

审慎推荐-A (维持)

美的电器 000527.SZ

目标估值: 20-24 元

当前股价: 17.76 元

2011 年 4 月 29 日

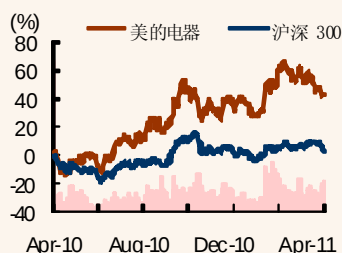
二季度毛利率水平或将回升

基础数据

上证综指	2887
总股本(万股)	338435
已上市流通股(万股)	312027
总市值(亿元)	601
流通市值(亿元)	554
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	18.5
资产负债率	64.6%
主要股东	美的集团有限公司
主要股东持股比例	39.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-3	41
相对表现	-8	4	39



相关报告

- 1、《小天鹅(000418)-期间费用上行致使一季报盈利低于预期》2011/4/27
- 2、《厨卫电器行业 2011 年二季度策略报告-择机布局低 PEG 水平的优质成长型企业》2011/4/6

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

张立聪

86-755-82943201
zhanglc1@cmschina.com.cn

家电行业低估值和低 PEG 水平的个股或有望取得阶段性收益。公司 1 季度销售收入增长创历史新高, 然成本压力与节能补贴的减少致使盈利增长滞后。2011 年, 公司各项业务仍将快速增长, 2 季度可关注提价效应下毛利率能否回升。

- **家电行业低估值和低 PEG 水平的个股或有望取得阶段性相对收益。**通胀高企和流动性收缩背景下, 行业龙头公司良好的季报盈利和估值持续下行有望带来板块轮动; 当前可布局业绩增长确定性强且前期下跌较多的个股。即便是未来面临经济增速与 CPI 回落预期引发的市场系统性调整, 家电行业中的低估值和低 PEG 水平的个股也有望取得阶段性的相对收益。
- **营业收入大幅增长, 净利润增长低于市场预期。**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, 业绩低于市场预期。
- **内外销共同驱动, 各业务快速增长。**一季度公司空冰洗的销量增速分别达到 49%、37% 和 30%。受益于欧美经济复苏, 空冰洗的外销增长分别达 67%、26% 和 7%。2010 年全球空调市场开始进入景气周期, 从广交会的厂商交流情况来看, 2011 年的景气有望延续, 海外业务有望成为公司业绩增长的重要动力。
- **成本压力一定程度上制约公司盈利增长。**将节能补贴还原为正常会计处理后, 毛利率为 15.5%, 下滑 3 个百分点, 主要受到原材料和劳动力成本上升、人民币升值以及节能补贴减少后调价的相对滞后 (2 季度毛利率或将回升)。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, 研发费用的快速增长致使管理费用率同比增加 0.2 个百分点。此外, 利率上升致财务费用今年 1 季度同比大幅增长 547%。期间费用总体控制较好, 同比下降 0.8 个百分点。但受成本上升影响, 1 季销售净利率下降近 2 个百分点。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**公司规模优先战略下面临行业整体性成本压力, 调价或带动 2 季度毛利率回升。预估 2011-2013 年 EPS 1.21、1.48 和 1.77 元, 对应 2011 年 PE 14.6x。基于可选消费的弹性考虑, 股价逢低可介入。
- **风险提示: 要素成本上升、地产调控、汇率风险、节能惠民补贴退出**

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	47278	74559	101400	125736	148369
同比增长	4%	58%	36%	24%	18%
营业利润(百万元)	2520	2557	4934	7365	9129
同比增长	46%	1%	93%	49%	24%
净利润(百万元)	1892	3127	3867	4696	5807
同比增长	83%	65%	24%	21%	24%
每股收益(元)	0.91	1.00	1.14	1.39	1.72
PE	19.5	17.7	15.5	12.8	10.4
PB	3.9	4.5	2.9	2.4	1.9

资料来源: 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21132	28017	42940	54484	67676
现金	3855	5803	13066	17739	24343
交易性投资	27	150	150	150	150
应收票据	5448	3871	5265	6528	7703
应收款项	4667	4442	6039	7488	8836
其它应收款	359	468	637	789	932
存货	5828	10436	13968	17109	20188
其他	948	2846	3817	4681	5524
非流动资产	10526	14037	15589	16974	18210
长期股权投资	375	781	781	781	781
固定资产	5694	7672	9434	11003	12400
无形资产	1221	1552	1397	1257	1132
其他	3236	4031	3976	3932	3897
资产总计	31658	42054	58529	71458	85886
流动负债	18859	25188	32299	39157	46077
短期借款	540	729	0	0	0
应付账款	9216	11023	14756	18074	21327
预收账款	1007	1794	2000	2450	2891
其他	8096	11643	15543	18633	21858
长期负债	70	483	283	283	283
长期借款	0	394	194	194	194
其他	70	89	89	89	89
负债合计	18930	25671	32583	39440	46360
股本	2080	3120	3384	3384	3384
资本公积金	3126	2092	6392	6392	6392
留存收益	4245	7124	10991	15687	21493
少数股东权益	3277	4046	5179	6555	8256
母公司所有者权益	9451	12336	20767	25463	31270
负债及权益合计	31658	42054	58529	71458	85886

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2056	5446	6318	7806	9132
净利润	1892	3127	3867	4696	5807
折旧摊销	0	0	1202	1368	1517
财务费用	0	0	271	314	(92)
投资收益	0	0	(134)	(134)	(134)
营运资金变动	0	0	(22)	185	331
其它	165	2319	1135	1377	1703
投资活动现金流	(1113)	(4212)	(2754)	(2754)	(2754)
资本支出	0	0	(2754)	(2754)	(2754)
其他投资	(1113)	(4212)	0	0	0
筹资活动现金流	744	185	3699	(379)	226
借款变动	0	0	(729)	(200)	0
普通股增加	0	0	264	0	0
资本公积增加	0	0	4300	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	744	185	(136)	(179)	226
现金净增加额	1688	1419	7263	4673	6604

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	47278	74559	101400	125736	148369
营业成本	36975	62114	83148	101846	120179
营业税金及附加	61	86	117	145	171
营业费用	5731	6943	9443	11709	13817
管理费用	1660	2663	3622	4491	5300
财务费用	222	464	271	314	(92)
资产减值损失	169	(16)	0	0	0
公允价值变动收益	27	118	0	0	0
投资收益	32	134	134	134	134
营业利润	2520	2557	4934	7365	9129
营业外收入	396	2570	1285	129	129
营业外支出	163	164	82	41	41
利润总额	2753	4963	6137	7453	9216
所得税	239	920	1138	1381	1708
净利润	2514	4043	5000	6071	7508
少数股东损益	622	916	1133	1376	1701
母公司所有者净利润	1892	3127	3867	4696	5807
EPS (元)	0.91	1.00	1.14	1.39	1.72

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	4%	58%	36%	24%	18%
营业利润	46%	1%	93%	49%	24%
净利润	83%	65%	24%	21%	24%
获利能力					
毛利率	21.8%	16.7%	18.0%	19.0%	19.0%
净利率	4.0%	4.2%	3.8%	3.7%	3.9%
ROE	20.0%	25.3%	18.6%	18.4%	18.6%
ROIC	18.9%	14.1%	16.1%	19.4%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	61.0%	55.7%	55.2%	54.0%
净负债比率	1.7%	2.7%	0.7%	0.3%	0.2%
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.8	1.7	1.8	1.7
存货周转率	6.7	7.6	6.8	6.6	6.4
应收帐款周转率	12.4	16.4	19.3	18.6	18.2
应付帐款周转率	4.8	6.1	6.5	6.2	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.91	1.00	1.14	1.39	1.72
每股经营现金	0.99	1.75	1.87	2.31	2.70
每股净资产	4.54	3.95	6.14	7.52	9.24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	19.5	17.7	15.5	12.8	10.4
PB	3.9	4.5	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	35.0	31.3	18.5	13.1	11.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学，计算机专业学士、硕士；2007-2010 年，任招商证券交通运输行业分析师；2010 年获“水晶球”交通运输行业第四名。2011 年起任家电行业分析师。

张立聪，北京大学光华管理学院企业管理硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。