

美的电器 (000527.sz)

股价调整正是中长期布局良机

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511030001

今日美的电器大幅下跌, 经各方了解, 并综合判断, 股价调整属补跌性质, 公司基本面并无实质性变化, 各项业务发展良好。股价调整恰是中长期布局良机。从更长时间看, 公司一方面作为空调龙头会受益于行业良性发展, 同时在冰洗上市场份额的扩大将不断超预期。规模超 2000 亿, 利润超百亿只是时间的问题。

1. 规模继续保持高增长态势。11Q1 收入 305 亿, 同比增 96%, 空调、冰箱收入均呈翻番增长。进入二季度尽管收入增速有所放缓, 但仍保持远高于行业的增长水平, 对于市场有所担心的冰箱行业, 公司外销二季度仍然维持 50% 以上的快速增长势头, 内销也有 20% 以上量的增长。

2. 产品结构优化大大促进了公司的产品平均单价。空调领域变频空调出货占比进一步提高, 全年占比有望突破 50%。高端冰箱、滚筒洗衣机比例也大幅提升。量价齐升背景下, 全年实现千亿目标十分轻松。

3. Q1 盈利将是全年低点。Q1 公司净利率仅为 2.7%。是毛利率下滑、管理及财务费用率上升综合形成的。10Q4 以来主要原材料价格大增对公司毛利影响较大, 但是最困难的时光已经过去。四月以来, 大宗商品价格回落将促进公司毛利率水平逐步回升。

4. 短期政策影响小。节能补贴 5 月底到期后对公司实际盈利影响小, 首先按照 10 年 6 月实施的节能新政, 单品补贴额大幅降低, 同时补贴机型已大幅减少, 加上变频上量, 公司 10 年下半年以来平均的补贴已不多, 另外我们认为这部分补贴取消后, 公司有能力逐步提价。政策只是扰动因素, 不会根本改变家电龙头的盈利水平。

5. 盈利预测与估值。预计公司 11, 12 年 EPS 分别为 1.30 元, 1.70 元, 按 11 年 20 倍 PE 估值, 公司 6~12 个月目标价为 26.00 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示。存在个别月份需求低于预期的可能性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47,278.25	74,558.89	100,868.1	124,251.9	150,194.6
增长率 (%)	4.34%	57.70%	35.29%	23.18%	20.88%
EBITDA(百万元)	3,662.14	6,236.50	7,584.53	9,702.94	11,502.04
净利润(百万元)	1,891.90	3,127.10	4,415.00	5,769.69	6,940.24
增长率 (%)	83.14%	65.29%	41.19%	30.68%	20.29%
每股收益 (元)	0.910	1.002	1.300	1.700	2.050
市盈率	25.51	17.36	13.29	10.17	8.45
市净率	5.11	4.40	3.02	2.37	3.02
EV/EBITDA	13.16	8.58	6.48	4.23	2.72

数据来源: 广东美的电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	17.21
目标价格(元)	26.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.04%	-7.82%	44.02%
沪深 300	-7.20%	-6.86%	4.14%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

3,384.35/3,120.27

主要股东:

美的集团有限公司

主要股东持股比例

39.17%

财务比率

ROE	25.35%
ROA	14.73%
资产负债率	61.04%
每股净资产(元)	3.95

2010 年报数据

今日美的电器大幅下跌，经各方面了解，综合分析判断，股价调整还是属于补跌性质，公司基本面并无实质性变化，各项业务发展良好，我们认为股价调整恰恰是中长期布局的良机。从更长时间看，美的电器一方面作为空调龙头会受益于空调行业良性发展，另外公司在冰洗上的市场份额的扩大将不断超预期。规模超2000亿，利润超百亿只是时间的问题。

规模继续保持高速增长态势。

今年一季度实现收入305亿，同比增96%，除了洗衣机收入增五成外，空调、冰箱的收入均呈翻番增长。进入二季度尽管收入增速有所放缓，但仍然保持了远高于行业的增长水平，对于市场有所担心的冰箱行业，公司外销二季度仍然维持50%以上的快速增长势头，内销也有20%以上量的增长。

产品结构优化大大促进了公司的产品平均单价。

空调领域变频空调出货占比进一步提高，全年占比有望突破50%。高端冰箱、滚筒洗衣机比例也大幅提升。量价齐升背景下，全年实现千亿目标十分轻松。

公司2010年实现收入745.6亿，增长57.7%，2010年空冰洗分别实现销售483亿、99亿、97亿，同比增长51%、57%、63%，皆为行业第二。归属母公司净利润31.3亿，同比增长65%，按增发后总股本33.8亿测算，EPS0.92元。我们认为过往几年公司通过完善产业布局，整合营销队伍，梳理产品线，尝试多品牌运作，公司综合实力显著提升，综合性白电霸主地位已经确立，未来市场份额还将不断扩大。

一季度盈利将是全年低点。

一季度，公司净利率下降了2个百分点，是毛利率下滑，管理费用率，财务费用率上升综合形成的。其中2010年三季度所签出口订单在2011一季度出货对当季利润率负面影响属于一次性因素，2010年四季度以来主要原材料价格大幅提升对公司毛利影响较大，尽管公司目前仍然承受较大的成本压力，但是最困难的时光已经过去。四月份以来，铜价和原油价格回落将促进公司毛利率水平逐步回升。

我们一直认为，上游涨价能够逐步转移出去，美的电器相较格力只是需要稍长一点的时间而已，因为空调品牌集中度已经很高，美的品牌已经有很强的知名度和美誉度，所以具有一定的成本转嫁能力，过去的历史经验已经证明了：上游成本上涨并不构成美的电器全年的利润压力，只会影响季度的利润水平。因为终端价格波动具有滞后性，但是上涨之后较少下降，平均售价是逐步盘升的。

从费用角度看，公司渠道整合效应进一步体现，加上规模效应，公司销售费用率下降很快，目前下降到8%左右的水平，未来还有一定下降空间。最近两年公司广告力度很大，研发费用投入也高达十几亿，对当期报表影响较大，但是这将为未来产品力的提升，品牌知名度的提升，市场份额的提升提供有效的保证，公司很好地把握了规模增长