

美的电器 (000527.sz)

净利率恢复中，下半年有望迎来反转

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030001

净利率水平: Q2 缓慢回升, 下半年应优于上半年

Q1 净利率仅 3.1%, 4、5 月份也不太好, 但在逐步回升, 6 月已经明显好转, 提价作用逐步显现, 幅度在 5%~15%, 预计 Q3 环比盈利会上升。中期来看, 在产业如此集中的大背景, 净利率恢复到 5% 甚至更高是大趋势。

深化销售模式变革, 更趋于完善, 集聚效应更明显

过往两年, 公司通过营销变革, 促进渠道扁平化, 增强经销商自主性和能动性, 效果很好。目前店面数量 1.3~1.4 万, 下半年会增加至 1.5~1.6 万, 三年内计划增加至 3 万家, 未来收入增量很大, 且总体净利率可以达到 5%。

公司并不担心未来发展空间

空调渗透率还有较大空间。公司也会保持一席之地。而公司在冰洗领域份额还有较大提升空间。从空调冰箱行业出发, 公司还可将产品线延伸到高端的冷柜酒柜等。未来公司还可以考虑尝试走工程路线, 从单纯的卖产品发展到提供成套家电配套: 美的的产品线很全, 新居入伙所需标配家电一应俱全, 走工程路线会很有优势, 利润率会更高。

关于美的集团小家电资产注入

10 年集团小家电合计销售收入 250-300 亿之间, 不及白电。但净利率超过白电。这块优质资产迟早要注入到上市公司, 方向未变, 但目前并没有明确注入时间表。由于此事十分敏感, 特别是小家电原先从上市公司剥离出来的, 所以在具体注入方案的选择, 时点的选择, 估价等方面都会非常慎重。

盈利预测与估值

预计公司 11、12 年 EPS 分别为 1.20 元, 1.68 元, 对应当前股价, PE 估值优势仍然明显。另外从 PS 角度看, 这样一个成长性的龙头公司, PS 仅 0.6, 显然具备中长期投资价值, 维持“买入”评级。

风险提示

存在凉夏的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47,278.25	74,558.89	100848	124233.	150166.
增长率 (%)	4.34%	57.70%	35.26%	23.19%	20.87%
EBITDA(百万元)	3,662.14	6,236.50	7033.25	9592.75	11355.4
净利润(百万元)	1,891.90	3,127.10	4073.07	5699.14	6846.35
增长率 (%)	83.14%	65.29%	30.25%	39.92%	20.13%
每股收益 (元)	0.910	1.002	1.202	1.681	2.023
市盈率	25.51	17.36	14.40	10.29	8.57
市净率	5.11	4.40	3.07	2.41	3.07
EV/EBITDA	13.16	8.58	7.04	4.33	2.81

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

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	18.62
目标价格(元)	24.00
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	5.48%	-0.99%	71.77%
沪深 300	4.54%	-4.61%	24.25%

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	

收入增速较一季度有所放缓，但仍然非常强劲

2011 年一季度公司收入305 亿元，同比增长96%。净利润7.1 亿元，同比增长17.5%，每股收益0.22 元。在规模为主，利润为辅的导向下，公司收入增速大幅超出同行，其中空调和冰箱销售增长超过100%，洗衣机增长50%以上，整体上内销增速略快于出口。

进入二季度，公司空调销售保持旺盛，增速虽然较一季度有所回落，同比仍然有40%以上的增长，但冰箱单月收入增速从4月份的50%左右下滑至5~6月份的20%~30%；洗衣机也出现明显回落。整体来看，销售由于去年基数较高，长期维持高增速有难度。但**全年收入仍然有望超1000亿元**。

收入增速快于预期，既有行业的因素，更重要是公司本身努力的结果。

从行业方面来看，居民消费能力不断增长，我国家电普及率还有一定的上升空间，特别是空调渗透率仍处于较低水平，三四级市场蕴含巨大消费潜力；另外，随着城镇化持续推进，消费观念逐步转变，家电新产品出台，家电改善需求仍然十分旺盛，而家电产业政策助力推动；外销方面，中国家电产品的全球竞争力并没有消失，出口市场空间巨大。

从公司方面来看，美的电器约束激励机制到位，公司经营充满生机和活力，横向空冰洗布局良好，纵向整机、压缩机、电机等产业链完整，公司内外销都保持了很强的竞争力。从中期来看，公司对市场份额的全面持续提升充满信心。

净利率：Q2缓慢回升，下半年应该会显著高于上半年

去年四季度以来铜价，油价，电机（涉及稀土）、压缩机、制冷剂等成本轮番涨价，劳工综合成本也不断攀升。一季度净利率大幅下降。由于出口订单为闭口合同，上半年很多外销订单盈利很不理想，这一状况在三季度会有所改观。无论是外销还是内销，都通过提价来逐步消化成本压力。

过去的历史经验已经证明：上游成本上涨并不构成全年很大的利润压力，只会影响两个季度的利润水平。从更长时间来看，上游成本迟早会转移出去，只是需要时间。

一季度公司净利率仅为3.1%，4、5月份也不是太好，但在逐步回升，6月已经出现明显好转，主要是提价作用逐步显现，提价幅度分品种不同，约为5%~15%，预计3季度环比盈利会上升。中期来看，在产业如此集中的大背景，净利率恢复到5%甚至更高是大趋势。

深化销售模式变革，更趋于完善，集聚效应更明显，小家电也在做类似改革。

过往两年，公司通过营销模式变革，把原来层层批发代理的销售模式改为分公司统管，促进渠道扁平化，减少中间环节费用，增强经销商的自主权和能动性，收到了很好的效果，以为比较依赖大卖场的情况大为改观，自建渠道扮演了更重要的角色，更多地通过设立旗舰店、专卖店的方式销售美的产品，市场份额提升快，效益也好，可控性更强，由于美的电器的产品线很全，消费者可以在一个美的店面买到大部分家电，集聚效应也在进一步显现。特别是在三四线城市，美的专卖店还大有可为，空间十分巨大。目前店面数量1.3~1.4万家，下半年会增加至1.5~1.6万家，三年内计划增加至3万家。仅以单店销售额规模几百万来看，未来收入贡献都很大，而且总体净利率可以达到5%。

目前小家电也在相应的整合，在营销领域作相应的改革。完成后规模集聚效应更为明显。综合交易成本也会大大降低。

公司并不担心未来发展空间

空调是最晚普及的家电，渗透率还有较大提升空间。公司也会保持一席之地，从变频领域就可以看到市场的发展空间和美的把握新产品机会的能力。

公司在冰洗领域市场份额还有较大提升空间。随着竞争越来越激烈，未来会有一批小企业倒闭，行业集中度有望进一步提高。

从空调冰箱行业出发，公司还可以将产品线延伸到高端的冷柜酒柜等。

随着品牌号召力逐步壮大，制造能力逐步提高，沿着GE之路，公司未来新产品会扩展到更多领域。比如直饮水机和滤水耗材，空气净化器，节能灯。

未来公司还可以考虑尝试走工程路线，从单纯的卖产品发展到提供成套家电配装：美的的产品线很全，涉及空调、冰箱、洗衣机、小家电、厨具等，新居入伙所需的标配家电一应俱全，走工程路线会很有优势，利润率会更高。

集团小家电资产：2010年所有小家电合计收入250~300亿之间，不及大白电。小家电因为单价低，成本转嫁能力强，潜在净利率会达到6%~7%，超过大白电。另外，去年8月日电中国营销总部开始做渠道整合，但暂无注入上市公司时间表。

未来尝试走工程路线，成套家电配套家装：美的的产品线很全，涉及空调、冰箱、洗衣机、小家电、厨具等，新居入伙所需的标配家电一应俱全，走工程路线会很有优势，利润率会更高。

关于美的集团小家电资产注入

2010年美的集团小家电合计销售收入250-300亿之间，不及大白电，但净利率水平超过大白电。这一块优质资产迟早要注入到上市公司，方向没有改变，但目前并没有明

确的注入时间表。

由于此事十分敏感，特别是小家电原先从上市公司剥离出来的，所以在具体注入方案的选择，时点的选择，估价等方面都会非常慎重。

盈利预测及投资建议

考虑到公司产品提价滞后、原材料未来一段时间存在下滑可能，预计公司11，12年EPS分别为1.20元，1.68元，对应当前股价，PE估值优势仍然明显。另外从PS 角度看，这样一个成长性的龙头公司，PS仅0.6，显然具备中长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

存在凉夏的风险。

资产负债表

单位：百万元

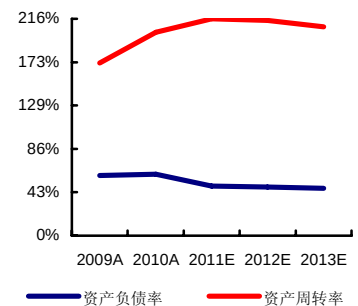
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	21,132	28,017	40,194	53,975	70,148
货币资金	3,855	5,803	14,496	22,466	32,057
应收及预付	11,282	11,326	15,016	18,473	22,340
存货	5,828	10,436	10,494	12,847	15,563
其他流动资产	167	452	188	188	188
非流动资产	10,526	14,037	11,234	10,588	9,898
长期股权投资	375	781	818	818	818
固定资产	5,694	7,672	7,056	6,353	5,608
在建工程	487	952	0	0	0
无形资产	2,852	3,301	3,360	3,417	3,473
其他长期资产	1,118	1,331	0	0	0
资产总计	31,658	42,054	51,428	64,563	80,046
流动负债	18,859	25,188	24,989	30,614	37,074
短期借款	540	729	0	0	0
应付及预收	14,278	19,231	24,989	30,614	37,074
其他流动负债	4,042	5,228	0	0	0
非流动负债	70	483	394	394	394
长期借款	0	394	394	394	394
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	89	0	0	0
负债合计	18,930	25,671	25,382	31,007	37,467
股本	2,080	3,120	3,384	3,384	3,384
资本公积	3,126	2,092	6,125	6,125	6,125
留存收益	4,261	7,109	11,182	16,881	23,728
归属母公司股东权益	9,451	12,336	20,692	26,391	33,237
少数股东权益	3,277	4,046	5,240	6,904	8,903
负债和股东权益	31,658	42,054	51,314	64,302	79,608

利润表

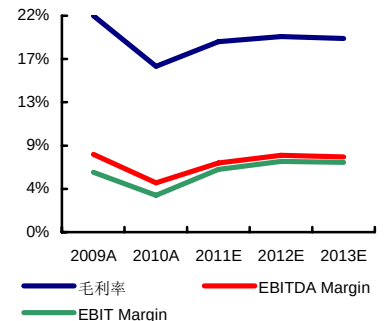
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47278	74559	100848	124233	150166
营业成本	36975	62114	81493	99770	120859
营业税金及附加	61	86	121	149	180
销售费用	5731	6943	9328	11119	13305
管理费用	1660	2663	3530	4348	5256
财务费用	222	464	-142	-314	-472
资产减值损失	169	-16	114	146	178
公允价值变动收益	27	118	30	30	30
投资净收益	32	134	30	30	30
营业利润	2520	2557	6464	9075	10920
营业外收入	396	2570			
营业外支出	163	164			
利润总额	2753	4963	6567	9181	11029
所得税	239	920	1300	1818	2184
净利润	2514	4043	5266	7363	8845
少数股东损益	622	916	1193	1664	1999
归属母公司净利润	1892	3127	4073	5699	6846
EBITDA	3699	3697	7033	9593	11355
EPS (元)	0.91	1.00	1.20	1.68	2.02

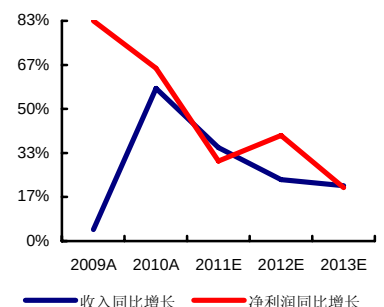
资产负债率趋势



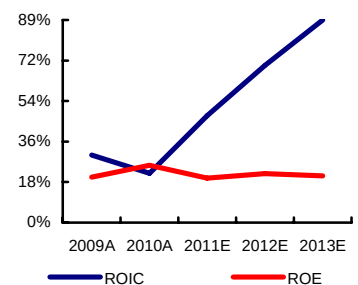
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

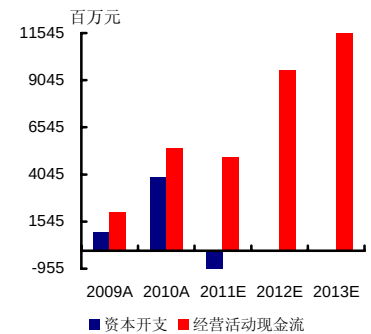
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,056	5,446	3,776	7,927	9,546
净利润	2,514	4,043	5,266	7,363	8,845
折旧摊销	847	945	657	746	790
营运资金变动	-1,139	696	-2,906	-186	-122
其它	-165	-238	758	4	33
投资活动现金流	-1,113	-4,212	1,446	66	69
资本支出	-964	-3,905	955	6	9
投资变动	-149	-307	461	30	30
其他	0	0	30	30	30
筹资活动现金流	744	185	3,472	-24	-24
银行借款	2,664	3,001	-729	0	0
债券融资	-4,485	-2,418	-34	0	0
股权融资	3,267	52	4,297	0	0
其他	-703	-450	-63	-24	-24
现金净增加额	1,688	1,419	8,693	7,969	9,591
期初现金余额	2,285	3,855	5,803	14,496	22,466
期末现金余额	3,973	5,274	14,496	22,466	32,057

主要财务比率

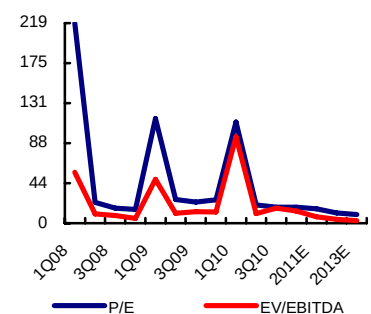
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.3%	57.7%	35.3%	23.2%	20.9%
营业利润	45.9%	1.5%	152.8%	40.4%	20.3%
归属于母公司净利润	83.1%	65.3%	30.3%	39.9%	20.1%
获利能力					
毛利率	21.8%	16.7%	19.2%	19.7%	19.5%
净利率	5.3%	5.4%	5.2%	5.9%	5.9%
ROE	20.0%	25.3%	19.7%	21.6%	20.6%
ROIC	29.8%	21.7%	47.2%	69.4%	89.5%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	61.0%	49.5%	48.2%	47.1%
净负债比率	-26.3%	-29.4%	-55.1%	-66.9%	-75.6%
流动比率	1.12	1.11	1.61	1.76	1.89
速动比率	0.77	0.60	1.06	1.21	1.34
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.02	2.16	2.14	2.08
应收账款周转率	12.44	16.37	16.37	16.37	16.37
存货周转率	6.74	7.64	7.77	7.77	7.77
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	1.00	1.20	1.68	2.02
每股经营现金流	0.99	1.75	1.12	2.34	2.82
每股净资产	4.54	3.95	6.11	7.80	9.82
估值比率					
P/E	25.5	17.4	15.6	11.2	9.3
P/B	5.1	4.4	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	12.2	13.4	7.0	4.3	2.8

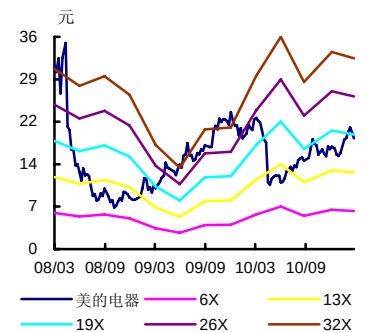
资本支出与经营活动现金流



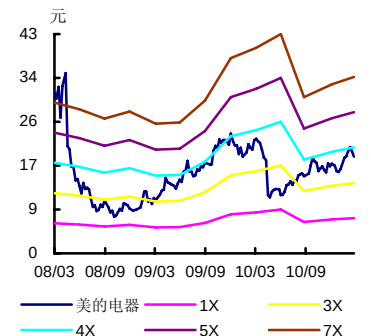
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，分析师，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

美的电器(000527.sz)_公告点评	王俊爽	2011-05-27
美的电器(000527.sz)_年报点评	王俊爽	2011-03-21
美的电器(000527.sz)_公司调研简报	王俊爽	2011-03-10

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。