

原材料价格上涨影响公司盈利

——美的电器 2011 年中报点评

报告关键点:

- 收入快速增长, 利润增速超预期
- 毛利率略有下滑, 期间费用持平, 营业外收入大幅下滑
- 存货快速增长, 库存商品存在压力

报告摘要:

- 收入快速增长, 利润增速低于预期。**2011年上半年, 美的电器实现营业收入620亿元, 实现归属于母公司的净利润19.75亿元, 分别同比增长了59%和14%。公司上半年实现EPS为0.60元。受益于上半年空调行业的高景气以及冰洗业务的拓展, 公司上半年的销售收入保持了快速的增长。但是核心原材料铜价的高企吞噬了公司的盈利, 上半年美的电器归属于母公司的净利率为3.18%, 比去年同期下滑了1.27个百分点。
- 毛利率略有下滑, 期间费用与去年持平, 营业外收入下滑显著。**2011年上半年, 美的电器实现毛利率16.98%, 比去年同期下降了0.54个百分点。期间费用约为12%, 与去年相比基本持平。由于空调节能惠民补贴政策在上半年大幅度缩减并于6月初终止, 公司营业外收入减少了43%, 其占收入的比重下滑了1.13个百分点。
- 存货快速增长, 库存商品存在压力。**截止2011年上半年底, 美的电器库存价值约82亿元, 比去年同期增长了97%。其中占比最大的库存商品增长了134%, 达到48亿元。库存的增速大大超越了收入的增长势头, 一方面原因是公司专卖店数目快速增长, 存在渠道铺货的现象。2010年上半年, 美的电器专卖店约为8000家, 今年中期达到12000-13000家, 增长率超过50%。另外一方面, 也存在公司处于销售政策的考虑, 向渠道积压了约1-1.5个月的库存的情况。
- 投资建议。**考虑到公司下半年将盈利能力作为重要的战略指标, 预计公司在内外销占比上会有一些调整, 降低盈利能力较弱的外销比重, 毛利率会有一些程度的提升。由于公司上半年收入增长乐观, 我们上调了公司全年的收入增速。由于原材料价格上涨对公司的冲击超预期, 我们略微下调了公司的盈利预测。预计公司2011-2013年的收入增长分别为40%、23%、21%, EPS分别为1.15元、1.40元、1.69元, 对应的PE为14倍、11倍、9倍。维持买入-A的投资评级, 6个月目标价21元。

- 风险提示:** 原材料价格持续上涨; 冰洗行业竞争加剧引发价格战。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	47,278.2	74,558.9	104,330.2	127,961.1	154,692.1
Growth(%)	4.3%	57.7%	39.9%	22.7%	20.9%
净利润	1,891.9	3,127.1	3,890.9	4,737.5	5,705.6
Growth(%)	83.1%	65.3%	24.4%	21.8%	20.4%
毛利率(%)	21.8%	16.7%	17.1%	17.3%	17.4%
净利润率(%)	4.0%	4.2%	3.7%	3.7%	3.7%
每股收益(元)	0.56	0.92	1.15	1.40	1.69
每股净资产(元)	3.76	4.84	6.72	8.51	10.68
市盈率	28.3	17.1	13.8	11.3	9.4
市净率	4.2	3.3	2.4	1.9	1.5
净资产收益率(%)	19.8%	24.7%	23.8%	22.9%	22.0%
ROIC(%)	40.3%	50.6%	48.7%	29.8%	28.4%
EV/EBITDA	9.5	12.6	10.3	8.2	6.9
股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

21.00 元

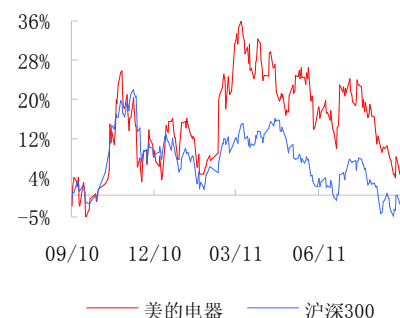
期限: 6 个月 上次预测: 25.00 元

现价 (2011 年 08 月 30 日): 15.83 元

报告日期: 2011-08-31

总市值(百万元)	53,574.22
流通市值(百万元)	49,393.80
总股本(百万股)	3,384.35
流通股本(百万股)	3,120.27
12 个月最低/最高	14.01/21.40 元
十大流通股东(%)	55.65%
股东户数	77,619

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.36)	(5.85)	7.47
绝对收益	(9.75)	(11.17)	5.35

赵志成

 021-68765859
 执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
 S1450511020029

报告联系人

杨爱琳

 021-68765335
 yangal@essence.com.cn

前期研究成果

- 美的电器: 收入超预期, 利润低于预期
2011-04-28
- 美的电器: 高增长预期实现
2011-03-17
- 美的电器: 借力小天鹅, 展翅高飞
2011-03-11

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011/8/31		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	47,278.2	74,558.9	104,330.2	127,961.1	154,692.1	营业收入增长率	4.3%	57.7%	39.9%	22.7%	20.9%	
减: 营业成本	36,975.2	62,114.2	86,541.9	105,772.6	127,713.8	营业利润增长率	45.9%	1.5%	79.5%	29.9%	21.2%	
营业税费	60.6	85.8	104.3	128.0	154.7	净利润增长率	83.1%	65.3%	24.4%	21.8%	20.4%	
销售费用	5,730.7	6,943.4	9,608.8	11,900.4	14,463.7	EBITDA 增长率	22.4%	11.8%	40.6%	28.3%	18.1%	
管理费用	1,660.2	2,663.1	3,098.6	3,902.8	4,826.4	EBIT 增长率	24.2%	10.2%	60.3%	31.0%	19.4%	
财务费用	222.4	464.1	254.5	384.5	354.0	NOPLAT 增长率	34.6%	64.7%	16.3%	23.2%	18.7%	
资产减值损失	168.6	-16.1	288.4	46.8	20.4	投资资本增长率	31.0%	21.0%	101.0%	25.0%	17.6%	
加: 公允价值变动收益	27.1	118.1	-65.2	32.6	-16.3	净资产增长率	74.5%	28.7%	28.0%	26.7%	25.4%	
投资和汇兑收益	32.1	134.3	220.0	100.0	80.0							
营业利润	2,519.7	2,556.7	4,588.4	5,958.7	7,222.8	利润率						
加: 营业外净收支	233.1	2,406.5	400.0	115.0	92.0	毛利率	21.8%	16.7%	17.1%	17.3%	17.4%	
利润总额	2,752.8	4,963.2	4,988.4	6,073.7	7,314.8	营业利润率	5.3%	3.4%	4.4%	4.7%	4.7%	
减: 所得税	239.0	919.9	-	-	-	净利润率	4.0%	4.2%	3.7%	3.7%	3.7%	
净利润	1,891.9	3,127.1	3,890.9	4,737.5	5,705.6	EBITDA/营业收入	7.2%	5.1%	5.1%	5.3%	5.2%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.8%	4.1%	4.6%	5.0%	4.9%	
货币资金	3,855.1	5,802.7	6,259.8	7,677.7	11,260.6	运营效率						
交易性金融资产	27.2	150.2	88.7	119.4	104.0	固定资产周转天数	41	32	26	21	17	
应收账款	5,025.5	4,910.3	9,068.2	11,451.8	11,916.4	流动营业资本周转天数	-12	-8	12	35	41	
应收票据	5,448.5	3,871.0	7,622.5	10,246.4	10,573.4	流动资产周转天数	133	119	121	138	143	
预付帐款	808.4	2,544.4	4,881.0	7,631.1	10,824.0	应收账款周转天数	32	23	22	27	25	
存货	5,827.5	10,436.2	13,433.8	16,951.9	20,582.0	存货周转天数	42	39	41	43	44	
其他流动资产	139.9	302.0	957.0	1,500.5	2,142.0	总资产周转天数	210	178	168	174	172	
可供出售金融资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	投资资本周转天数	60	47	56	69	68	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	374.8	781.2	466.6	540.4	595.8	ROE	19.8%	24.7%	23.8%	22.9%	22.0%	
投资性房地产	327.4	505.4	416.4	460.9	438.7	ROA	7.9%	9.6%	9.0%	8.9%	9.2%	
固定资产	5,694.0	7,672.3	7,662.7	7,484.1	7,212.7	ROIC	40.3%	50.6%	48.7%	29.8%	28.4%	
在建工程	486.6	952.2	571.9	343.8	206.9	费用率						
无形资产	1,220.9	1,552.5	1,449.1	1,352.5	1,262.5	销售费用率	12.1%	9.3%	9.2%	9.3%	9.4%	
其他非流动资产	2,421.6	2,573.3	2,370.6	2,459.2	2,470.0	管理费用率	3.5%	3.6%	3.0%	3.1%	3.1%	
资产总额	31,657.6	42,054.0	55,248.6	68,220.1	79,589.2	财务费用率	0.5%	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	
短期债务	539.7	728.6	995.6	881.6	844.3	三费/营业收入	16.1%	13.5%	12.4%	12.7%	12.7%	
应付帐款	9,539.1	11,360.1	16,773.3	21,339.3	22,902.3	偿债能力						
应付票据	2,986.2	5,699.5	7,658.9	9,203.0	10,497.0	资产负债率	59.8%	61.0%	62.0%	61.1%	58.1%	
其他流动负债	1,749.3	2,175.9	2,513.2	2,993.7	3,746.8	负债权益比	148.7%	156.7%	163.5%	156.8%	138.9%	
长期借款	-	393.8	393.8	393.8	393.8	流动比率	1.12	1.11	1.25	1.35	1.47	
其他非流动负债	70.3	89.4	84.3	85.2	86.3	速动比率	0.81	0.70	0.85	0.93	1.02	
负债总额	18,929.8	25,671.3	34,281.5	41,653.1	46,277.9	利息保障倍数	12.33	6.51	19.03	16.50	21.41	
少数股东权益	3,276.5	4,046.4	5,143.8	6,480.0	8,089.3	分红指标						
股本	2,080.2	3,120.3	3,120.3	3,120.3	3,120.3	DPS(元)	0.06	0.06	0.12	0.15	0.18	
留存收益	7,386.7	9,201.2	12,703.0	16,966.7	22,101.7	分红比率	10.0%	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%	
股东权益	12,727.9	16,382.7	20,967.1	26,567.0	33,311.3	股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	2,513.9	4,043.2	3,890.9	4,737.5	5,705.6	EPS(元)	0.56	0.92	1.15	1.40	1.69	
加: 折旧和摊销	847.0	945.0	493.0	500.7	503.0	BVPS(元)	3.76	4.84	6.72	8.51	10.68	
资产减值准备	168.6	-16.1	288.4	46.8	20.4	PE(X)	28.3	17.1	13.8	11.3	9.4	
公允价值变动损失	-27.1	-118.1	-65.2	32.6	-16.3	PB(X)	4.2	3.3	2.4	1.9	1.5	
财务费用	189.5	75.5	40.1	254.5	384.5	P/FCF	-26.4	29.1	-7.4	-63.4	53.6	
投资收益	-32.1	-134.3	-220.0	-100.0	-80.0	P/S	1.1	0.7	0.5	0.4	0.3	
少数股东损益	622.0	916.1	1,097.4	1,336.2	1,609.3	EV/EBITDA	9.5	12.6	10.3	8.2	6.9	
营运资金的变动	-1,709.2	804.4	-5,081.3	-4,462.6	-3,688.5	CAGR(%)	34.2%	21.8%	20.2%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	2,056.5	5,445.7	657.8	2,475.5	4,407.4	PEG	0.8	0.8	0.7	-0.1	-0.1	
投资活动产生现金流量	-1,112.6	-4,212.3	589.2	-4.6	36.9	ROIC/WACC	4.1	5.1	4.9	3.0	2.9	
融资活动产生现金流量	743.7	185.1	-376.6	-972.2	-961.8	REP	0.9	0.9	0.5	0.7	0.6	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034