

美的电器 (000527.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 17.75 元
目标(人民币): 23.40-25.90 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,120.27
总市值(百万元)	60,072.17
年内股价最高最低(元)	20.62/10.78
沪深 300 指数	3209.50
深证成指	12358.88



相关报告

- 《十二五开年,收入利润还将保持快速增长》, 2011.3.17
- 《补贴加回主营收入看三季报,单季增速 80%》, 2010.10.26
- 《三季报预增再度提升预期,将扫除市场担心》, 2010.10.12

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

收入增速近翻番超预期, 毛利率 2Q 有望上升

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.909	1.002	1.294	1.559	1.900
每股净资产(元)	4.54	3.67	5.55	6.64	7.97
每股经营性现金流(元)	0.99	2.06	1.43	1.79	2.69
市盈率(倍)	25.51	17.36	13.72	11.39	9.34
行业优化市盈率(倍)	45.8	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	83.14%	65.29%	40.01%	20.48%	21.91%
净资产收益率(%)	20.02%	27.30%	23.31%	23.47%	23.84%
总股本(百万股)	2,080.18	3,120.27	3,384.35	3,384.35	3,384.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 美的电器 1Q 实现收入 304.8 亿元、同比增长 96%; 净利润 7.1 亿元、同比增长 17.5%; EPS0.22 元; 净利润增速低于预期, 但收入增长超预期。

经营分析

- 空调业务和空冰洗市场份额上升带动下, 公司收入强劲增长: 今年 1Q 空调行业整体高速增长; 美的 1Q 空调业务收入增速高达约 150%, 有力地拉动了公司的收入快速增长(小天鹅季报可见洗衣机收入增长 49%)。产业在线数据显示, 公司的空冰洗销量增速均高于行业增速。公司内外销增速较为均衡, 分别是内销增长约 120%、出口增长约 80%。预计未来几个季度尽管增速可能放缓, 但公司销售收入总体保持较高增速。
- 将入账补贴调加到主营收入后看收入增长、毛利率和费用率: 毛利率下降 3.1 个点, 费用率控制良好。毛利率下降一方面因为铜等原材料价格上涨的原因(出口业务毛利率估计降幅较大), 另一方面是节能补贴减少后内销毛利率本因上升, 但调价有滞后(公司是 3 月开始普调)。销售费用率同比环比均下降, 低于格力的费用水平, 控制较好; 管理费用率保持稳定。预计随着内销出口的调价, 公司利润率将逐季上升。
- 运营情况良好: 一季度公司的存货周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数均同比、环比下降。经营性现金流虽然环比大幅下降, 但是同比则略有上升。

盈利调整

- 短期利润率下降应该能够逐季恢复, 维持前期盈利预测: 预计公司 2011-2013 年收入 998、1223、1445 亿元, 增速 33.9%、22.6%、18.1%; EPS 为 1.29、1.56、1.88 元, 净利润增速为 40.2%、20.4%、20.4%。

投资建议

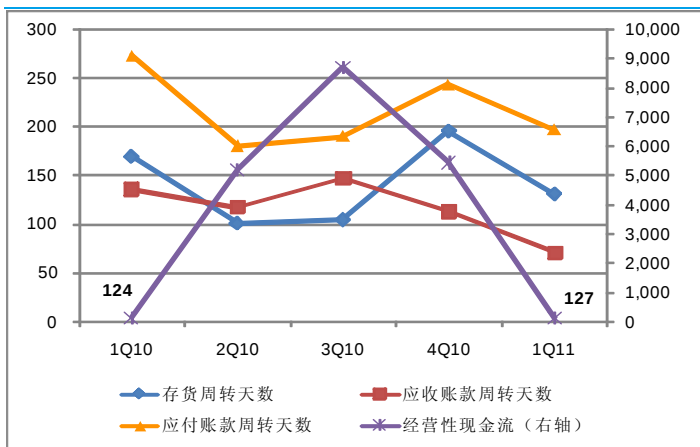
- 美的电器是我们今年主推公司之一, 作为全球 85%空调、45%冰箱、30%洗衣机的制造基地, 中国的白色家电龙头们已经具备相当的国际竞争力; 我们看好公司为“十二五再造一个美的”所作的积极扩张努力, 在均衡的综合白电业务和强调管理能力提升下, 增长稳健性不断强化, 并具备加快国际化进程的素质。6-12 个月的合理估值区间为 20X11PE-15X12PE, 即 23.4-25.9 元, 12 个月目标价 26 元, 维持买入建议。

图表1: 1Q 公司销量增速高于行业水平

	行业			美的		
	销量	内销	外销	销量	内销	外销
空调	39%	29%	49%	49%	31%	67%
冰箱	11%	14%	3%	37%	39%	26%
洗衣机	21%	27%	7%	30%	36%	7%

来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表2: 公司运营情况良好



图表3: 将入账补贴调加到主营收入后看收入增长和费用率

季度累计	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010	1Q11
营业外收入	33	55	67	396	655	686	2051	2570	320
单季度	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
单季度营业外收入	33	22	12	329	655	31	1365	520	320
补贴财务处理方式:				权责发生制		收付实现制			
记账补贴				229	620		1300	431	270
其中应收补贴				141	1,046				
由于执行高效产品 节能惠民限价销售, 调减主营收入				229	620	0	1300	431	270
主营业务收入	8824	16077	10756	11621	15541	23484	18135	17399	30481
调整后主营业务收入 (加上调减的收入)	8824	16077	10756	11850	16161	23484	19435	17830	30751
收入 YOY					83%	46%	81%	50%	90%
主营业务成本 (无需 调整)	7026	2253	8448	9248	13155	19139	15673	14147	25987
调整后毛利率	20.4%	23.8%	21.5%	22.0%	18.6%	18.5%	19.4%	20.7%	15.5%
销售费用	1039	1904	1444	1344	1489	2056	1675	1723	2509
调整后销售费用率	11.8%	11.8%	13.4%	11.3%	9.2%	8.8%	8.6%	9.7%	8.2%
管理费用	348	397	294	21	425	538	610	1091	881
调整后管理费用率	3.9%	2.5%	2.7%	5.2%	2.6%	2.3%	3.1%	6.1%	2.9%
净利润	187	959	405	341	632	1157	931	408	711
调整后净利率	2.1%	6.0%	3.8%	2.9%	3.9%	4.9%	4.8%	2.3%	2.3%

来源: 国金证券研究所

图表4：利润表项目分析

	1Q10	4Q10	1Q1	分 析
营业收入	15,541	17,399	30,481	规模快速扩张，收入增速接近翻倍超预期，考虑部分 12 月发货结算在 1 季度的因素后增速仍有约 80%。其中空调增长 150%。
收入 YoY	76%	50%	96%	
毛利率	15.4%	18.7%	14.7%	受原材料价格上涨影响，同比环比均下降
销售费用	1,489	1,723	2,509	同比环比均下降，费用率控制较好
销售费用率	9.6%	9.9%	8.2%	
管理费用	425	1,091	881	研发科技投入增加，管理费用率同比略有上升
管理费用率	7%	6.3%	2.9%	
财务费用	29	185	185	规模扩张需要票据贴现，令财务费用率同比上升，但环比下降
财务费用率	0.2%	1.1%	0.6%	
资产减值损失	126	-16.05	180	
公允价值变动收益	-10	118.06	57	
投资收益	7	0	83	
营业利润	300	450	816	
营业利润率	1.9%	2.6%	2.7%	同比上升，环比下降
营业利润 YoY	1.2%	92.2%	172.0%	
营业外收支	634	456	310	收到的节能补贴减少
归属于母公司所有者的净利润	632	408	711	
净利润率	4.1%	2.3%	2.3%	虽然营业利润率同比上升，但是补贴大幅减少，拉低了净利率
净利润 YoY	236.9%	19.7%	12.6%	

来源：聚源数据，公司季报，国金证券研究所