业第二，出口市场份额在 20% 左右，居第一位。美的是业内最早推行变频空调消费升级的公司之一，由于公司在变频空调领域介入时机早，拓展积极，美的在变频空调市场占有优势，根据国家信息中心信息资源开发部发布的《2010 冷冻年度空调市场白皮书》2010 冷年，美的变频空调市场占有率 35%，居第一位。

10 年 3 月，小天鹅授权美的电器对其品牌进行拓展，推出小天鹅品牌空调，定位中高端市场。无锡空调发布会上，小天鹅推出“比佛利”、“天睿”、“天韵”、“天逸”、“节能魔方”、“ifree”等 6 大系列空调产品组合，共涵盖 60 多款产品。今年春节期间，小天鹅空调、冰箱和洗衣机的联合促销广告就开始在央视黄金档播出，有望形成强势的宣传效应，把消费者对小天鹅洗衣机的喜爱移植到空调产品。目前广州市区各大美的旗舰店均已设立小天鹅空调专柜，并陆续完成了渠道铺货。广州区域共推出 12 款小天鹅空调产品，其中变频空调比例达到 75%。

图表 2010 年家用空调内销市场份额


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 空调销量结构


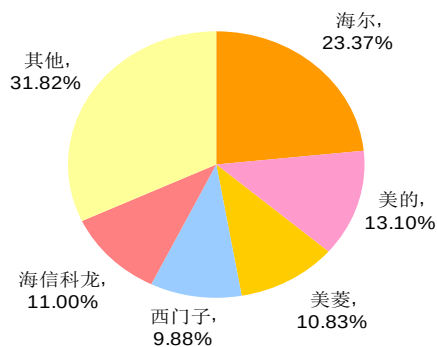
资料来源：中怡康、东方证券研究所

我们认为此次小天鹅主打变频、高性能的品牌定位，将进一步加强美的在变频空调细分市场的竞争力，稳固公司在空调行业的双寡头地位，缩小与行业第一的差距。

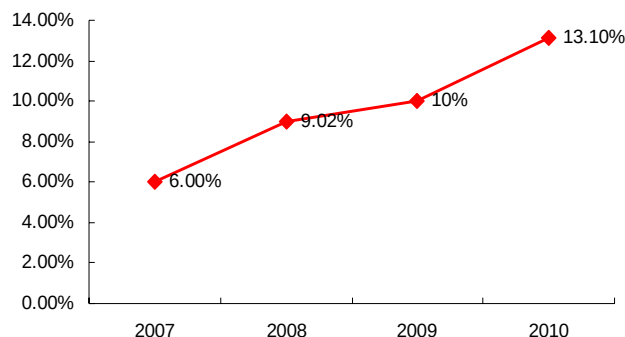
1.4.4 冰箱业务处于提升期

品牌定位明晰 份额上升势头良好。自 2004 年美的进军冰箱业以来，通过收购华凌、荣事达与产能的自建，目前已拥有合肥、广州、湖北荆州 3 个冰箱生产基地。09 年美的推出“凡帝罗”子品牌，定位高端冰箱市场，公司冰箱各品牌错层竞争的定位逐渐明晰：美的定位中高端，覆盖全国市场，旗下高端子品牌“凡帝罗”，荣事达、华凌为针对中低端客户的区域性品牌。中怡康数据显示 2010 年美的“凡帝罗”高端产品的销量同比增幅超过 180%，增速远高于行业平均水平，成为中国高端冰箱市场增长最快的品牌。美的旗下各品牌的错层竞争，销售渠道的嫁接使得公司冰箱业务发展迅速，10 年冰箱业务收入同比增长 57%，市占率从 07 年的 6% 上升至 10 年的 13.1%，目前居行业第二。

我们认为未来公司高中低档冰箱品牌协同作战，三大业务销售渠道整合进一步深化，美的在冰箱行业有望复制空调、洗衣机、小家电等追赶行业龙头的成功模式，市场份额进一步提升，缩小与行业第一的产局，进入行业第一梯队。

图表 2010 年冰箱市场份额


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 美的系冰箱市场份额变化情况


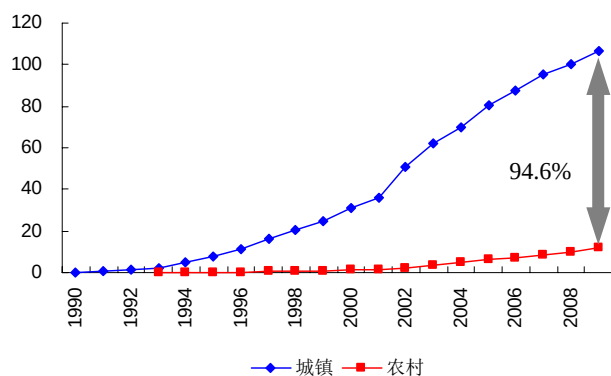
资料来源：产业在线、东方证券研究所

2 三大需求推动家电行业持续增长

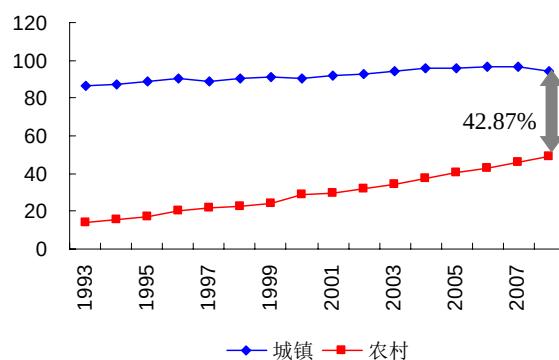
市场对我国家电行业未来是否能持续增长存在担忧，我们认为，1) 农村市场家电普及需求、2) 城镇存量家电更新需求、保障房建设拉动的城镇家电新置需求；3) 出口需求推动下，我国家电行业未来增长无忧，白电各品类未来 3 年将保持 14%-17% 的增长。

2.1 农村市场是未来家电行业的主要增长点

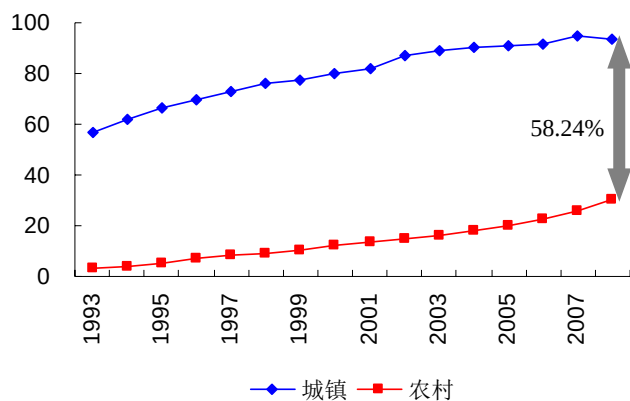
对比城镇家电需求保有量，农村居民的各品类家电保有量仍低，而农村居民的人均可支配收入已达到城镇居民当时家电需求大规模释放的水平。2009 年我国城镇居民和农村居民保有量差分别为空调 94.6%、洗衣机 42.87%、冰箱 58.24%、彩电 28.16%。各家电品类农村市场潜力仍大。我国家电协会发布的《十二五家电规划建议》指出，十二五末农村家庭家电普及程度有望达到城镇 20 实际 90 年代中后期水平，即冰箱每百户保有量 70~75 台，洗衣机百户保有量 80~85 台，空调百户保有量 25 台。

图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）


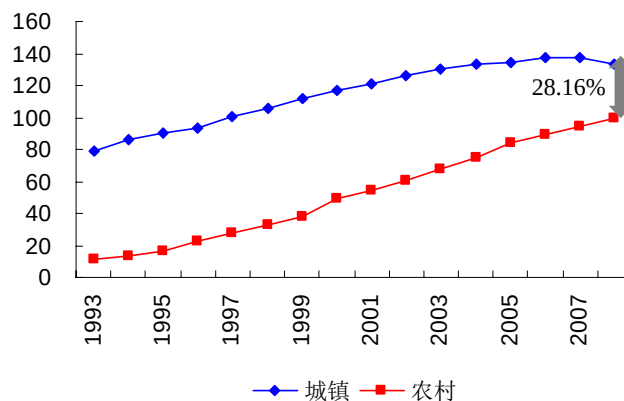
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 我国每百户居民洗衣机保有量（台/百户）


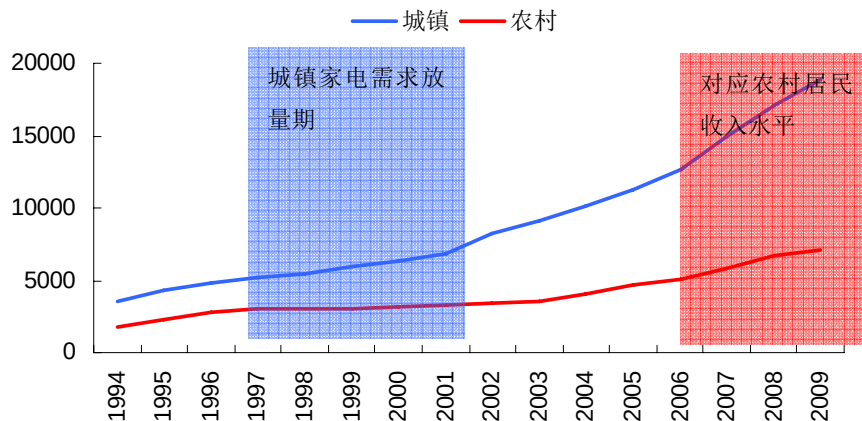
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 我国每百户居民冰箱保有量（台/百户）


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 我国每百户居民彩电保有量（台/百户）


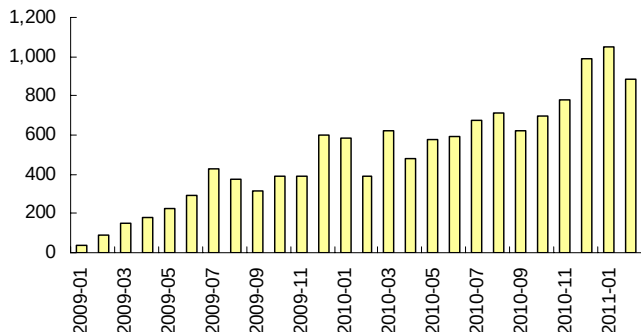
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 城镇农村人均年可支配收入情况（元/人）


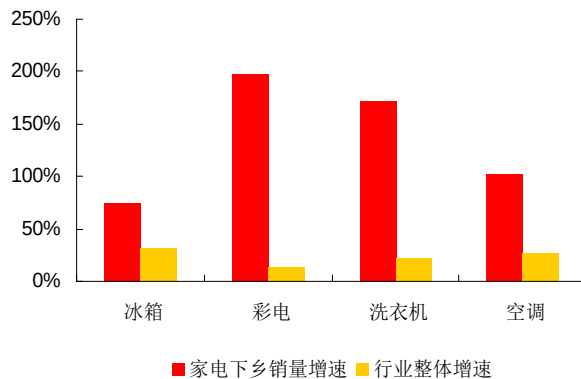
城镇为可支配收入，农村为纯收入

资料来源：国家统计局、东方证券研究所

家电下乡政策对农村家电需求起到了良好的拉动作用。近年来实施的家电下乡政策效果显著，推动了农村市场家电需求的释放。据商务部的数据 2010 年全国实现下乡销售 7726 万台，实现销售收入 1734 亿元，同比增长 123.32%，167.33%，远高于家电行业整体增速。我们预计未来农村市场的家电需求仍将保持高速增长态势。

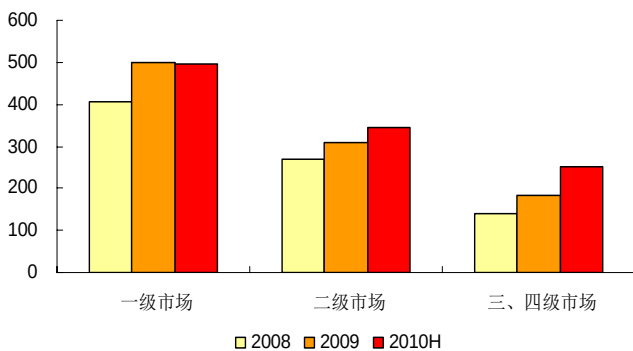
图表 家电下乡销量（万台）


资料来源：家电下乡信息系统、东方证券研究所

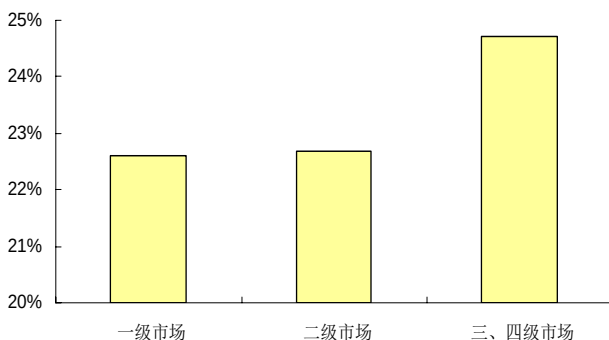
图表 家电下乡、内销增速对比（2010 年 1-10 月同比增速）


资料来源：家电下乡信息系统、产业在线、东方证券研究所

下游零售企业的数据也可以印证我们对于家电行业未来最大增长点在于农村市场的判断。苏宁三、四级市场的新开店数量要远大于一二级市场；另外，苏宁在三四级市场可比店面的销售同比增速高于一二级市场。

图表 苏宁大陆地区连锁店分布（家）


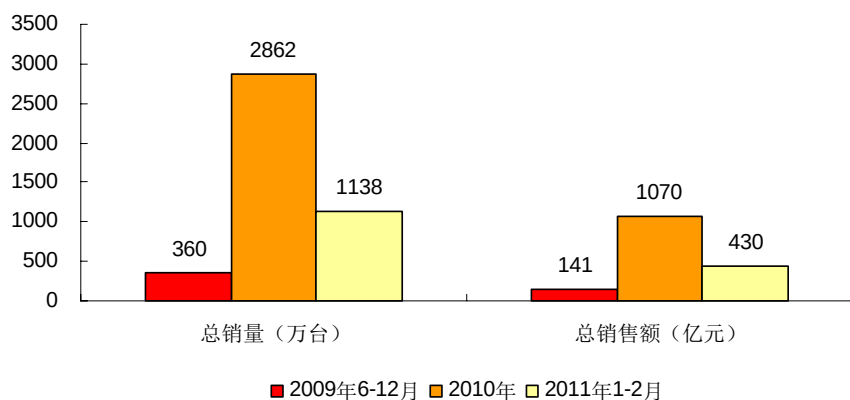
资料来源：苏宁公告、东方证券研究所

图表 2010H 苏宁可比店面销售增速


资料来源：苏宁公告、东方证券研究所

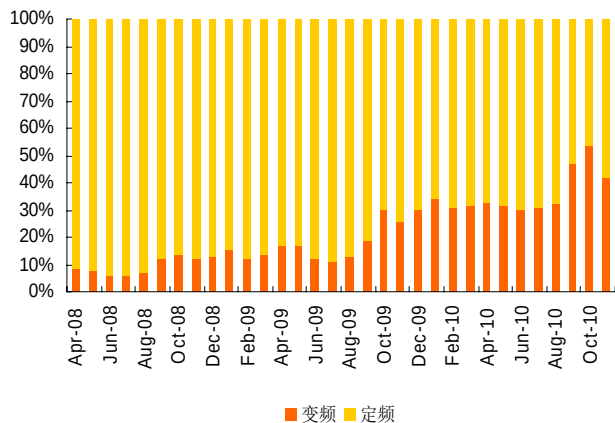
2.2 更新换代推动城镇需求稳步增长

存量家电的更新需求稳定增长。20 世纪末、21 世纪初，城镇家庭大规模购置的家电逐步进入更新换代期，2009 年 6 月开始实施的以旧换新政策推动了城镇居民家电的更新换代、消费升级需求。据商务部数据，截至 2011 年 3 月 2 日，家电以旧换新拉动全国家电消费突破 1500 亿元，销售新家电 3971.5 万台，回收旧家电 4116.1 万台。2011 年 1-2 月，家电以旧换新销售新家电数量、销售额环比增长 27.2%、28.9%。近日，商务部副部长魏建国表示，2012 年家电以旧换新政策将延续，我们认为在以旧换新政策的推动下，未来两年，家电的更新换代需求将保持增长态势。

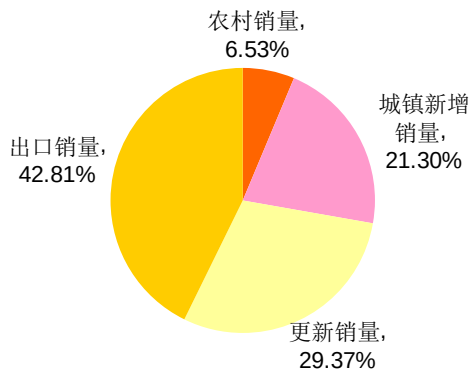
图表 家电以旧换新销量、销售额


资料来源：以旧换新信息系统、东方证券研究所

变频空调、滚筒洗衣机、多开门大容量冰箱的产品升级也加速了家电的更新需求。近年来白电各品类高端产品的销售占比逐步提高：变频空调 10 年销售占比在 30% 左右，个别月份达到 50%；滚筒洗衣机 10 年的销售占比已提升至 40%，消费升级趋明显。家电产品升级的趋势加速了存量家电的更新换代。

图表 空调产品需求结构


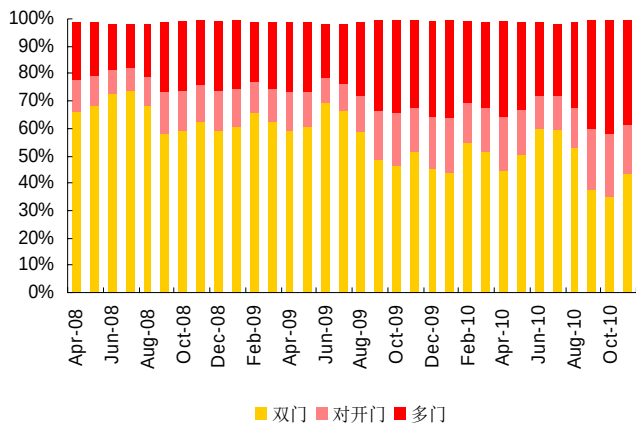
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 2009 年我国空调销量构成


出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

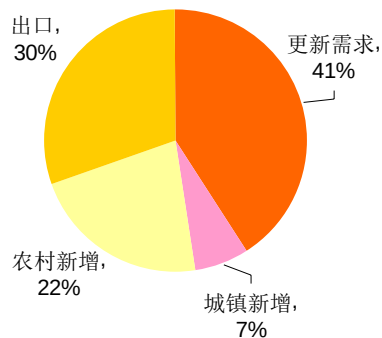
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 冰箱产品需求结构



资料来源：中怡康、东方证券研究所

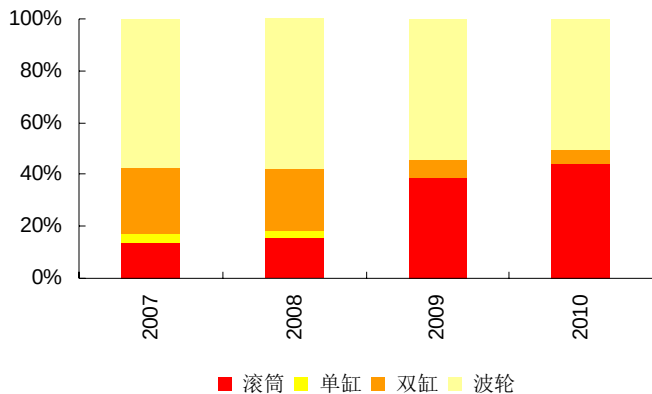
图表 2009 年我国冰箱销量构成



出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

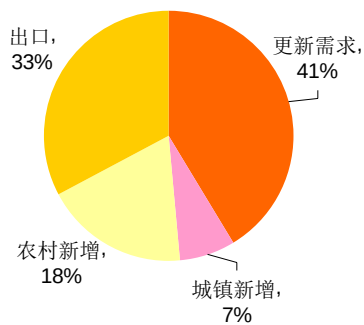
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 洗衣机产品需求结构



资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 2009 年我国洗衣机销量构成



出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

资料来源：产业在线、东方证券研究所

保障房建设带动城镇新置家电需求。十二五期间，我国规划建设保障房 3600 万套，其中 2011、2012 年分别建设 1000 套。我们保守按每年建设 700 万套保障房测算，未来 5 年，保障房拉动的空调需求达 728-770 万台每年，拉动冰箱及洗衣机需求 295-385 万台每年。

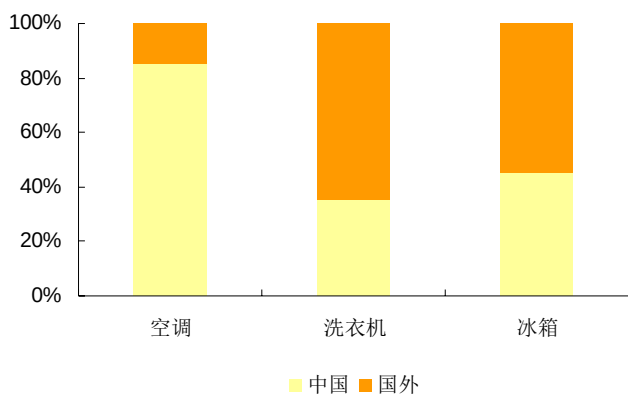
图表 保障房建设拉动的家电需求

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
保障住房建设（万套）	590	700	700	700	700	700
交付（万套）	200	590	700	700	700	700
空调（万台） 2 台/户	200	590	728	770	770	770
购置率	50%	50%	52%	55%	55%	55%
冰箱（万台） 1 台/户	100	295	364	385	385	385
购置率	50%	50%	52%	55%	55%	55%
洗衣机（万台） 1 台/户	100	295	364	385	385	385
购置率	50%	50%	52%	55%	55%	55%
电视（万台） 1.2 台/户	144	425	504	504	504	504
购置率	60%	60%	60%	60%	60%	60%

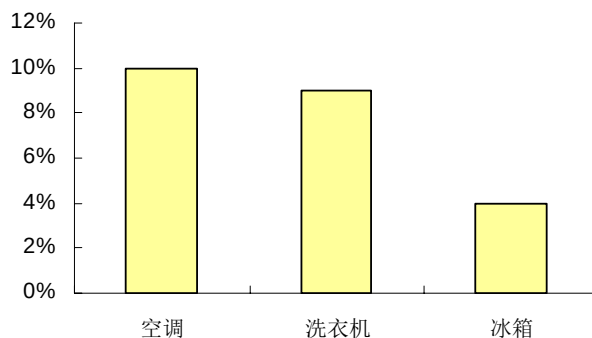
资料来源：东方证券研究所

2.3 产业转移助力出口增长

相比于空调，冰箱、洗衣机产业转移还不充分，我国产能占全球比重为 40%至 50%，我国庞大的家电需求、完善的产业集群以及日益提升的技术实力，我们预计未来冰箱及洗衣机产能的进一步转移将带动我国冰箱、洗衣机的出口增长。空调出口需求方面，新兴市场高速发展，10 年非洲增速达 100%以上，亚洲，拉美同比增速均超 50%，空调出口未来在新兴市场的带动下，成为未来出口需求的主要增长点。

图表 全球家电产能分布情况


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 各品类 07-10 年出口复合增速


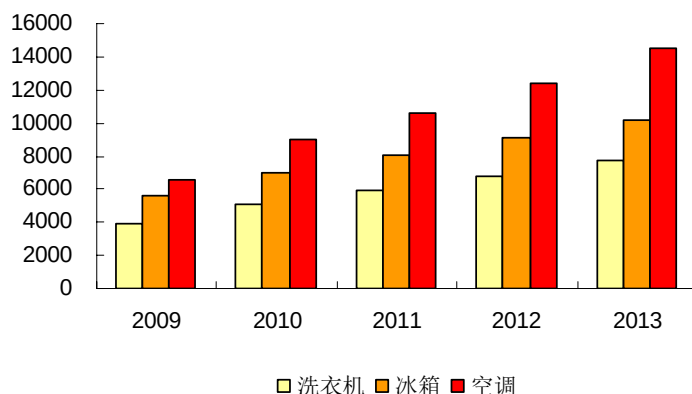
冰箱品出口复合增速为 08 至 10 年

资料来源：产业在线、东方证券研究所

自主品牌提升家电出口竞争实力。《十二五家电发展规划建议》指出：十二五期间，中国家电企业要适时在国外建立生产基地，提高境外生产的比重，形成国际化的产业布局，自主品牌要进入国际主营销渠道，在国际市场中销售比重达 30%，发展 5 个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团及 3~5 个国际知名品牌，龙头企业自主品牌出口比例达到本企业出口量的 50%以上。

综合各需求情况，我们预计未来 3 年，空调、冰箱、洗衣机将分别保持年均 17%，14%，15%左右的增速。

图表 冰洗空市场需求预测（单位：万台）



资料来源：产业在线、东方证券研究所

3 收入持续高增长 盈利能力进一步提升

我们预计未来三年，公司收入增长率为 32.28%，24.4%及 19.42%。其中家用空调收入增速在 20%左右；商用空调业务进一步实现进口替代，收入增速在 35%左右；洗衣机业务市占率小幅提升至 2013 年的 22%，收入增速 50.14%、27.62%、17.67%。公司冰箱业务处于提升期，预计市场份额逐步提升至 2013 年的 16%，未来三年收入增速在 27%左右。另外，基于未来公司规模效应、协同效应的进一步体现；产品结构优化等原因，公司盈利能力将进一步提升，预测公司 11 年-13 年的综合毛利率分别为 18.11%，18.5%和 18.81%。根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.22、1.54 和 1.98 元，给予 2011 年 20 倍 PE，对应目标价 24.4 元。

3.1 收入持续增长

图表 公司分业务收入假设

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	销售收入 (百万元)	47,278.25	74,558.89	98,629.27	122,699.06	146,526.16
	同比增速 (%)	4.34%	57.70%	32.28%	24.40%	19.42%
	综合毛利率 (%)	21.79%	16.69%	18.11%	18.50%	18.81%
家用空调	销售收入 (百万元)	27,039.22	42,034.88	55,038.89	67,888.26	80,978.77
	同比增速 (%)	2.61%	55.46%	30.94%	23.35%	19.28%
	综合毛利率 (%)	20.55%	15.57%	17.10%	17.10%	17.10%
商用空调	销售收入 (百万元)	5,000.00	6,224.40	8,714.16	11,950.85	16,133.64
	同比增速 (%)	13.64%	24.49%	40.00%	37.14%	35.00%
	综合毛利率 (%)	33.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%

冰箱	销售收入 (百万元)	6,312.70	9,939.28	13,305.61	16,906.05	19,783.28
	同比增速 (%)	25.90%	57.45%	33.87%	27.06%	17.02%
	综合毛利率 (%)	22.90%	17.64%	18.30%	18.80%	19.00%
洗衣机	销售收入 (百万元)	5,965.32	9,729.24	14,607.96	18,643.13	21,954.15
	同比增速 (%)	41.46%	63.10%	50.14%	27.62%	17.76%
	综合毛利率 (%)	24.04%	17.29%	18.30%	18.80%	19.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	2,961.01	6,631.09	6,962.64	7,310.77	7,676.31
	同比增速 (%)	-44.46%	123.95%	5.00%	5.00%	5.00%
	综合毛利率 (%)	7.28%	7.17%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：东方证券研究所

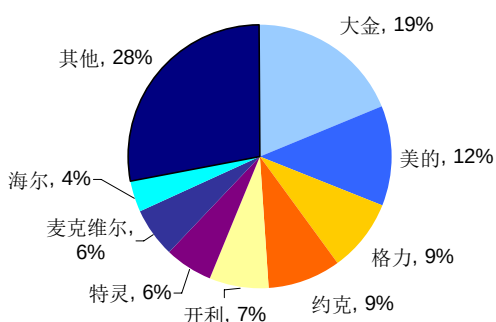
● 家用空调业务

我们预计家用空调行业未来三年维持 17% 左右的增速，公司内销市场份额因变频优势，未来 3 年提升至 27.5%，出口份额 2013 年提升至 22%。考虑到空调产品提价因素以及产品结构的改善，公司 11，12，13 年的家用空调收入增长率分别为 28.39%，20.79% 及 17.02%。

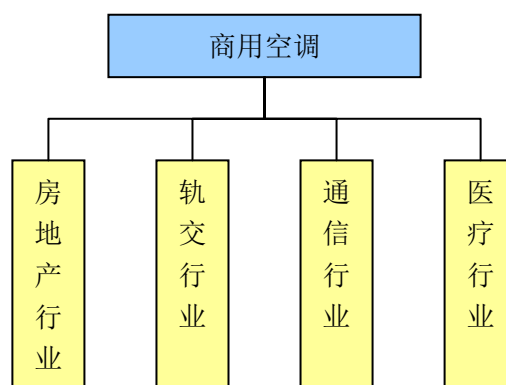
● 商用空调业务

引进与自主研发并举 发展成为国内第一品牌 自 1999 年进入商用空调领域以来，公司采取引进和自主研发并进的战略，发展至今成为国内中央空调第一品牌，2010 商用空调市场份额为 12%，仅次于大金，排名第二。1999 年，美的引进东芝-开利变频一拖多空调技术；2004 年成立美的东芝开利合资公司；2000 年与艾默生合作，研发和生产数码涡旋多联机；2004 年与大型离心冷水机组方面有 40 年技术沉淀的重庆通用合作，自主设计、研发和生产大型离心机组。2007 年自行研制成功直流变频多联机；2009 年把直流变频多联机全面提升为全直流变频多联机。目前美的中央空调目前拥有多联机、冷水机组、空气能热水机、轻型商用机、工业洗衣机及智能控制产品等 6 大产品线，上千个品种。定向增发后，公司商用空调将形成重庆、顺德、合肥三个生产基地，打破产能瓶颈，进一步提升收入规模。

图表 2010 年商用空调市场份额



图表 美的商用空调分行业销售团队



资料来源：产业在线、东方证券研究所

资料来源：公司网站、东方证券研究所

销售独立 细分行业 针对商用空调销售渠道、售前售后服务与家用空调差异大的特点，美的在商用空调领域实行销售独立，细分行业的销售策略。公司为商用空调设立了房地产、轨道交通、通信工程、医疗

等的大客户销售团队，针对不同行业的差异化需求进行有针对性的专业销售，其贴近客户需求的销售方式在各行业建立了良好的市场口碑。

收入持续高增长 我们认为未来商用空调行业将进一步实现进口替代，行业集中度进一步提高。未来 3 年，公司市占率逐步提升至 18%，商用空调行业维持 20% 的增长，公司商用空调业务收入未来三年增长率在 35% 左右。毛利率维持在 32% 的水平。

● 洗衣机业务

洗衣机行业销量未来 3 年维持 14%-16% 的增速，公司市占率稳步提升至 2013 年的 22%，毛利率由于销售产品结构改善以及竞争优势逐步确立之后的战略调整，稳步提升。公司未来 3 年洗衣机业务收入增速分别为 50.14%、27.62%、17.67%。

● 冰箱业务

公司冰箱品牌梯队逐渐成形，三大业务销售渠道整合进一步深化，冰箱压缩机产能提升公司竞争力，美的冰箱业务处于提升阶段，我们预计未来公司市场份额将进一步提升，从 2010 年的 13% 逐步提升至 2013 年的 16%。结合冰箱行业未来 3 年 12%-15% 的增速，公司冰箱业务 11、12、13 年收入增速分别为 33.87%、27.06% 和 17.02%。

● 其他业务收入

保守假设未来 3 年其他业务收入保持 5% 的增长，毛利率维持在 8%。

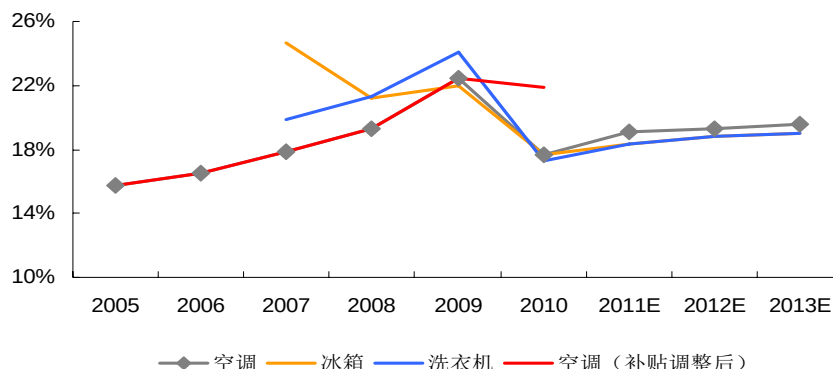
3.2 盈利能力进一步提升

我们认为未来 3 年公司收入持续增长的同时，盈利能力进一步提升，原因在于 1) 规模效应、协同效应进一步体现；2) 产品结构优化增强盈利能力；3) 纵向一体化，提升公司竞争力及盈利能力。

1) 上规模之后盈利能力提升。

公司坚持“上规模、保盈利、调结构”的经营方针，竞争初期抢占市场份额、注重销售规模的提升，竞争地位稳固后，通过调整产品结构、发挥规模效应来提升盈利能力。从公司空调产品的毛利率可以看出，在竞争优势逐步确立后，产品毛利率稳步提升。2010 年公司冰箱、洗衣机业务处于上规模的初期竞争阶段，毛利率下降至历史低点，我们认为未来随着公司冰箱、洗衣机业务竞争优势的确立，毛利率会稳步回升。

图表 公司分产品毛利率假设



资料来源：wind、东方证券研究所

消费升级趋势下，以变频空调、滚筒洗衣机、多门冰箱为代表的高端产品销量占比上升，产品销售结构的改善会提升公司的盈利能力。

图表 公司分产品毛利率假设

产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
家用空调	17.06%	20.55%	15.57%	17.10%	17.10%	17.10%
商用空调	33.00%	33.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
冰箱	21.17%	22.90%	17.64%	18.30%	18.80%	19.00%
洗衣机	21.29%	24.04%	17.29%	18.30%	18.80%	19.00%

资料来源：wind、东方证券研究所

2) 规模效应、协同效应提升盈利能力

2010 年，公司深化了供应链整合，成立统一的组织业务平台，加强大宗原材料和共性物料的资源协同与管理。随着公司大白电业务产能的进一步扩大以及供应链整合、销售渠道整合的进一步深化，公司规模效应、协同效应将进一步显现。我们预计公司费用率未来 3 年稳中有降。

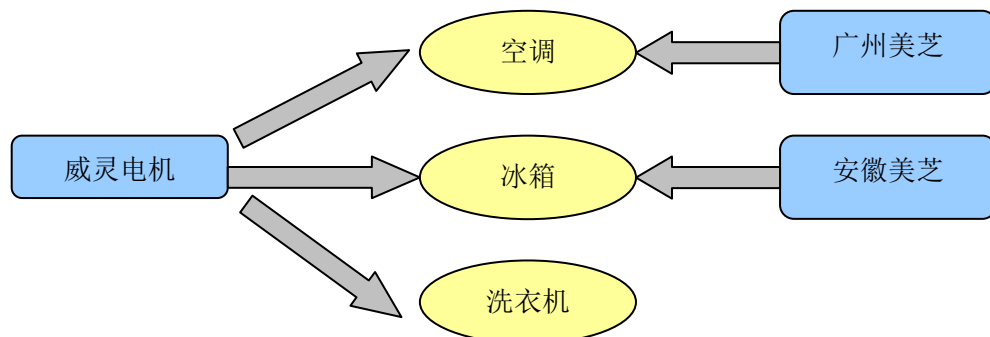
图表 公司各业务产能情况

项目	2010年产能（万台）	新增产能（万台）
家用空调	2600 顺德、广州、武汉、芜湖	950 南沙、芜湖
空调压缩机	2100 合肥、广州、荆州	600 芜湖
中央空调	顺德、重庆	合肥
冰箱	1200 合肥、广州、荆州	900 荆州、南沙
冰箱压缩机	600 合肥	
洗衣机	1400 无锡、合肥、荆州	900 南沙

资料来源：公司公告、东方证券研究所

3) 纵向一体化，提升公司产业配套及竞争力

美的坚持对下游产业链的整合，发展核心配套产业，降低产品成本，提高产品品质和竞争力。目前公司空调压缩机产能为 2100 万台，市占率为 25%，居行业第一。芜湖 600 万台的空调压缩机的增发募投项目投产后将进一步提升公司的空调压缩机配套能力。美的集团旗下的威灵电机可生产家用、商用空调电机、冰箱压缩机电机、洗衣机电机等各类产品，有效提升了公司在白电领域的一体化整合能力。在冰箱压缩机方面，美的也积极拓展纵向一体化整合，08 年底，公司首台冰箱压缩机下线，11 年底投产后将完善冰箱产业链，提升公司冰箱业务的竞争力。

图表 公司产业链一体化情况


资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.3 估值

根据我们的预测，公司 11-13 年的收入增长率分别 32.3%、24.4%、19.4%，未来三年，归属于母公司的净利润增速 32%、26.6%和 28.1%。11-13 年的 EPS 分别为 1.22、1.54 和 1.98 元，参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和均值，并考虑公司优秀的管理能力、以及未来 3 年 20%以上的成长性的，给予 2011 年 20 倍 PE 的估值水平是合理的，对应目标价为 24.4 元，首次给予买入评级。

图表 可比公司估值水平(2010 年 4 月 19 日)

证券代码	证券简称	10PE	11PE	12PE	13PE
000651.SZ	格力电器	16.3	12.1	10.2	8.5
600690.SH	青岛海尔	19.1	14.6	11.9	9.5
000418.SZ	小天鹅 A	23.6	17.4	13.1	10.1
600983.SH	合肥三洋	23.1	18.3	14.0	10.8
000521.SZ	美菱电器	16.3	16.8	15.2	14.0
000921.SZ	ST 科龙	18.6	17.7	16.2	15.7
平均		19.5	16.2	13.4	11.4

资料来源：wind、东方证券研究所

4 风险因素

4.1 房地产调控风险

市场存在房地产宏观控管调控会对影响空调销量的担忧，我们认为房地产调控风险虽然存在，但对家电内销影响有限。理由有以下几点。

- 1) 更新换代需求对家电内销形成有力支撑。

- 2) 调控政策对房产调控影响的是投资性需求，调控后，商品住宅销售自住比例的提升，会部分抵商品住宅销量下滑所带来的影响
- 3) 十二五的保障房建设能补齐最悲观情景下商品住宅销量下降的影响。

4.2 多元化、多品牌战略的管理风险

多元化、多品牌综合白电战略的管理复杂程度高，需要公司具有较高的管理能力，灵活的管理体制以及较强的跨部门管理协调能力。因此公司存在多元化、多品牌的管理风险。另外公司小天鹅品牌介入空调制造的消费者认可程度和市场推广效果，有待进一步的跟踪分析。

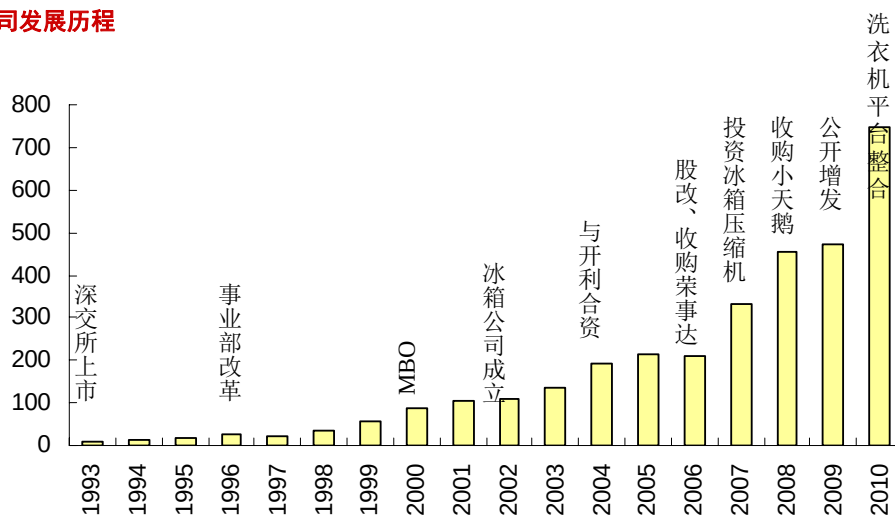
4.3 上规模导致的利润风险

公司坚持“上规模、保盈利、调结构”的经营原则，2010年冰、洗产品市占率大幅提升，但由于规模竞争及原材料因素导致毛利率下滑，我们预计随着公司冰、洗产品市场份额的提升，竞争优势的确立，毛利率水平有所提升。但存在公司在市场竞争下，为了进一步提升市场规模，产品结构调整速度慢于预期，毛利率水平恢复速度低于预期的风险。

附录

美的电器 1981 年进入家电行业，至今已发展成为我国最具规模的白色家电综合制造商之一，拥有完整的空调、洗衣机、冰箱产业链。公司在国内有顺德、广州、合肥、芜湖、武汉、荆州、重庆、邯郸等 9 大生产基地，海外有越南及埃及生产基地。

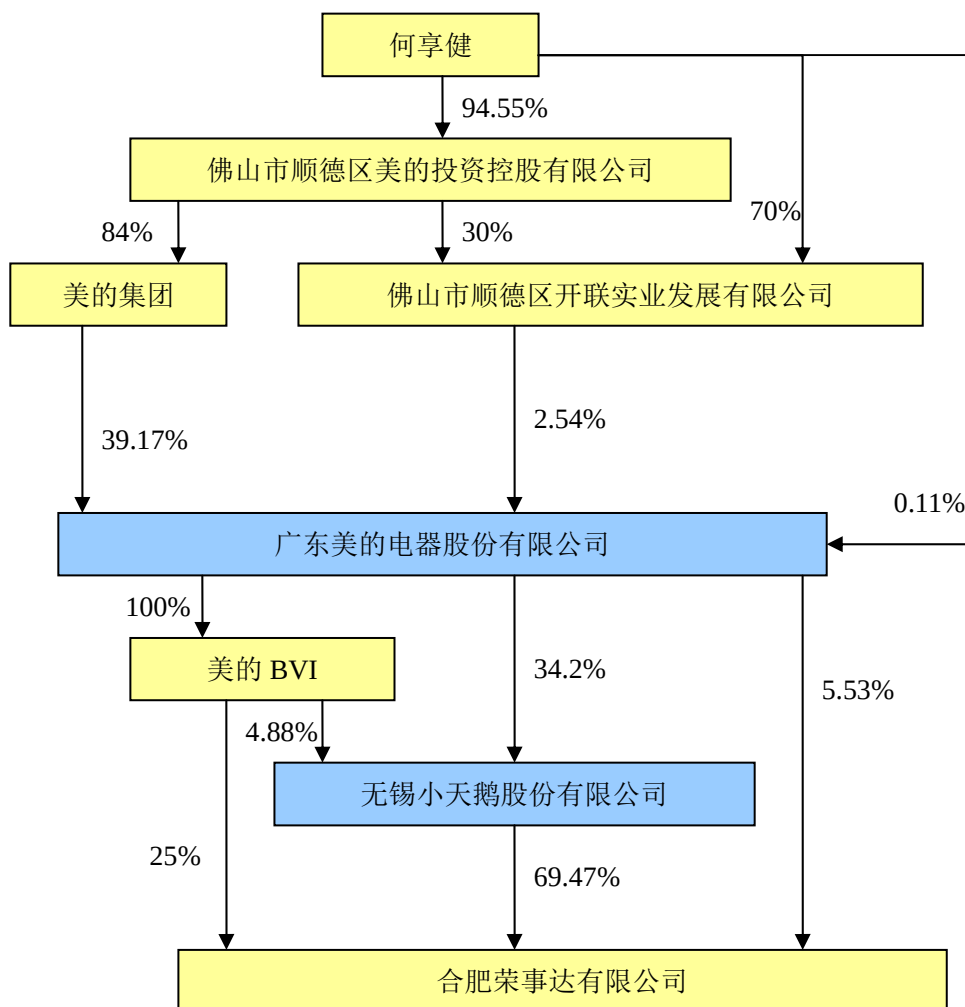
图表 公司发展历程



资料来源：公司公告、东方证券研究所

美的电器的控股股东是美的集团，何享健合计持有美的电器 41.82% 的股份，是公司的实际控制人。

图表 美的电器股权结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	28,017	43,637	55,790	70,390	营业收入	74,559	98,629	122,699	146,526
现金	5,803	14,984	21,603	30,418	营业成本	62,114	80,764	99,998	118,972
应收账款	4,442	7,868	8,560	10,955	营业税金及附加	86	89	110	132
其它应收款	468	768	864	1,086	营业费用	6,943	8,975	11,043	13,187
预付账款	2,544	2,537	3,619	4,021	管理费用	2,663	3,255	3,926	4,542
存货	10,436	13,116	16,240	19,322	财务费用	464	99	(26)	(141)
其他	4,323	4,363	4,905	4,587	资产减值损失	(16)	-	-	-
非流动资产	14,037	15,102	16,742	15,468	公允价值变动收	118	-	-	-
长期投资	781	785	785	785	投资净收益	134	150	180	200
固定资产	7,672	9,372	11,390	10,384	营业利润	2,557	5,598	7,827	10,034
无形资产	1,552	1,520	1,487	1,453	营业外收入	2,570	700	120	120
其他	4,031	3,425	3,079	2,846	营业外支出	164	100	100	100
资产总计	42,054	58,739	72,533	85,858	利润总额	4,963	6,198	7,847	10,054
流动负债	25,188	32,481	40,430	46,259	所得税	920	930	1,177	1,508
短期借款	729	800	800	800	净利润	4,043	5,268	6,670	8,546
应付账款	11,023	15,947	20,805	23,119	少数股东损益	916	1,140	1,444	1,850
其他	13,437	15,733	18,825	22,340	归属于母公司净	3,127	4,128	5,226	6,696
非流动负债	483	480	480	475	EBITDA	3,966	6,568	8,950	11,193
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	1.00	1.22	1.54	1.98
其他	89	86	86	81					
负债合计	25,671	32,961	40,910	46,735					
少数股东权益	4,046	5,187	6,631	8,481					
股本	3,120	3,384	3,384	3,384					
资本公积	2,092	5,970	5,970	5,970					
留存收益	7,109	11,237	15,638	21,288					
归属母公司股东权	12,336	20,591	24,992	30,643					
负债和股东权益	42,054	58,739	72,533	85,858					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	5,446	6,990	10,135	9,654	成长能力				
净利润	4,043	5,268	6,670	8,546	营业收入	57.7%	32.3%	24.4%	19.4%
折旧摊销	945	872	1,149	1,301	营业利润	1.5%	119.0	39.8%	28.2%
财务费用	464	99	(26)	(141)	营业外收入	65.3%	32.0%	26.6%	28.1%
投资损失	(134)	(150)	(180)	(200)	获利能力				
营运资金变动	(192)	491	2,425	(129)	毛利率	16.7%	18.1%	18.5%	18.8%
其它	320	410	96	278	净利率	4.2%	4.2%	4.3%	4.6%
投资活动现金流	(4,213)	(1,932)	(2,716)	59	ROE	25.3%	20.0%	20.9%	21.9%
资本支出	(3,937)	(1,940)	(2,750)	-	ROIC	14.2%	18.1%	20.3%	20.9%
长期投资	-	(0)	-	-	偿债能力				
其他	(276)	8	34	59	资产负债率	61.0%	56.1%	56.4%	54.4%
筹资活动现金流	185	4,124	(800)	(897)	流动比率	1.11	1.34	1.38	1.52
短期借款	189	71	-	-	速动比率	0.70	0.94	0.97	1.10
长期借款	394	-	-	-	营运能力				
普通股增加	1,040	264	-	-	总资产周转率	2.02	1.96	1.87	1.85
资本公积增加	(1,034)	3,878	-	-	应收账款周转率	15	15	14	14
其他	(404)	(90)	(800)	(897)	应付账款周转率	6.14	5.99	5.44	5.42
现金净增加额	1,419	9,182	6,618	8,816	每股指标 (元)				
					每股收益	0.92	1.22	1.54	1.98
					每股经营现金流	1.61	2.07	2.99	2.85
					每股净资产	3.65	6.08	7.38	9.05
					估值比率				
					P/E	19.65	14.89	11.76	9.18
					P/B	4.98	2.98	2.46	2.01
					EV/EBITDA	14.35	8.67	6.36	5.09

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn