



家用电器业/可选消费品

美的电器 (000527)

“保盈利”权重提升，白电旗舰新发展

——美的电器调研简报

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

美的下半年“保盈利”权重提升，下半年业绩增速有望显著高于上半年。关注海外布局与小电渠道整合。2011-2013 年 EPS 1.20 元、1.58 元与 1.92 元，维持“增持”。

要点：

- “保盈利”权重提升，净利率将回升至正常水平；下半年业绩增速有望显著高于上半年。上半年铜、冷媒与稀土轮番上涨，空调短期盈利有压力；钢材等上涨亦给波轮洗衣机带来压力，我们维持一季度利润率筑底的判断。下半年“保盈利”权重提升，通过新品提价与材料替代，净利率有望回升至 4-5 个点的正常水平。看好下半年规模增长，来自空调内销 15%-20% 增长及较大超预期可能性、网点数量年增长 20%、新品提价与产品结构提升带来均价提升。预计下半年收入增速下降但仍较高、净利率提升，业绩增速有望显著高于上半年。
- 渠道库存处于正常水平，炎热天气利于消化。6 月中旬-7 月中旬气温低于往年，并有暴雨等极端天气，各地渠道库存有差异，但仍处正常水平。部分地区仅有两周，部分还有一个半月左右。本周多个地区发出高温预警，天气预报显示国内最高气温将显著高于历年平均；有望显著消化渠道库存，利于三四季度出货增长。如出现类似去年的热夏（也是 7 月下旬开始炎热），下半年空调内销超预期将是大概率事件。
- 全球化空间好于预期，海外布局或有进展。目前欧美仍为主要出口市场，6 月出口盈利已大幅好转。但潜力市场开拓更为关键：印度、中东、南美等，拥有人口/市场规模基础，当前家电产品价格与企业盈利都比较好，去年美的埃及巴西合资公司都有超过 10 个点的净利率。
- 关注小家电渠道变革。5-8 月集中整合小电渠道，将相对独立的各产品整合入区域销售公司。对外削减渠道层级，由原有的最多 6-7 层削减至 2-3 层，削减渠道成本并增厚每个层级的毛利空间，目前出货价与零售价比重 1:2.5。按照规划目标，2014-2015 年小电收入将达 600 亿元，净利率将达到 8%-10%。整合完成或是重要时间节点。
- 白电旗舰美的保持旺盛活力。短期看，“上规模、调结构、保盈利”的经营方针未变，但其中“保盈利”的权重正在逐步提升。中期看，全球化布局、小电渠道与资产整合将逐步取得成果。长期来看，向工业化拓展的市场空间向好。
- 受成本上涨影响，中报盈利能力略有压力；但下半年盈利能力回升，业绩有望超预期。我们维持对公司 2011-2013 年 EPS 1.20 元、1.58 元与 1.92 元的业绩预测，维持“增持”评级。

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**24.00**

上次预测：**23.95**

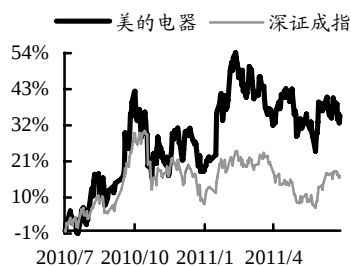
当前价格：**17.95**

2011.07.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.97-21.40
总市值 (百万元)	60,749
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,384/3,120
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	92%
日均成交量 (百万股)	14
日均成交值 (百万元)	256

52 周内股价走势图



相关报告

《收入大超预期，盈利能力筑底》	2011.04.28
《九字方针严格执行，一季度利润率筑底》	2011.03.17
《收入增长持续较高，盈利能力较为稳定》	2010.10.26
《中报实际业绩超预期，增发支撑持续增...》	2010.08.30
《规模大举扩张，整合致费用率下降》	2010.04.30

1. “保盈利”权重逐步提升

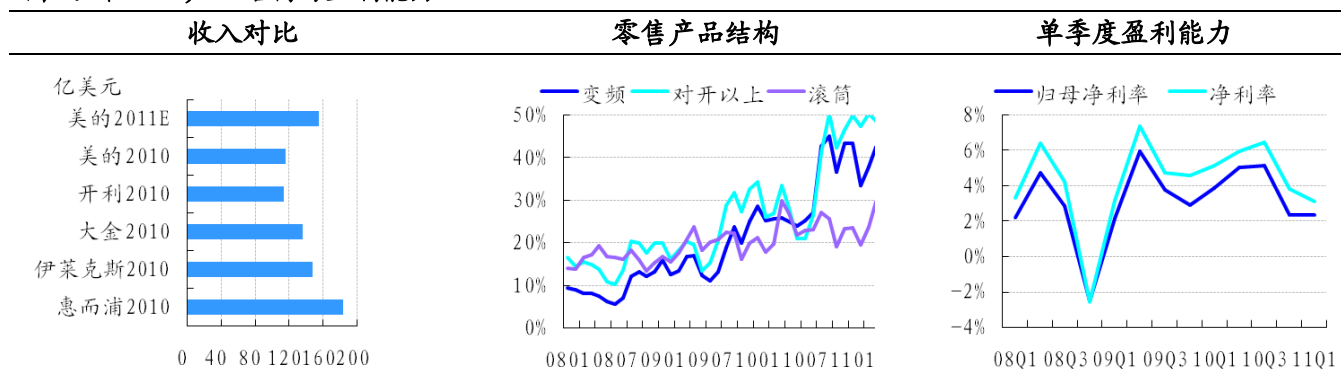
在公司“上规模、调结构、保盈利”的经营方针中，随着规模的持续增长与产品结构升级，“保盈利”的权重应是逐步提升的。

- **“上规模”已取得阶段性成果，还将继续超越。**我们预测公司今年收入规模将超千亿元，与国际巨头的差距大幅缩小。2010 年惠而浦、伊莱克斯、大金与开利收入分别达 180 亿美元、150 亿美元、130 亿美元与 110 亿美元的数量级，但增速较低（上半年伊莱克斯负增长）。我们认为，“上规模”已取得阶段性成果，今年有望超越部分国际巨头；但超越还将持续。
- **产品结构提升大趋势确定，今年显著加速。**目前公司变频空调占比已超过 50%，对开门、三门以上冰箱占比约 40%，滚筒洗衣机占比 30%，同比均大幅提升。
- **盈利能力与规模尚不匹配，“保盈利”权重应逐步提升。**行业正常盈利水平应有 5 个点，洗衣机可达 7-8 个点。上半年成本轮番上涨，短期未能完全转移，短期盈利能力有压力。一季度后，因规模增长较快而利润率不理想，公司更为重视盈利，下半年净利率回升预期较强，我们维持一季度利润率筑底的判断。而随着规模的持续增长与产品结构继续提升，“保盈利”权重的提升将是趋势性的。

那么，下半年“保盈利”权重的提升将如何体现？净利率如何回升？我们认为，二季度受制于稀土大幅上涨，未能充分转移成本压力；随着新品提价与产品结构持续提升，将逐步回升至正常盈利水平。

- **新冷年新品涨价消化成本压力。**原材料成本压力的消化是逐步的。如果下半年原材料价格较为平稳，那么净利率回升将比较确定。
- **出口盈利全面复苏。**一季度受原材料超预期上涨影响，出口盈利下滑。随着定价上涨与铜价回落，至 6 月已全面复苏。预计下半年淡季仍将有较好的盈利能力。
- **替代材料应用。**公司掌握了变频压缩机的稀土和铁氧体两种材料技术，可进行灵活切换。目前应用铁氧体的成本可比稀土低 100 元。

图 1：收入、产品结构与盈利能力



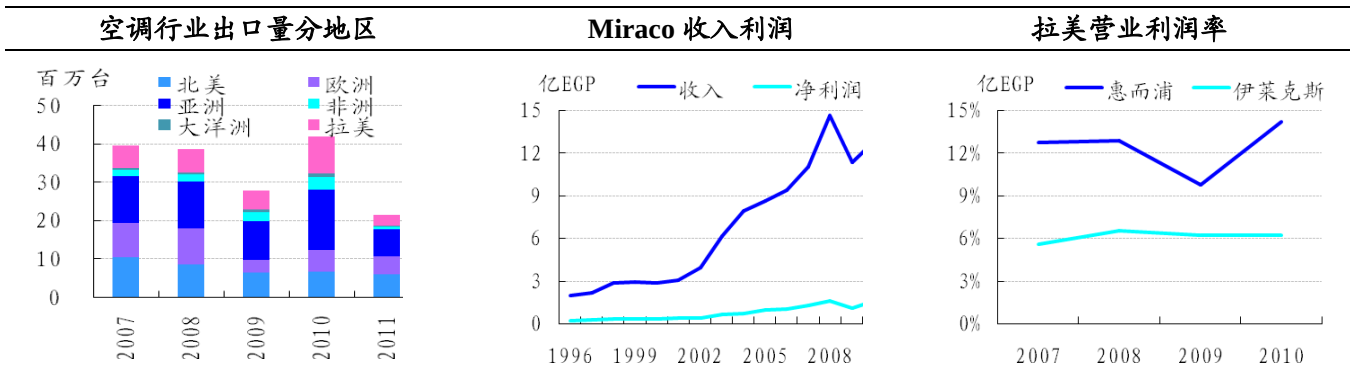
数据来源：Wind 资讯，Bloomberg，中怡康，国泰君安证券研究

2. 海外布局或有进展

海外市场布局进入关键阶段，今年还将加速全球化布局。

- **欧美仍为主要出口市场。**欧美占比仍超过 50%。受欧美经济下滑影响，下半年行业出口有一定压力。
- **潜力市场待布局，全球化空间好于预期。**除发达国家外，海外还有较大市场潜力，如印度、中东埃及、南美墨西哥等地，拥有较大的人口基础或市场规模基础，当前家电产品价格与品牌企业盈利都比较好。美的埃及合资公司 Miraco 去年净利率 12.4%，惠而浦在拉美的营业利润率达到 14%，伊莱克斯超过 6%。
- **已迈出全球化布局步伐。**公司去年并购了开利在埃及的子公司 Miraco 公司 32.5% 股权。合资销售公司继续推广，在巴西和马来西亚的基础上，去年成立了泰国和印度公司，力求推广美的品牌。
- **最近两年应是全球化布局的关键时期，海外布局还将加速。**公司已尝试了并购合资等多种全球化方式，最近两年全球化布局还将加速，期待在潜力市场有新进展。

图 2: 海外业务布局空间



数据来源: 中国海关, Bloomberg, 国泰君安证券研究

3. 小家电渠道变革启动

前期采用的事业部制较为灵活, 推动了小家电规模迅速做大; 目前正在进行渠道变革, 目标为提升效率, 使各事业部发挥更大的协同效应。

- **渠道变革的主要内容:** 对内是把各个事业部整合在一起, 成立各地销售公司。对外是把层层批发渠道 (最多有 6-7 层), 改成扁平化渠道 (2-3 层), 销售公司直接对接每个县。
- **渠道变革的预期效果:** 目前小电出厂价与终端价的比例为 1: 2.5, 虽然渠道毛利大, 但层级多, 每层的盈利空间不大。变革带来价值链缩短, 增厚每个环节的利润空间, 包括制造环节。公司期望, 到 2014-2015 年, 小家电业务收入达到 600 亿元, 净利率提升到 8-10 个点。
- **渠道变革的时间安排:** 今年 4-5 月开始推渠道扁平化, 5-8 月份主要就是做调整变革, 到四季度旺季会发力。我们认为渠道变革完成的时间点值得重点关注。不过, 二三季度集中整合或影响短期销售和盈利。

上市公司曾在 2005 年以 2.49 亿元剥离了日电集团 85% 股权。当时日电收入快速增长但净利率极低, 多个主营产品亏损。近年行业持续增长, 美的已有绝对龙头地位, 市场竞争格局的优化正逐步体现于盈利能力。

- **日电历史财务数据:** 2002-2004 年, 整合后的美的日电集团净资产分别为 3.19 亿元、7.48 亿元与 8.29 亿元, 净利润分别为 0.30 亿元、0.26 亿元与 0.76 亿元。2004 年电风扇与电饭煲收入分别达到 17.9 亿元与 13.7 亿元, 同比分别增长 62% 与 79%; 微波炉、热水器、饮水净水与厨具子公司亏损共计 0.94 亿元, 比 2003 年略有好转。
- **转让日电股权的影响:** 2004 年合并报表剔除日电后, 收入规模下降 58.8 亿元, 主营业务利润下降 9.43 亿元, 但净利润增加 0.91 亿元; 总资产减少 24.4 亿元, 净资产增加 0.22 亿元。转让价格的主要依据为净资产, 参考了同行业公司净资产的溢价比例, 转让获利 0.32 亿元计入资本公积。
- **目前日电财务数据与市场份额:** 2010 年收入超过 280 亿元, 净利率 6-7 个百分点。微波炉净利率由 2004 年前的亏损提升至 7-8 个百分点。在日电的 40 个门类产品中, 已有 8-9 个主流产品的市场份额接近 40% 左右, 如电风扇、电饭煲、电压力锅、电磁炉等。潜力产品包括: 照明、净水器与空气清新机等, 市场空间大且有持续销售, 目前能够达到翻番增长。

4. 上半年略有压力, 维持全年业绩预测

我们认为, 上半年成本压力给盈利能力带来短期压力; 但下半年业绩增长超预期可以期待, 维持全年预测。

- **下半年净利率回升较为确定。**“保盈利”权重趋势性提升。出口盈利能力已全面复苏, 内销成本压力也将随着新品提价等因素逐步转移。
- **看好下半年收入规模增长。**收入增速虽难企及上半年, 但仍有望超过 30%。1. 空调内销下半年预期增长 10%, 天气、房地产及农村消费有望带来超预期; 龙头企业增速高于行业 5-10 个百分点。2. 终端网点数量年增长 20%。3. 新品提价及产品结构提升带来均价提升。

- 下半年收入增长仍高、净利率将同比提升，业绩增速有望显著超越上半年。维持 2011-2013 年 EPS1.20 元、1.58 元与 1.92 元的业绩预测，维持“增持”评级。

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		