



家用电器业/可选消费品

美的电器 (000527)

下半年盈利能力提升较为确定

——美的电器 2011 年中报点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读:

美的上半年收入增长 59% 利润增长 14%，主要因空调盈利能力下降。下半年盈利能力提升较为确定，2011-2013 年 EPS 1.13 元、1.47 元与 1.79 元，维持“增持”。

投资要点:

- 美的电器 2011 年上半年实现营业总收入 620.37 亿元，同比增长 59.0%；利润总额 31.37 亿元，归母净利润 19.75 亿元，同比分别增长 22.7% 与 13.6%。扣非的归母净利润 18.33 亿元，同比增长 9.4%。全面摊薄每股收益 0.58 元。业绩符合我们预期。
- 收入增长符合预期。空冰洗收入分别达到 425.16 亿元、82.28 亿元与 59.25 亿元，同比分别增长 64.4%、46.9% 与 22.6%；对应第三方统计销量增长 45%、40% 与 26%。压缩机收入 53.68 亿元，同比增长 96.4%。
- 利润总额率 5.1% 同比下降 1.5 个百分点，主要因空调盈利下降。空调毛利率同比下降 0.3 个百分点至 18.0%，以补贴还原后下降 1.7 个百分点至 18.5%；经营利润率同比下降 0.6 个百分点至 2.0%，还原后同比下降 2.2 个百分点至 2.6%，主要因稀土等成本超预期上涨。冰箱毛利率同比提升 3.9 个百分点，经营利润率提升 2.0 个百分点，得益于产品结构提升。洗衣机净利润 3.3 亿元，净利率下降 0.5 个百分点至 4.9%。
- 应收+预付比去年同期增加 82.23 亿元，存货增加 40.29 亿元；应付+预收增加 119.56 亿元。借款大增主要为美元。经营现金流 17.71 亿元，同比下降 34.32 亿元，因回款滞后、保证金存款增加 18.51 亿元。
- 收到商标许可费 1575 万元同比下降 20.8%，对应 52.51 亿元授权销售，主要因日电渠道整合。目前内部整合基本完成，代理商尚需建设。
- 6 月出口盈利已复苏，7 月空调内销提价，稀土冷媒等大幅回调利于盈利能力；下半年盈利考核得到强调，净利率有望恢复至 4%-5% 的水平。2011-2013 年 EPS 1.13 元、1.47 元与 1.79 元，维持“增持”。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47,278	74,559	105,749	128,630	154,830
(+/-)%	4.3%	57.7%	41.8%	21.6%	20.4%
经营利润 (EBIT)	2,742	3,021	6,150	8,063	9,768
(+/-)%	24.2%	10.2%	103.6%	31.1%	21.1%
净利润	1,892	3,127	3,817	4,979	6,057
(+/-)%	83.1%	65.3%	22.1%	30.4%	21.6%
每股净收益 (元)	0.56	0.92	1.13	1.47	1.79
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.11	0.15	0.18

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	5.8%	4.1%	5.8%	6.3%	6.0%
净资产收益率 (%)	20.0%	25.3%	19.0%	20.3%	20.2%
投入资本回报率 (%)	27.6%	23.2%	30.8%	31.5%	31.1%
EV/EBITDA	2.9	2.6	1.4	1.1	0.9
市盈率	28.3	17.1	14.0	10.8	8.8
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 22.00

上次预测: 24.00

当前价格: 15.83

2011.09.05

交易数据

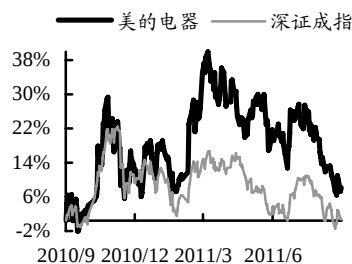
52 周内股价区间 (元)	14.01-21.40
总市值 (百万元)	53,574
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,384/3,120
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	92%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	210

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	17,344
每股净资产	5.12
市净率	3.1
净负债率	16%

EPS (元)	2010A	2011
Q1	0.18	0.21
Q2	0.33	0.37
Q3	0.29	0.34
Q4	0.12	0.21
全年	0.92	1.13

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-10%	5%
相对指数	-4%	-9%	5%

相关报告

- 《并购开利拉美业务，全球化大有进展》
2011.08.07
- 《“保盈利”权重提升，白电旗舰新发展》
2011.07.26
- 《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

模型更新时间: 2011.08.31

股票研究

可选消费品

家用电器业

美的电器 (000527)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.00

上次预测: 24.00

当前价格: 15.83

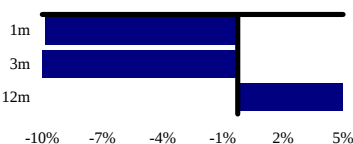
公司网址

www.midea.com.cn

公司简介

公司为我国家电行业大型制造企业,主要从事家用及商用空调、压缩机、冰箱及洗衣机的生产与销售,是中国最具规模的白色家电生产基地和出口基地之一。公司拥有中国最大最完整的空调产业链、微波炉产业链、洗衣机产业链、冰箱产业链和洗碗机产业链,拥有中国最大最完整的小家电产品群和厨房家电产品群。还拥有遍布全国的营销网络,并在美国、英国、德国等地设有分支机构,已成为国内具有国际竞争力的综合性白电制造商。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.01-21.40

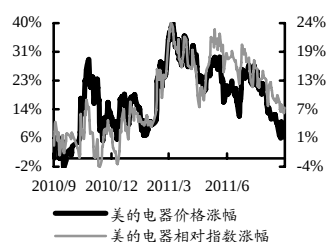
市值 (百万)

53,574

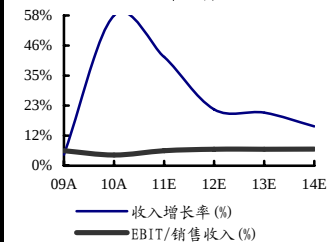
财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表						
营业收入	47,278	74,559	105,749	128,630	154,830	178,256
营业成本	36,975	62,114	86,413	104,720	126,221	145,432
税金及附加	61	86	285	346	417	480
营业费用	5,731	6,943	9,412	11,319	13,470	15,330
管理费用	1,660	2,663	3,490	4,180	4,955	5,615
EBIT	2,742	3,021	6,150	8,063	9,768	11,398
公允价值变动收益	27	118	50	50	50	50
投资收益	32	134	269	269	269	269
财务费用	222	464	701	402	380	335
营业利润	2,520	2,557	5,667	7,880	9,607	11,282
所得税	239	920	1,223	1,596	1,941	2,276
少数股东损益	622	916	1,077	1,404	1,708	2,003
净利润	1,892	3,127	3,817	4,979	6,057	7,102
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	3,882	5,953	8,575	9,679	11,921	17,251
其他流动资产	17,250	22,064	30,884	37,436	45,028	51,815
长期投资	375	781	1,050	1,318	1,587	1,856
固定资产合计	6,181	8,625	12,580	16,040	19,409	21,097
无形及其他资产	3,642	4,126	4,504	4,892	5,356	5,750
资产合计	31,658	42,054	58,099	69,870	83,808	98,274
流动负债	18,859	25,188	32,420	38,306	45,084	51,155
长期负债	15	420	420	420	420	420
股东权益	9,451	12,336	20,072	24,553	30,005	36,397
投入资本(IC)	9,025	10,805	15,991	20,504	25,152	27,949
现金流量表						
NOPLAT	2,495	2,511	4,920	6,450	7,814	9,119
折旧与摊销	847	945	1,288	1,536	1,950	2,419
流动资金增量	(1,061)	1,326	(852)	(666)	(814)	(715)
资本支出	(1,655)	(4,050)	(5,622)	(5,384)	(5,784)	(4,501)
自由现金流	626	731	(266)	1,938	3,166	6,321
经营现金流	2,631	6,509	5,812	7,438	9,062	10,926
投资现金流	(1,912)	(4,311)	(5,521)	(5,434)	(5,834)	(4,551)
融资现金流	(2,273)	(186)	2,481	(900)	(986)	(1,045)
现金流净增加额	(1,554)	2,012	2,772	1,104	2,243	5,329
财务指标						
成长性						
收入增长率	4.3%	57.7%	41.8%	21.6%	20.4%	15.1%
EBIT 增长率	24.2%	10.2%	103.6%	31.1%	21.1%	16.7%
净利润增长率	83.1%	65.3%	22.1%	30.4%	21.6%	17.3%
利润率						
毛利率	21.8%	16.7%	18.3%	18.6%	18.5%	18.4%
EBIT 率	5.8%	4.1%	5.8%	6.3%	6.3%	6.4%
净利润率	4.0%	4.2%	3.6%	3.9%	3.9%	4.0%
收益率						
净资产收益率(ROE)	20.0%	25.3%	19.0%	20.3%	20.2%	19.5%
总资产收益率(ROA)	6.0%	7.4%	6.6%	7.1%	7.2%	7.2%
投入资本回报率(ROIC)	27.6%	23.2%	30.8%	31.5%	31.1%	32.6%
运营能力						
存货周转天数	54	48	53	56	56	57
应收账款周转天数	32	24	20	22	22	22
总资产周转天数	212	180	173	182	181	186
净利润现金含量	1.39	2.08	1.52	1.49	1.50	1.54
资本支出/收入	3%	5%	5%	4%	4%	3%
偿债能力						
资产负债率	59.8%	61.0%	56.6%	55.5%	54.4%	52.5%
净负债率	-35.1%	-37.9%	-40.8%	-37.8%	-38.4%	-46.3%
估值比率						
PE	28.3	17.1	14.0	10.8	8.8	7.5
PB	3.2	2.4	1.5	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	2.9	2.6	1.4	1.1	0.9	0.7
P/S	0.70	0.66	0.51	0.42	0.35	0.30
股息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%

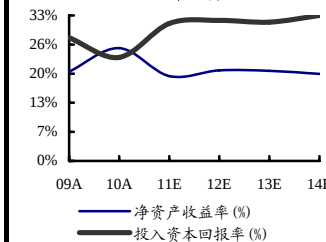
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

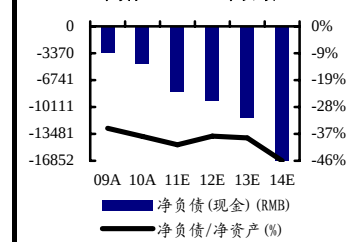
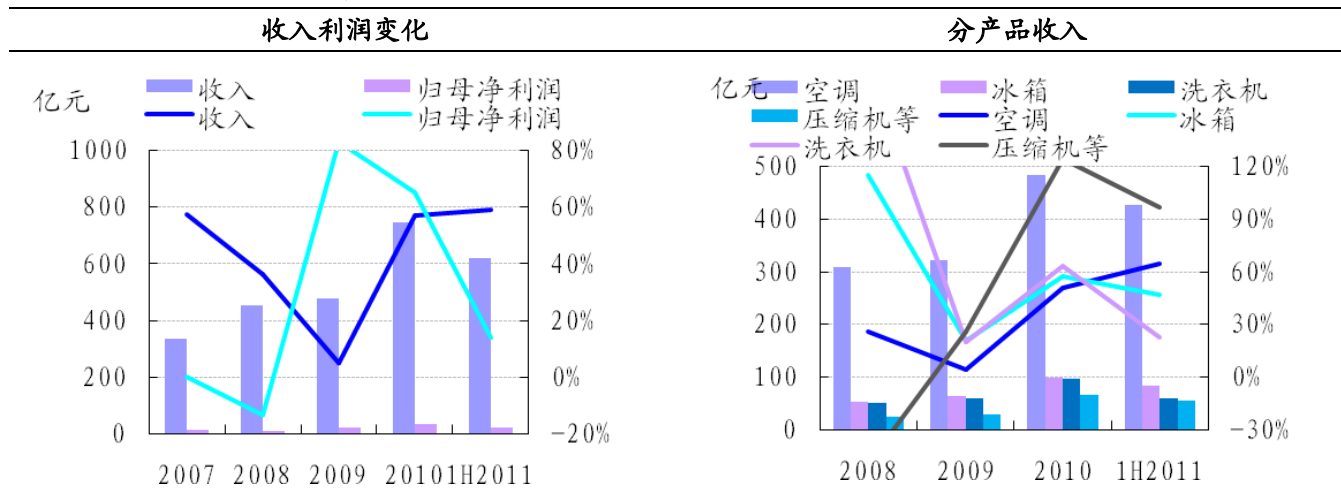
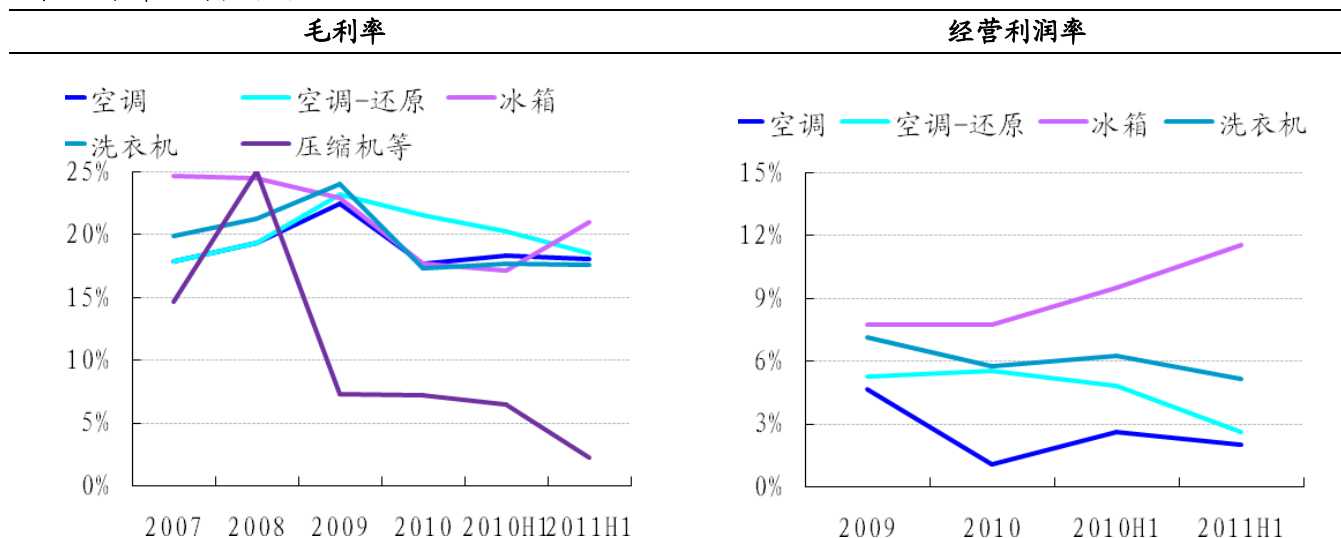


图 1: 美的电器收入利润增长



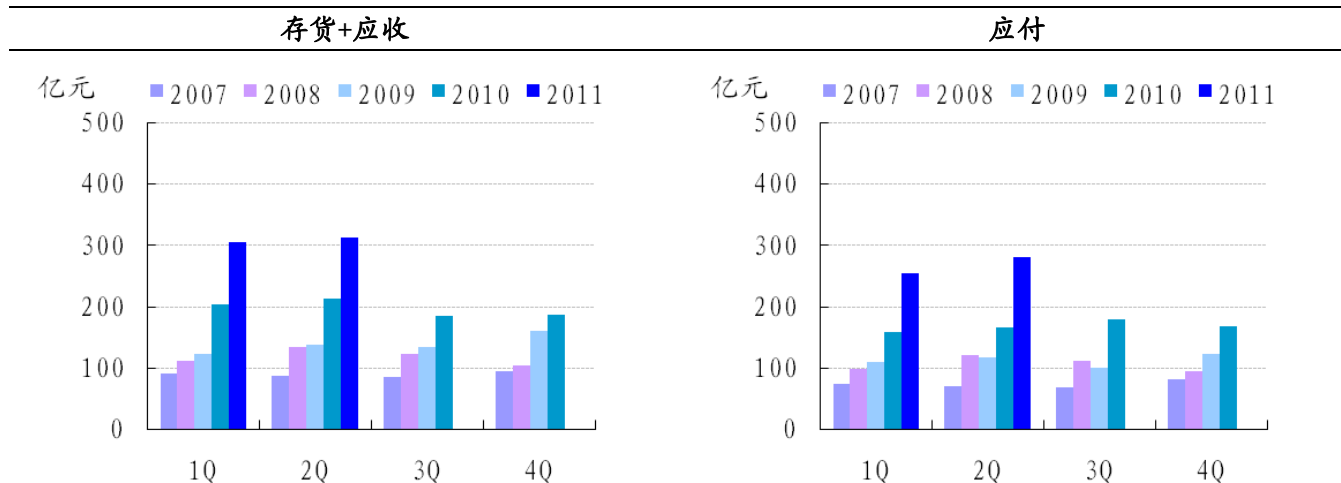
数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 分部盈利能力变化



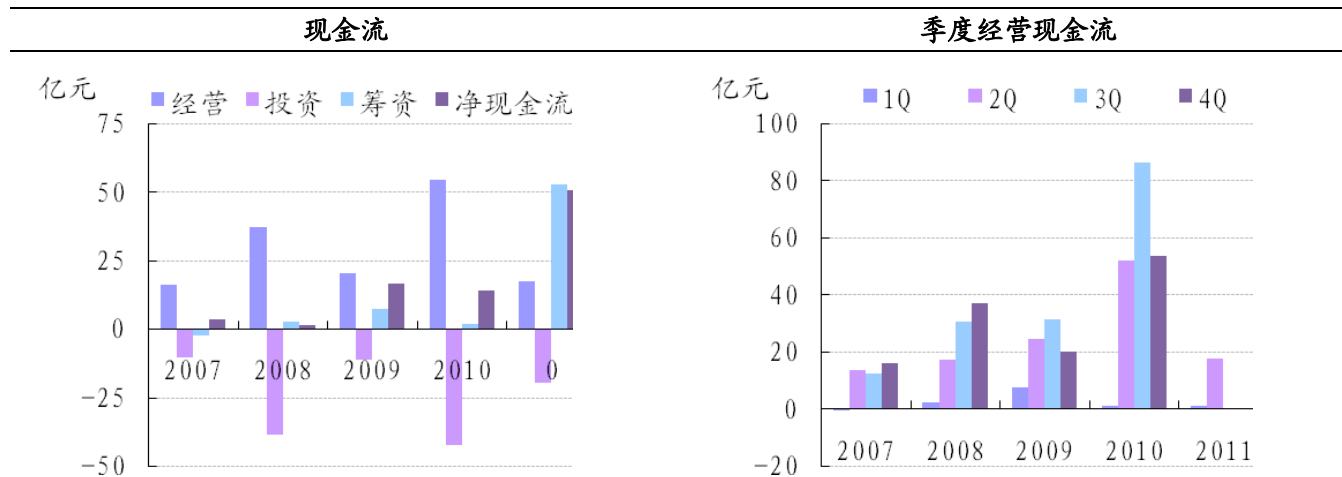
数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 资产负债项目变化



数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 现金流变化



数据来源: Wind 资讯, 公司公告, 国泰君安证券研究

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		