

2011 年 4 月 28 日

美的电器

补贴收入锐减

2011 年 1 季度，公司实现营业收入 304.8 亿元，同比大幅增长 96.1%，实现净利润 7.1 亿元，同比增长 17.5%，实现每股收益 0.22 元，业绩低于我们此前预期。我们将公司 11-13 年每股收益预测分别从 1.375 元和 1.629 元和 1.874 元下调至 1.241 元和 1.419 元和 1.681 元。基于 20 倍 2011 年市盈率，维持 24.70 元目标价，并维持对其买入评级。

支撑评级的要点

- 受原材料成本上升影响，毛利率从去年同期的 15.4% 小幅下降到今年的 14.8%。今年 1 季度收到的节能惠民补贴收入大幅下降，1 季度净利率从去年的 3.9% 下降至今年的 2.3%。我们判断，可能由于受到节能惠民补贴收入会计确认的影响，1 季度净利率下降明显。预计全年来看，净利率水平较 1 季度将有所提升。
- 渠道整合效应进一步体现，销售费用率从去年同期的 9.5% 下降到 8.2%。然而，由于研发费用的快速增长使管理费用报告期内大幅度提高，管理费用率也从 10 年 1 季度的 2.7% 提高到 2.9%。此外，受利率上升所致，财务费用 1 季度同比大幅增长 547%。综合来看，三项费用率控制较好，从去年同期的 12.5% 下降到今年的 11.7%。
- 作为白电行业的龙头，公司仍将受益于白电市场的相对景气。同时，市场对美的集团整体上市存在预期。

评级面临的风险因素

- 原材料价格上涨过快可能挤压公司利润率水平。
- 汇率变动对公司业绩影响。
- 家电行业政策不确定性。

估值

- 考虑到原材料上涨的压力以及节能惠民补贴政策的不确定性，我们将公司 11-13 年每股收益预测分别从 1.375 元和 1.629 元和 1.874 元下调至 1.241 元和 1.419 元和 1.681 元。基于 20 倍 2011 年市盈率，维持 24.70 元目标价，并维持对其买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	47,278	74,559	100,535	114,048	126,632
变动 (%)	4	58	35	13	11
净利润 (人民币 百万)	1,752	3,128	3,873	4,427	5,245
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.842	1.003	1.241	1.419	1.681
变动 (%)	54.1	19.0	23.8	14.3	18.5
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.257	1.546	1.828
先前预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.375	1.629	1.874
调整幅度 (%)	-	-	(9.7)	(12.9)	(10.3)
核心每股收益 (人民币)	0.802	0.339	0.793	1.382	1.645
变动 (%)	34.9	(57.7)	133.8	74.2	19.0
全面摊薄市盈率 (倍)	21.1	17.7	14.3	12.5	10.6
核心市盈率 (倍)	22.1	52.3	22.4	12.8	10.8
每股现金流量 (人民币)	0.99	1.75	1.73	2.64	3.19
价格/每股现金流量 (倍)	18.0	10.2	10.3	6.7	5.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.5	15.5	9.5	6.8	5.8
每股股息 (人民币)	0.091	0.108	0.124	0.142	0.168
股息率 (%)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

000527.SZ - 人民币 17.75

目标价格：人民币 24.70

刘会明

(8610)6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S 1300210030001

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	2	(12)	11	40
相对新华富时 A50 指数 (%)	(4)	(12)	5	42

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	3,120
流通股 (%)	42
流通股市值 (人民币 百万)	23,260
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	476
净负债比率 (%) (2011E)	净现金
主要股东 (%)	
美的集团	42

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

业绩低于预期

2011 年 1 季度，公司实现营业收入 304.8 亿元，同比大幅增长 96.1%，实现净利润 7.1 亿元，同比增长 17.5%，实现每股收益 0.22 元，业绩低于我们此前预期。主要原因在于今年 1 季度收到的节能惠民补贴收入大幅下降，使营业外收入同比减少 51.2%。受此影响，1 季度净利率从去年的 3.9% 下降至今年的 2.3%。我们判断，可能由于受到节能惠民补贴收入会计确认的影响，1 季度净利率下降明显。预计全年来看，净利率水平较 1 季度将有所提升。

毛利率略降、成本控制良好

受原材料成本上升影响，公司营业成本同比增长 97.5%，毛利率从去年同期的 15.4% 小幅下降到今年的 14.8%。渠道整合效应进一步体现，销售费用率从去年同期的 9.5% 下降到 8.2%。然而，由于研发费用的快速增长使管理费用报告期内大幅度提高，管理费用率也从 10 年 1 季度的 2.7% 提高到 11 年 1 季度的 2.9%。此外，受利率上升所致，财务费用今年 1 季度同比大幅增长 547%。综合来看，三项费用率控制较好，从去年同期的 12.5% 下降到今年的 11.7%。我们预计，销售费用率将较为稳定，进一步改善空间不大，而管理费用率和财务费用率的水平将与 1 季度相当。公司今年整体费用率水平较 10 年有望稳中有降。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年, 1 季度	11 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	15,541.30	30,480.80	96.1
营业成本	13,155.10	25,987.30	97.5
营业税金及附加	14.7	62.2	323.1
毛利润	2,371.5	4,431.3	86.9
管理费用	424.7	881.5	107.6
销售费用	1,489.10	2,509.40	68.5
经营利润	457.7	1,040.4	127.3
资产减值	125.8	179.9	43.0
财务费用	28.5	184.5	547.4
公允价值变动损益	(10)	56.8	(668.0)
投资收益	6.7	83	1138.8
营业外收入	654.5	319.50	(51.2)
营业外支出	20.1	9	(55.2)
税前利润	934.5	1,126.3	20.5
所得税	133.5	184.7	38.4
少数股东损益	195.5	230.1	17.7
归属于母公司的净利润	605.5	711.5	17.5
每股收益	0.190	0.220	15.8

资料来源：公司数据

估值

考虑到原材料上涨的压力以及节能惠民补贴政策的不确定性,我们将公司 11-13 年每股收益预测分别从 1.375 元和 1.629 元和 1.874 元下调至 1.241 元和 1.419 元和 1.681 元。公司作为白电行业龙头,仍将受益于行业相对景气。同时,市场上存在对美的集团整体上市的预期,基于 20 倍 2011 年市盈率,维持 24.70 元目标价,并维持对其**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	47,278	74,559	100,535	114,048	126,632
销售成本	(36,975)	(62,114)	(82,632)	(92,265)	(102,425)
运营费用	(6,764)	(8,881)	(11,904)	(13,242)	(14,318)
营业利润 (息税前利润)	3,539	3,564	5,999	8,541	9,889
折旧与摊销	(688)	(811)	(943)	(1,218)	(1,610)
息税折旧前利润	2,852	2,752	5,056	7,323	8,279
净利息收入/(费用)	(362)	(464)	(619)	(576)	(496)
其它盈利/(亏损)	124	2,675	1,671	100	99
税前利润	2,613	4,963	6,108	6,847	7,882
所得税	(239)	(920)	(1,099)	(1,233)	(1,419)
少数股东损益	(622)	(916)	(1,135)	(1,188)	(1,219)
净利润	1,752	3,128	3,873	4,427	5,245
核心净利润	1,669	1,058	2,475	4,312	5,131
每股收益 (人民币)	0.842	1.003	1.241	1.419	1.681
核心每股收益 (人民币)	0.802	0.339	0.793	1.382	1.645
每股派息 (人民币)	0.091	0.108	0.124	0.142	0.168
营收增长率 (%)	4	58	35	13	11
息税前利润增长率 (%)	24	(3)	84	45	13
息税折旧前利润增长率 (%)	22	1	68	42	16
每股收益增长率 (%)	54	19	24	14	18
核心每股收益增长率 (%)	35	(58)	134	74	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	3,287	4,820	4,129	4,525	6,652
应收帐款	10,474	9,914	13,368	15,165	16,839
库存	5,828	10,436	10,958	11,506	12,081
其它流动资产	1,544	2,846	2,719	2,598	2,484
流动资产合计	21,132	28,017	31,175	33,795	38,055
固定资产	6,181	8,625	12,911	18,621	23,940
无形资产	2,694	3,026	3,035	3,040	3,045
其它长期资产	1,651	2,387	2,708	2,996	3,316
长期资产合计	10,526	14,037	18,655	24,657	30,301
总资产	31,658	42,054	49,830	58,451	68,356
应付账款	13,210	18,516	20,510	22,592	24,991
短期债	540	729	629	529	429
其它流动负债	5,110	5,943	6,854	7,964	9,247
流动负债合计	18,859	25,188	27,992	31,085	34,666
长期借款	0	394	694	994	1,294
其他长期负债	70	89	89	89	89
股本	2,080	3,120	3,120	3,120	3,120
储备	7,371	9,216	12,752	16,793	21,598
股东权益	9,451	12,336	15,872	19,914	24,718
少数股东权益	3,277	4,046	5,182	6,370	7,589
负债权益总计	31,658	42,054	49,829	58,451	68,356
每股账面价值 (人民币)	4.54	3.95	5.09	6.38	7.92
每股有形资产 (人民币)	3.25	2.98	4.11	5.41	6.95
每股净负债/(现金) (人民币)	(1.31)	(1.14)	(0.85)	(0.91)	(1.53)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,613	4,963	6,108	6,847	7,882
折旧与摊销	688	811	943	1,218	1,610
净利息费用	362	464	619	576	496
营运资本变动	(3,276)	(88)	(1,203)	782	1,341
支付税金	0	0	0	0	1
其它经营现金流	1,669	(704)	(1,065)	(1,193)	(1,380)
经营活动产生的现金流	2,056	5,446	5,401	8,230	9,950
固定资产净采购	(1,123)	(3,937)	(5,345)	(7,042)	(7,044)
投资减少/(增加)	(69)	(401)	0	0	0
其它投资现金流	80	126	10	(31)	(43)
投资活动产生的现金流	(1,113)	(4,212)	(5,335)	(7,073)	(7,087)
净资产增加	3,267	52	0	0	1
净负债增加	(1,821)	583	200	200	200
支付股息	(114)	(189)	(338)	(387)	(443)
其它筹资现金流	(589)	(260)	(618)	(574)	(493)
筹资活动产生的现金流	744	185	(756)	(761)	(734)
现金余额变动	1,688	1,419	(691)	396	2,128
年初现金	1,572	3,252	4,670	3,979	4,375
公司自由现金流	1,142	1,457	23	1,090	2,809
股权自由现金流	(952)	1,776	(354)	781	2,567

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	7.5	4.8	6.0	7.5	7.8
息税前利润率 (%)	6.0	3.7	5.0	6.4	6.5
税前利润率 (%)	5.5	6.7	6.1	6.0	6.2
净利率 (%)	3.7	4.2	3.9	3.9	4.1
流动性					
流动比率 (倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率 (倍)	7.2	4.9	6.7	10.5	13.2
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率 (倍)	21.1	17.7	14.3	12.5	10.6
核心业务市盈率 (倍)	22.1	52.3	22.4	12.8	10.8
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	24.9	59.0	25.2	14.5	12.2
市净率 (倍)	3.9	4.5	3.5	2.8	2.2
价格/现金流 (倍)	18.0	10.2	10.3	6.7	5.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.5	15.5	9.5	6.8	5.8
周转率					
存货周转天数	54.1	47.8	47.3	44.4	42.0
应收帐款周转天数	61.8	49.9	42.3	45.7	46.1
应付帐款周转天数	91.6	77.7	70.8	69.0	68.6
回报率					
股息支付率 (%)	10.8	10.8	10.0	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	24.7	28.7	27.5	24.7	23.5
资产收益率 (%)	9.4	6.1	9.0	11.1	10.7
已运用资本收益率 (%)	25.2	18.5	26.1	29.7	27.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371