

美的电器 (000527.sz)

野蛮生长，百亿利润不是梦

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

美的电器已经是国内白色家电规模最大、综合实力最雄厚的家电制造商，2011 年全年收入将突破 1000 亿。由行业特性和公司核心竞争力决定，公司销售规模未来还存在非常大的增长空间，盈利能力也会稳步提升，目前股价连续调整，正是长期投资的切入点。

1. 不要怀疑公司的成本转嫁能力。对家电制造而言，企业所处的行业地位和对上下游的议价能力更决定公司中长期的盈利水平，而原材料的波动只是次要要素，短期因素。这在逻辑上成立，也得到了反复的实践检验。过往多年，白电行业不断集中，行业生态不断优化，恶性价格战变少，上下游议价能力显著变强，国美苏宁对白电行业的利润分割大大减少。所以我们看到，过去铜的价格翻了 4 倍，原油，钢材价格都有大幅度的上涨，但是美的电器的盈利水平反而从几年前的 2% 上升到 2010 年 5%。

前两个季度在成本压力下，公司盈利水平有所降低，但是我们坚信：上游成本上涨并不构成美的电器长期的利润压力，只会影响某一段时期的利润水平。目前公司盈利水平已经在逐步恢复中。只是因为要素价格上涨过快，成本转嫁存在一定的时滞。

2. 不要怀疑行业的发展空间。国内 14 亿人口以及发展中国家 20 亿人口，提供广阔的市场空间。中国的城镇化并没有终结。新的人口结构，收入水平下，整体消费层次会再上一个台阶，未来家电销售量还有较大增长空间，而在成本推动和产品结构提升的背景下，平均单价会有大幅度的上升。

3. 不要怀疑公司抢占市场份额的能力。美的电器通过野蛮生长，已经形成了自己独特的竞争力，其中我们认为最突出的是：1) 契合家电产业发展的经营机制，2) 勤勉专业的职业经理人团队。毫不夸张地说，美的电器在众多家电企业中最适应中国社会，最懂白家电产业。一直有清晰的战略、切实可行的规划和超强的执行力，在相关多元化的大旗下，公司拥有最好的产业布局和完备的一体化产业链。公司未来在各个细分领域都会表现出强劲的增长势头

4. 美的集团的小家电业务迟早会注入，目前销售规模在 300 亿左右，盈利能力很强。

5. 中期两种情景假设。1) 如果宏观经济保持总体稳定，成本继续保持高位，公司可以通过提价来逐步消化成本。2) 如果世界经济出现较大幅度调整，大宗原材料价格也会大幅下跌，由于家电的日常消费特性，行业需求下滑幅度有限，但是公司的净利率会显著提升，重现 2009 年的情形。由于公司业绩弹性更大，最终，美的利润额也会有较大幅度增长。如是而观，从防御的角度，美的短期也是一个非常好的投资标的

6. 盈利预测及估值。我们预计公司 11/12 年 EPS 分别为 1.20/1.65 元。对应当前股价 PE 仅 13X/9X。PS 角度看，公司目前 PS 不足 0.5 倍，显然具备中长期投资价值。考虑到公司的综合竞争优势和成长性，按 11 年 EPS 20 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价为 24 元，维持“买入”评级。

风险提示：新兴市场经济增长放缓。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47278	74559	109305	140529	173410
增长率(%)	4.3%	57.7%	46.6%	28.6%	23.4%
EBITDA(百万元)	3699	3697	7052	10360	13884
净利润(百万元)	1892	3127	4060	5592	7699
增长率(%)	83.1%	65.3%	29.8%	37.8%	37.7%
每股收益(元)	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27
市盈率	25.51	17.36	12.57	9.13	6.63
市净率	5.11	4.40	2.50	1.96	1.51
EV/EBITDA	12.15	13.42	5.00	2.91	1.48

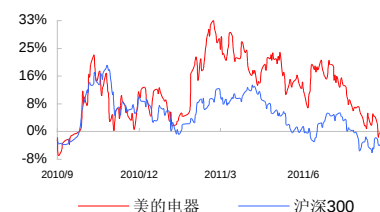
数据来源:广东美的电器股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	15.08 元
合理价值	24.00 元
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	-8.66	-13.33	-2.20
沪深 300	-5.39	-7.80	-8.17

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

3384/3120

主要股东:

美的集团有限公司

主要股东持股比例 39.17%

流通 A 股比例 92.20%

财务比率

ROE	25.35%
ROA	8.48%
资产负债率	61.04%

2010 年报数据

目录索引

一、核心内容总结	5
二、成功的过去	7
2.1 收入持续高增长，2010 年 746 亿，2011 年上半年 620 亿	7
2.2 空、冰、洗规模均步入国内前两名，均超百亿	7
2.3 净利润不断增长，09、10 年加速，10 年利润达 31 亿	8
2.4 ROE 多年保持 20%以上，持续高回报	9
三、过去为什么能成功？	10
3.1 行业大发展	10
3.1.2 结构优化，消费升级，平均单价提升，产品档次显著提高	13
3.1.3 行业生态不断优化	13
3.1.4 行业生态优化下，龙头具备较强的成本转嫁能力	15
3.2 公司核心竞争力不断提升	16
3.2.1 契合家电产业发展的经营机制，完善的治理结构	16
3.2.2 勤勉专业的职业经理人团队	16
3.2.3 重视企业战略，握准大方向，适时制定针对性的策略	16
3.2.4 清晰可行的规划和超强的执行力	16
3.2.5 超强的行业地位和不可比拟的规模优势	17
3.2.6 良好的生产布局和产品布局	17
3.2.7 完整的产业链下产生的协同效应	18
3.2.8 渠道优势（终端多，网络全，关系深，响应速度快）	18
3.2.9 品牌优势	19
3.2.10 技术优势和品质保障	19
四、争议的现在	19
4.1 能否成功实现成本转嫁？	19
4.2 欧美经济下滑是否会影响家电出口？	21
4.3 关于行业发展空间的争议	21
4.4 地产波动是否大幅影响需求？	22
4.5 家电相关政策退出是否会影响需求下滑？	22
4.6 是否存在因为小家电注入而压制股价？	22
五、光明的未来	23
5.1 白色家电需求的驱动因素	23
5.1.1 居民收入继续增长将不断推动家电消费	23
5.1.2 城镇化水平有望继续提升，制度变迁推动城镇化走向深化，促进城镇农民工消 费水平提升	23
5.1.3 三四级市场蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手	24
5.1.4 非居民家电需求持续增长，工程机市场方兴未艾	24
5.1.5 出口市场发展空间巨大	24
5.2 空调需求测算	25
5.2.1 未来国内需求测算	25
5.2.2 从日本空调需求测算空调内销总容量	27
5.2.3 海外需求测算	28
5.3 冰箱市场需求测算	28

5.4 洗衣机市场需求测算	29
5.5 美的抢占市场份额的提升空间	30
5.5.1 在非强势区域占有率尚有提升空间	30
5.5.2 更新需求中，龙头会获得更高的市场份额	30
5.5.3 海外拓展渐强，全球布局提升空间	30
5.6 产品单价的稳步提升	30
5.7 盈利能力的提升空间	31
5.8 远期目标，中期规划	31
5.8.1 远期目标	31
5.8.2 中期规划	31
5.9 股价上涨催化剂和两种情景假设	31
六、盈利预测及估值	32
6.1 收入、净利分季度	32
6.2 盈利预测	34
6.3 估值	35

图表索引

图 1: 公司营业收入持续高增长 (单位: 亿元, %)	7
图 2: 完整产业布局—各产业营收及收入占比 (单位: 亿元, %)	8
图 3: 净利润增长 (单位: 亿元, %)	9
图 4: 公司各年 ROE (单位: %)	9
图 5: 家电需求增长驱动因素	12
图 6: 2011 年 1-7 月空调分品牌总销量占比 (单位: %)	13
图 7: 2011 年 1-7 月冰箱分品牌总销量占比 (单位: %)	14
图 8: 2011 年 1-7 月洗衣机分品牌总销量占比 (单位: %)	14
图 9: 油价与净利率 (单位: 美元/吨, %)	15
图 10: 铜价与净利率 (单位: 美元/吨, %)	15
图 11: 铜材价格走势与美的净利率比较 (单位: 美元/吨, %)	20
图 12: 国内城镇化率 (单位: %)	24
图 13: 城镇人口户数和农村人口户数 (单位: 亿)	24
图 15: 空调内销增长预测	27
图 16: 发展中国家人口 (单位: 亿人)	28
图 17: 每百户居民拥有冰箱数量 (单位: 台)	29
图 18: 每百户居民拥有洗衣机数量 (单位: 台)	29
表 1: 公司各产业产能、销量和市场地位 (单位: 万台, 亿元, %)	8
表 2: 空调年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	10
表 3: 冰箱年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	11
表 4: 洗衣机年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	11
表 5: 公司各产业收入、同比及占比 (单位: 亿元, %)	17
表 6: 公司产能布局	17
表 7: 空调材料成本结构 (单位: %)	20
表 8: 冰箱材料成本结构 (单位: %)	20
表 9: 空调内需市场容量预测 (单位: 万台, %)	27
表 10: 收入分季度 (单位: 百万, %)	32
表 11: 利润分季度 (单位: 百万, %)	33
表 12: 盈利预测 (单位: 百万, %)	34

一、核心内容总结

美的电器已经是国内白色家电规模最大、综合实力最雄厚的家电制造商，2011年全年收入将突破1000亿。从公司收入、利润、净资产增长上看，显然是一个高成长、高盈利的公司。

公司成功的背后，必然有其成功的原因。归纳起来，成功要素无非两个方面：

1. 行业大发展：总量增长，结构优化，龙头强者恒强，竞争更为有序。

特别是在空调领域，格力、美的两家合计市占率在60%以上。寡头垄断下自然有垄断利润。

2. 美的电器核心竞争力不断提升：在不断增大的蛋糕中获得了更多的份额；公司盈利水平也在发展中逐步提升。

毫不夸张地说，美的电器在众多家电企业中最适应中国社会，最懂白家电产业。

美的核心竞争力中，我们认为最突出的是：

1) 契合家电产业发展的经营机制，

2) 勤勉专业的职业经理人团队

以此为基础，公司适时制定针对性的企业战略，通过清晰可行的规划和超强的执行力使企业不断跨越式发展，赢得了超强的行业地位和不可比拟的规模优势，在相关多元化的大旗下，公司完成了最好的产业布局和完备的一体化产业链。

我们不得不承认：美的电器无论进入家电的哪一个细分领域，都能很快谋得一席之地。

无时无刻，美的的广告就在你面前环绕，美的的产品就在你身边伸手可及。其广告营销，渠道构建，几乎做到了极致。

当然，职业经理人制度也是一把双刃剑。在严格的约束和激励下，难免有短期行为。但瑕不掩瑜，美的电器就是在广泛的质疑中野蛮成长，在对手畏惧感叹中不断壮大。股票市值也早已创下了6000点以来的新高。

遗憾的是：近两个月，由于市场对公司若干负面因素过分担心，股价出现大幅调整，并跌破年初定向增发发行价。

对于这些担心我们的观点是：

1. 关于成本上升对公司盈利的压力。我们应该坚信：白电龙头是具有成本转嫁能力。这从逻辑上成立，在过往多年的实证中也得到了检验。

从2003年至今，铜价上涨4倍多，油价上涨2倍多，而格力、美的净利率不但没有下降，反而上升了呢？说明要素成本的价格并不是影响龙头公司净利率的主因素。而是别的因素在起作用。我们认为：白电行业从充分竞争逐步进入寡头垄断，品牌不断集中，行业生态不断优化，上下游议价能力变强这才是影响中长期盈利水平的主因素。在这个大背景下，要素成本上涨只是次要因素，短期因素，只会构成一两个季度的利润压力，而并不能构成长期压力。当然成本转嫁需要时滞，但大趋势毋庸置疑。

2. 关于行业发展空间，我们总体的结论是：

1) 中国幅员如此辽阔，地域差别很大，经济发展水平很不平衡，城镇化远没有结束，家电需求不可以轻易言顶，回望过往若干年，多少次都在担心需求瓶颈，但结果是

不断地超预期。我们一直认为：家电需求最根本的支撑点在于：人口，城镇化，可支配收入，家电消费习惯。从这些因素出发，未来几年，销售量还是能够保持远超GDP的年度复合增长。

2) 中国这一经济体体量如此大，仅仅是替换需求也足够支持几个龙头公司。对需求的过分担心完全没有必要。

3) 目前白电领域强者恒强的趋势已经确立，行业逐步集中已经是无可争议的事实。行业集中就意味着行业整体的提价能力。随着家电占居民日常消费支出的比例日渐减少，家电消费逐步升级。我们完全有理由相信：家电产品的平均单价会逐步提升。

4) 出口方面，欧美市场或许没有多少增量了，但那部分仅占家电出口的1/4，新兴市场20多亿人口正等待家电普及，中国家电厂商将会扮演非常重要的角色，这是由我们家电产业的配套水平，生产组织水平所决定的，具有非常广阔的前景。莫为浮云遮望眼！

如果看得更远，我们既不担心量，又不担心价，也不怀疑美的抢占市场份额的能力，也确信行业集中之后保持盈利稳定的能力，我们在目前的估值水平下为什么没有勇气坚定地持有呢？

我们认为公司销售收入达到2000亿，净利润达到100亿是迟早的事情。我们期待广大投资者和我们一样，多看大趋势，看远些，再看远些！

即便是从短期来看，公司的增长势头，盈利恢复也非常好。

面对目前复杂而微妙的经济形势，我们还可以作这样两种情景假设。

1. 如果宏观经济保持总体稳定，成本继续保持高位，公司可以通过提价来逐步消化成本。

实际上公司中报已经显示盈利水平在恢复，11Q2的净利润率已经回到4%。进入新的冷年，公司调整策略提升盈利水平，内销方面8月已经实施提价，推新品来对抗成本上升；外销方面通过谨慎接单，总体提价来应对要素成本涨价及人民币升值。这样会出现收入继续高增长，但利润率缓慢回升，利润额也会有一定幅度上升。

2. 如果世界经济出现较大幅度调整，大宗原材料价格也会大幅下跌，行业需求可能有所下滑，但是公司的净利率会显著提升，重现2009年的情形。由于公司业绩弹性更大，最终，美的利润额也会有较大幅度增长。

如是而观，从防御的角度，美的短期也是一个非常好的投资标的。

美的与格力比较也许是绕不过去的一个问题，简单地说，格力是单打冠军，美的是全能冠军。他们以各自的方式诠释着专业化和多元化都可以做得很成功。格力以技术、质量、口碑见长，在两个杰出领导人的带领下乘风破浪。而美的则以深谙中国社会，简洁务实取胜，通过很好的约束激励机制，极大地激发了各层级员工的积极性和创造力。市场响应速度更快，生命力更为旺盛和持久。当然成长过程中难免磕磕绊绊，但是具有很好的自我纠错能力，始终能够保持成本领先，效率领先，市场导向下有非常强的扩张力。

二者很难有优劣之分，从投资的角度更多的是偏好不同下的某种选择，或者阶段性某种行业背景不同而形成的孰强孰弱。

二、成功的过去

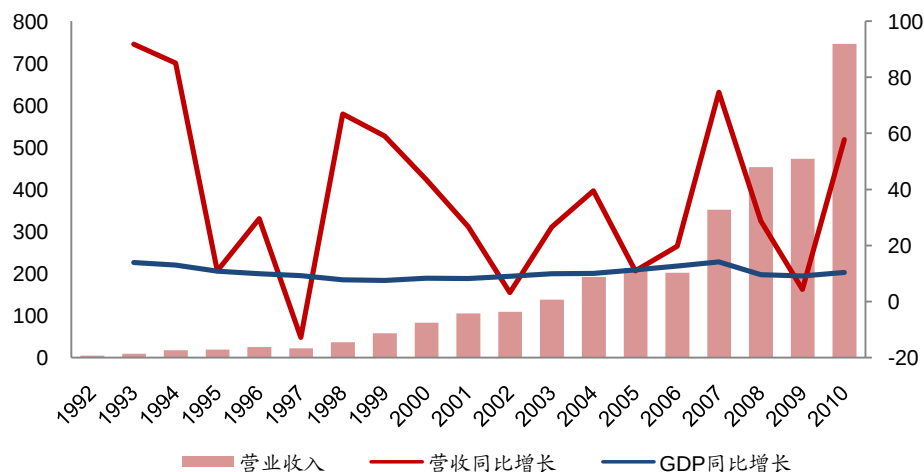
2.1 收入持续高增长，2010年746亿，2011年上半年620亿

美的电器隶属于美的集团，是国内白色家电规模最大、综合实力最雄厚的家电制造商，美的、荣事达、华凌、小天鹅等多个品牌同时运作，在空调、冰箱和洗衣机等多个领域占据领先地位。美的集团其他资产主要包括小家电、家电配件以及相关产品配套等，其中小家电规模300亿左右。

公司营业收入自1992年5亿发展到2010年近746亿收入，18年间复合增长率达32%，虽然经历08年金融危机，近五年收入复合增长率仍高达28%。

2011年上半年，公司收入已达620亿元，同比增长59%，高基数下仍然保持了很高的增长速度。2011年全年收入将突破1000亿。

图 1：公司营业收入持续高增长（单位：亿元，%）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.2 空、冰、洗规模均步入国内前两名，均超百亿

伴随着公司规模的不增长，公司行业地位也稳步提升。由于在各细分领域增速都高于行业，公司在各细分领域（空调、冰箱和洗衣机子行业）市场地位不断提升。目前，继空调后，冰箱和洗衣机业务均已跃居国内前两名。

表 1: 公司各产业产能、销量和市场地位 (单位: 万台, 亿元, %)

产品	家用空调	空调压缩机	中央空调*	洗衣机	冰箱
2011 年产能	2600	2100	60 亿	1400	1200
2010 年销量*	2480			997	888
2010 年同比增长	45%			69%	51%
市场份额*	26%	25%	10%	20%	13%
行业排名	第二	第一	第二	第二	第二
2011H1 销量	1890			585	702
2011H1 市场份额	28%	26%	10%	22%	16%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

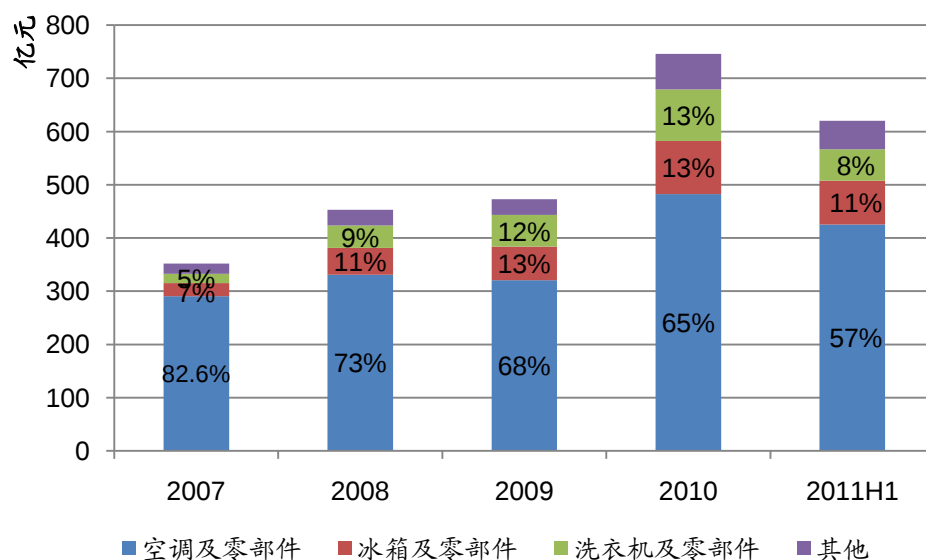
空调业务是公司的传统主业, 2010 年实现销售 483 亿, 目前占公司收入 60% 以上。公司在家用空调业务上, 与格力各占据半壁江山, 双寡头格局已经形成。

2005 年开始, 公司逐步介入冰箱、洗衣机业务, 先后通过并购、整合, 实现跨越式发展。在竞争激烈的家电市场, 公司发挥相关多元化下规模优势, 凭借灵活的体制优势, 并利用空调业务的管理输出、经验嫁接和资源共享, 带动自身冰洗产业的快速成长。

2010 年公司实现洗衣机平台整合, 洗衣机市占率达到 20%, 今年上半年又升至 22%, 而在 07 年洗衣机市占率仅 6% 左右, 目前与洗衣机龙头海尔的差距已非常小。

在冰箱业务上, 07 年冰箱市占率也在 6% 左右, 2010 年已提升到 13% 左右水平, 今年上半年又升至 16%。

图 2: 完整产业布局—各产业营收及收入占比 (单位: 亿元, %)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

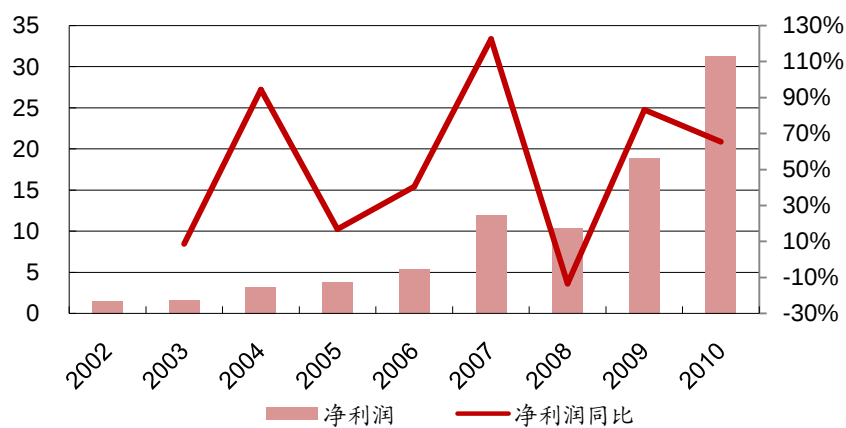
2.3 净利润不断增长, 09、10 年加速, 10 年利润达 31 亿

过往多年, 公司发展模式是规模优先, 兼顾利润。2010 年公司销售规模达到 746 亿, 空冰洗都进入行业前两名。2011 年全年销售可能超千亿, 已经是全球最大的综合性白电

生产商。在实现规模扩张以后，公司及时提出发展战略的适度调整，转变增长方式，推动战略转型，从原来“上规模、保盈利”转变为“保证盈利的前提下，规模最大化”，将盈利增长放在最首要的位置。

实际上，过往多年公司在规模扩张的同时，盈利水平也是逐步提升的。尽管期间也有波折，总体上还是螺旋式上升。作为一家民营企业，其内部思路也非常明确，对业务部门执行十分刚性的盈利考核标准。管理层总体上还是坚持规模扩张、利润提升两条腿走路，过往十几年，公司净利润也实现高速增长。净利润从1992年不足1亿元到2010年31亿元左右，增长33倍，复合增长率21%，近五年复合增长率更是高达48%。2011年上半年实现净利润20亿元，同比增长14%。

图 3：净利润增长（单位：亿元，%）

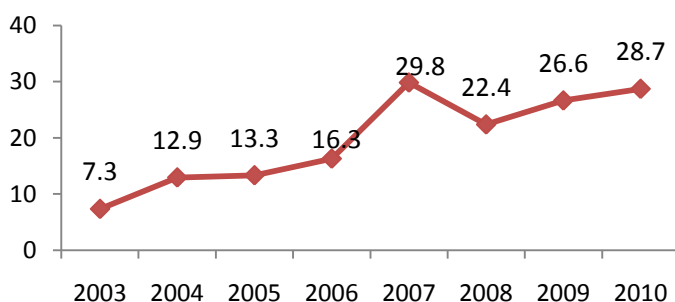


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.4 ROE多年保持20%以上，持续高回报

公司销售净利率不算高，维持在5%左右。但因为充分利用杠杆，资产快速周转，形成ROE维持在非常高的水平，08、09和10年三年ROE分别为22.4%、26.6%和28.7%。09年实施融资扩张，净资产大幅增长63%。但此后盈利水平也大幅提升，资金迅速产生效益，ROE并没有拉低。2011年初，公司又通过定向增发募集资金43亿，从公司净资产增长、收入增长，以及净利润增长上看，显然是一个高成长、高盈利的公司。

图 4：公司各年ROE（单位：%）



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三、过去为什么能成功？

公司成功的背后，必然有其成功的原因。归纳起来，公司成功要素无非两个方面：

1. 行业大发展，总量增长，结构优化，龙头强者恒强，竞争更为有序。
2. 美的电器核心竞争力不断提升，在不断增大的蛋糕中获得了更多的份额。本身盈利水平也在发展中逐步提升。

3.1 行业大发展

3.1.1 市场总量增加

十年前，当家用电器导入中国市场时，家电产品更多的是耐用消费品的特征，与宏观经济联系更紧些，周期性消费品特征更为明显。而随着人民生活水平的提高，人均可支配收入的增多，家电单品价值占收入比重减低，家电消费越来越多的具有日用消费品的特征。

随着家电消费的日用化，家电迅速在城镇家庭普及，农村的保有量也大幅提高，更新需求也大幅提升。尽管经历了百年一遇的金融危机，但家电消费增长整体上还是呈现稳步提升态势。而2010年全年冰、洗、空三大白电均呈现高速增长。2011年空调继续保持高增长，冰洗增速虽有回落，但销量屡创新高。

空调总销量从2006年5500多万台，到2010年9521万台，复合增长14%。预计2011年销量将突破1亿台，其中内销将突破6000万台，外销接近5000万台。

表 2：空调年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1-7 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2011 年	7658	3693	3966	48.2%	51.8%
同比增长	29.6%	25.3%	33.9%		
2010 年	5910	2947	2962	49.9%	50.1%
全年数据					
2010 年	9521	4389	5132	46.1%	53.9%
同比增长	44.6%	55.7%	36.3%		
2009 年	6,586	2,819	3,766	43%	57%
同比增长	0.9%	-20.9%	27.0%		
2008 年	6,528	3,563	2,965	54%	46%
同比增长	-6.5%	-5.9%	-7.3%		
2007 年	6,981	3,785	3,197	54%	46%
同比增长	25.68%	30.26%	20.65%		
2006 年	5,552	2,905	2,647	52%	48%

资料来源：产业在线，广发证券发展研究中心

冰箱增长也非常迅猛。总销量从2003年的3000万台增长到2010年6957万台，其中外销1828万台，内销5129万台，内销连续两年保持高增长。

拉动冰箱增长的主要动力是国内冰箱需求旺盛。冰箱内销量在2006年1978万台，

到2010年超过5000万台，4年复合增长12%。

2011年冰箱仍有较快增长。1-7月实现销量5138万台，同比增长20%，其中内销接近400万台，同比增26%，外销1152万台，同比增4%。

冰箱出口近几年表现平稳，保持5%左右年均增长。预计未来将会保持年均3-5%的复合增长。

表 3： 冰箱年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1-7 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2011 年	5,138	1,152	3,985	22%	78%
同比增长	20.06%	3.86%	25.73%		
2010 年	4279	1109	3170		
全年数据					
2010 年	6,957	1828	5129	26%	74%
同比增长	23.16%	6.36%	30.51%		
2009 年	5,648	1,719	3,930	30%	70%
同比增长	32.6%	4.01%	50.71%		
2008 年	4,260	1,653	2,608	39%	61%
同比增长	3.7%	1.14%	5.33%		
2007 年	4,110	1,634	2,476	40%	60%
同比增长	22.87%	19.56%	25.16%		
2006 年	3,345	1,367	1,978	41%	59%

资料来源：产业在线，广发证券发展研究中心

相比空调和冰箱的高增长，整体来看，洗衣机增长平稳，每年保持10-15%左右增长。2005年洗衣机总销量2739万台，至2010年已达5056万台。2010年洗衣机同比大幅增长28%。

2011年内销增长平稳，1-7月同比增长18%达2014万台，增速略微减缓。由于国内要素成本上涨过快，出口增长10%，达1044万台，总销量增长15%，达3058万台。四季度为洗衣机销售旺季，预计四季度增长会有所回升。

表 4： 洗衣机年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

1-7 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2011 年	3,058	1,044	2,014	34%	66%
同比增长	15.25%	10.40%	17.89%		
2010 年	2653	945	1709		
全年数据					
2010 年	5,056	1693	3364	33%	67%
同比增长	28.05%	30.26%	27.00%		
2009 年	3,948	1,300	2,649	33%	67%
同比增长	5.39%	-4.87%	11.28%		
2008 年	3,746	1,366	2,380	36%	64%
同比增长	10.96%	9.91%	11.57%		
2007 年	3,376	1,243	2,133	37%	63%

资料来源：产业在线，广发证券发展研究中心

归纳起来，过往年份家电需求持续增长的推动因素主要包括：

1) 居民收入不断增长

从上世纪90年代后，城镇居民和农村居民人均收入大幅增长。2002年至2010年，城镇人均可支配收入跃升2.5倍。我国人均收入已突破3000美元大关，对比国外家电消费经验正值家电消费的快速增长时机。

2) 城镇化水平不断提高，城镇居民收入显著提升

自1982年至2010年，中国城镇化率由20%迅速跃升至50%。城镇化建设不断深入，城镇家电新置需求也是拉动家电内销增长的重要动力。城镇市场经过十几年的发展，已经步入更新换代阶段。随着经济增长，城镇居民可支配收入的持续增加，城镇市场家电消费升级特征明显。

3) 新农村建设的深入

随着新农村建设的蓬勃发展，农村居民收入的稳步增长，农村需求被极大的激发并加速释放出来。三四级市场需求爆发增长拉动家电内销大幅增长。

4) 家电产业政策推动

08年以来，为了刺激消费，促进节能减排，推动家电出口，国家出台了一系列与家电生产有关的政策，总体上这些政策都是有利于行业的。

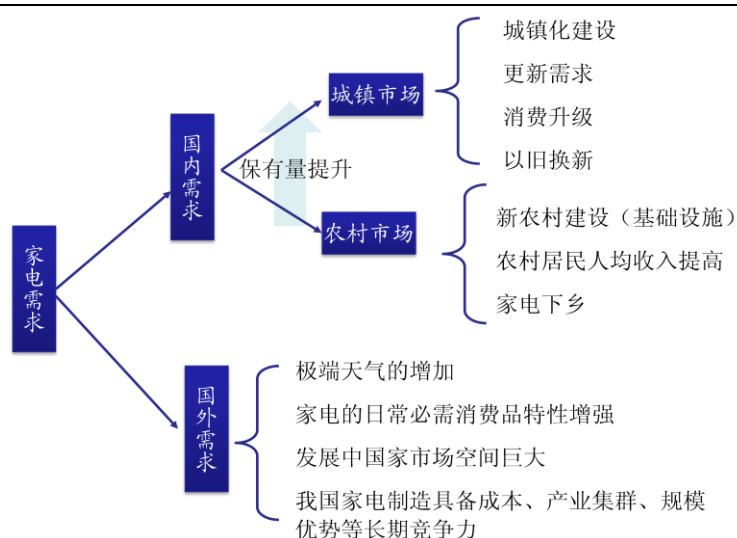
5) 世界范围内中国家电产品的竞争力不断强化

加入WTO，推动了中国家电产品在欧美地区的大幅扩张。新兴国家的崛起又提供了广阔的海外市场空间。

放眼未来，中国作为家电制造和消费大国，家电整体普及率还有进一步提升空间，14亿人口支撑的替换需求本身就是一个非常大的体量。国内家电需求空间仍然可以保持旺盛。未来内销市场将保持与GDP相协调的稳定增长。

在强大的本土市场支撑下，中国已经形成非常完整的产业配套和产业集群。中国家电企业也已经建立了很好的规模优势和强大的生产组织能力。未来我国白电企业在海外市场依然能够保持很强的竞争力。

图 5：家电需求增长驱动因素



资料来源：广发证券发展研究中心

3.1.2 结构优化，消费升级，平均单价提升，产品档次显著提高

过往多年随着城镇居民收入水平的不断提高，消费观念与时俱进，生活品味不断提升，消费者对产品的了解更加深入，对新产品有了更多的追求，开始从原来单纯对价格对基本功能的关注，转向对品牌、品质、节能、舒适度以及时尚等多方面转移。多方面的诉求促进消费升级，产品结构优化，自然也会形成产品平均单价上升。

城镇家电市场在发展十几年后，已经进入更新密集期。更新需求下必然是产品结构优化，平均单价上涨。这一方面是由居民生活水平提升，产品更加丰富、高档所推动的，另一方面也是由龙头公司把持产业方向，引领消费风尚所决定的，比如这两年强推的变频，而你想买相对便宜的空调，厂家不再生产。消费者实际上有“被高端”的倾向。

生产厂商引导和消费者内在需求暗合形成了产品平均单价的上升。

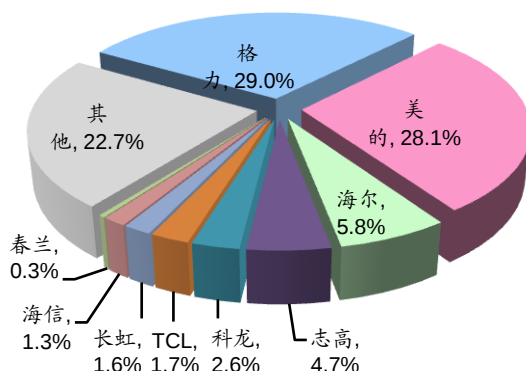
3.1.3 行业生态不断优化

在众多投资者心中，家电行业历来竞争惨烈，盈利水平低下，行业生态不佳。事实上，家电行业经过多年的充分竞争，市场已相对成熟。特别是白电行业，随着品牌集中度的提高，行业生态不断优化。

过往几年，空调、冰箱、洗衣机正在从充分竞争趋于集中，特别是空调这一子领域，已经完成双寡头垄断的集中。这样的背景下，企业盈利的稳定性大大提高。

(1) 空调行业：双寡头垄断基本确立，强者恒强

图 6：2011年1-7月空调分品牌总销量占比（单位：%）



资料来源：产业在线，广发证券发展研究中心

空调行业经过多年的洗牌，品牌集中度已经非常高。从2011年前7个月的数据来看，前四家市占率合计超65%。前两家巨头格力、美的市占率分别为29%和28%，双寡头销量合计已占据半壁江山。

国内市场，龙头企业优势更为明显。1-7月格力销量1381万台，同比增长41%，市占率35%，居行业第一。美的销量1075万台，同比增长38%，市占率27%。两家合计国内市场份额更是高达62%。

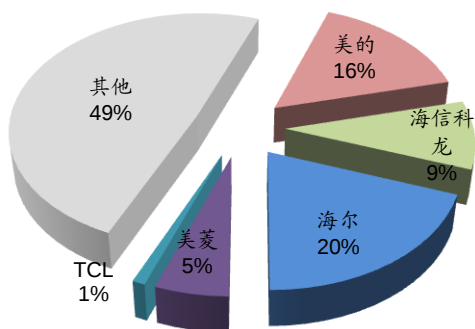
品牌集中度提高的影响是多方面的：最重要的结果是竞争方式发生转变，恶价格战减少。2006年以后，随着品牌集中度稳步提高，竞争逐步转入良性，虽然表象上似乎异常惨烈，但整体趋升的净利润率，更能反映空调行业竞争发生了重大变化。

在新的竞争条件和竞争方式下，空调市场逐步向重点企业集中，市场集中度的持续提升，进一步推动空调行业走向规范竞争，良性发展。其明显的结果或者说表征就是产

品平均价格水平上升，不论上游价格如何波动，龙头企业的销售净利润率逐步盘升。主要大品牌不愿打价格战、小品牌打不起价格战，整个行业的竞争热点已不再是“价格”，而是技术、产业链、服务、渠道等全方位的比拼。

（2）冰箱行业：行业整合加速品牌集中

图 7：2011年1-7月冰箱分品牌总销量占比（单位：%）

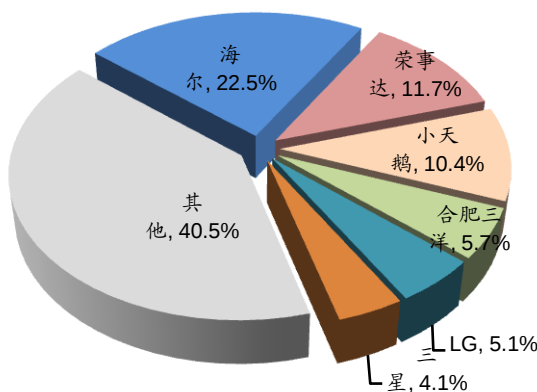


资料来源：产业在线，广发证券发展研究中心

冰箱行业经过连续多年的价格战以及产业整合，品牌集中度总趋势也是逐步提升。2011年冰箱市场，前几名大品牌保持优势，大的格局没有改变，但市场位置悄然发展变化。2011年1-7月，海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计45%。海尔保持行业第一，市占率20%，美的紧随其后，市占率16%，科龙冰箱市占9%。

（3）洗衣机行业：竞争格局日渐清晰，海尔、美的系双寡头趋势显现

图 8：2011年1-7月洗衣机分品牌总销量占比（单位：%）



资料来源：产业在线，广发证券发展研究中心

洗衣机行业经过多年竞争后，行业集中度已相对较高。2011年1-7月累积海尔、美的系与合肥三洋市占率合计50%左右，海尔依然占据行业第一的位置，市占率22.5%，美的旗下“小天鹅”、“荣事达”、“美的”三大品牌洗衣机市场份额持续提高，合计市占率已提升到22%，销量与海尔相差无几。海尔和美的系市场份额合计为44%左右，对市场有重大影响力。

3.1.4 行业生态优化下，龙头具备较强的成本转嫁能力

白电行业原本是充分竞争行业，04、05 年惨烈竞争中，盈利水平十分低下。随着行业的不断洗牌，集中，行业生态不断优化，市场竞争更为有序，价格战虽然“常演常新”，但是并没有以往惨烈，更重要的是，撇开了国美苏宁这些大连锁的依赖，更多地依靠自建渠道，更多地和中小经销商合作，白电龙头拥有更多的话语权，其盈利水平不断提升。格力、美的销售净利润率都从 03 年最低不足 2% 提高到 2010 年 6% 左右。

市场总是担心“家电制造处在完全竞争中，各种要素成本上升对公司盈利形成向下压力”而实际情况并不完全如此，白电龙头的成本转嫁能力远超市场预期。格力、美的两家合计市占率在 60% 以上。寡头垄断下自然有寡头垄断的行业利润。

过往几年的经营数据充分证明了这一点。

03 年以来，铜、钢等原材料价格均出现过较大幅度波动，总体大幅向上。从 2003 年至今，铜价上涨 4 倍多，油价上涨 2 倍多，而格力、美的净利率不断没有下降，反而上升了呢？说明要素成本的价格并不是影响龙头公司净利率的主因素。而是别的因素在起作用。

我们认为：白电行业从充分竞争逐步进入寡头垄断，品牌不断集中，行业生态不断优化，上下游议价能力变强这才是影响中长期盈利水平的主因素。在这个大背景下，要素成本上涨只是次要因素，短期因素，只会构成一两个季度的利润压力，而并不能构成长期压力。

图 9：油价与净利率（单位：美元/吨，%）

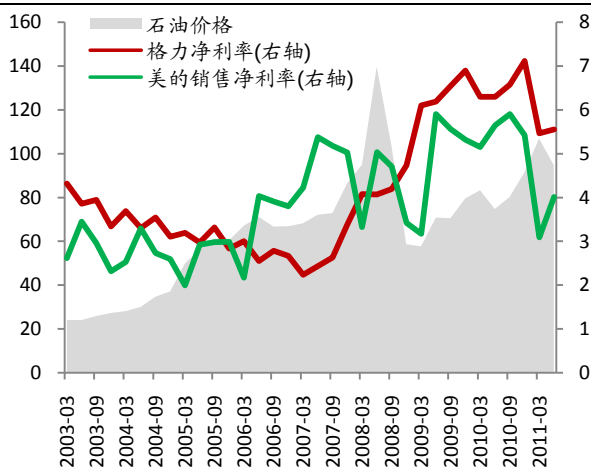
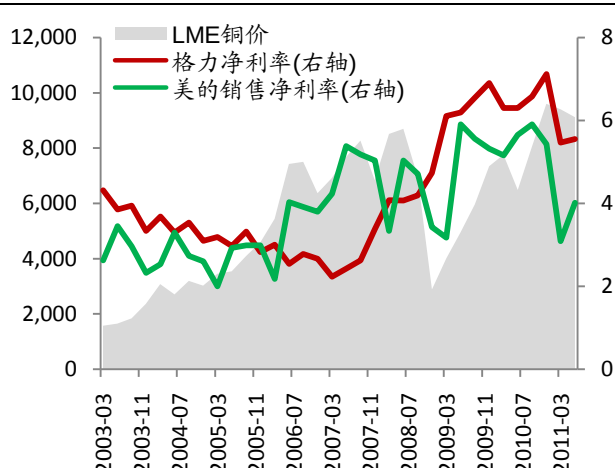


图 10：铜价与净利率（单位：美元/吨，%）



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

中长期看，格力较高的盈利水平不仅可以维持，还有提升空间。美的的盈利水平可能波动稍大，但总体向上，如果出现大宗原材料调整，其盈利水平更具有弹性。

另外，影响成本转嫁能力的因素还包括，产品差异化、产品美誉度、消费者承受能力等。目前来看，这些因素总体上都有利于白电龙头实现成本转嫁。只是需要一点时滞。

3.2 公司核心竞争力不断提升

公司已形成的长期竞争优势（这是过往远快于行业快速增长的成功利器，也是未来决胜于对手，份额持续增加的强大动力）

3.2.1 契合家电产业发展的经营机制，完善的治理结构

公司实际控制人是广东民营企业何享健先生。二十年衷情于白色家电行业，执着务实。同时很早就确定了现代企业治理的理念，强调“去家族化”，建立全职业经理人管理机制，促进企业稳定快速发展，企业竞争力不断提升，堪称广东民营企业的典范。

（1）勤于学习和变革，不断健全现代经营管理体制

美的明晰的民营控股股权结构给予了其先天非常灵活的组织机制。在压力与机遇并存的挑战下，美的较好的把握了每个历史时机，通过不断的学习和变革顺应了时代的发展，实现自身的飞跃。从最早1993年股份制改革到2000年民营所有制改革，再到2009年实际控制人退出董事局，美的在灵活、持续的变革中建立健全了职业经理人管理机制。所有权与经营权的分离和“去家族化”的不断深入意味着发展多年的现代经营管理体制已基本稳定和成熟，有利于公司长期稳定，健康发展。

2）良好的治理结构

3）重视投资者关系，强调市值管理

3.2.2 勤勉专业的职业经理人团队

美的电器脱胎于广东乡镇企业，发展初期也带有传统家族企业的痕迹。但公司控制人何享健确立了发展现代企业制度的思路之后，公司并没有受制于家族企业在管理和人才上的缺陷，在发展壮大中建立了一支勤勉专业的职业经理人队伍，强调责、权、利对等，以此为基础逐步建立健全了“授权经营、有效激励、内部管控”的现代企业管理制度。通过多年的尝试、积累、完善，公司拥有先进的人才选拔和人才培育机制，培养了一批经验丰富而年富力强的管理团队。高层管理团队行业平均从业年限在10年以上，所有成员都具有良好的教育背景，接受过系统、实战的岗位培训，对全球及中国家电产业的理解非常深刻，对产业运营环境的把握以及对企业的经营管理具有丰富经验。而对中层、基层工作人员的管理中，也已经形成了一套明确到位的约束激励机制

3.2.3 重视企业战略，握准大方向，适时制定针对性的策略

公司重视企业战略，CEO方洪波正是从企业战略上出身。公司团队在把握产业大方向方面具有自己独特的眼光，适时制定针对性的策略。因此在每次产业变革之时，公司都能够最快抓住机遇，（1）提早布局冰洗业务，充分分享了家电下乡带动的冰洗行业增长。（2）引导变频空调、商业空调、滚筒洗衣机等领域，顺应消费升级的大趋势。（3）公司09年完成营销渠道改革，营销中心实体化运作，在全国成立了60-70家销售公司，整合冰洗空渠道资源，将规模优势发挥到极致。

3.2.4 清晰可行的规划和超强的执行力

在企业战略方向明确之后，公司辅之以清晰可行的中期规划，通过对各层级员工明

确的约束激励，细化到岗的KPI分解，持续检讨、修正的管理体系，形成了超强的执行力。

3.2.5 超强的行业地位和不可比拟的规模优势

得益于行业的良性发展，家电龙头美的电器拥有超强的行业地位和无可比拟的规模优势。2010年美的电器实现营业收入746亿元，净利润31亿元。作为国内白色家电龙头企业之一，美的电器在2007年初就确定了依靠内生式发展和外延式扩张并举，力争实现“跻身国际白色家电行业前五位”的战略目标。目前已经形成了以空调业务为主，覆盖压缩机、冰箱和洗衣机的多元白电布局，形成了较为完整的白色家电产业链。

行业壁垒形成后，公司依托强大的市场地位，规模优势明显。这些优势用好用足都能够为企业的后续发展产生非常重大的影响。

表 5：公司各产业收入、同比及占比（单位：亿元，%）

分产品	营业收入 (2011H1)	收入占 比构成	营业收入 同比	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009)
空调及零部件	425	69%	64.4%	483	65%	50.6%	320
冰箱及零部件	82	13%	46.9%	99	13%	57.4%	63
洗衣机及零部件	59	10%	22.6%	97	13%	63.1%	60
其他	54	9%	96.4%	66	9%	123.9%	30
合计	620	100%	59.0%	746	100%	57.7%	473

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

3.2.6 良好的生产布局和产品布局

1. 生产布点

在市场情况变化大，运费日益高涨的背景下，生产布点非常关键。目前公司建有顺德、芜湖、武汉、合肥、重庆等生产基地，在产能与结构上进行了系统规划和合理布局，综合考虑了区域辐射、供应配套、物流成本等要素，融合多品种规模化和柔性生产，使得公司能够更灵活的应对市场需求的变化。

表 6：公司产能布局

现有产能布局			扩产计划	
	2010 年	布局	新增产能	布局
家用空调	2600	顺德、广州、武汉、芜湖	950	南沙、芜湖
冰箱	1200	合肥、广州、荆州	900	荆州、南沙
洗衣机	1030	无锡、合肥、荆州	900	南沙
空调压缩机	2100	顺德、芜湖	600	芜湖
中央空调		顺德、重庆		合肥
冰箱压缩机	600	合肥		合肥

资料来源：广发证券发展研究中心

2. 白家电全系列

基于公司战略发展和充分利用资源的考虑，2006年公司全面进入冰箱、洗衣机行业。公司通过借助空调业务的管理输出、经验嫁接和资源共享来带动冰洗业务的快速成长，

为公司培育新的利润增长点，充分发挥品牌价值，大大摊销广告费用和渠道费用，获得了更多的规模效应。

过往几年，公司通过内生式和外延式并举的方式加大对冰洗产业的投入力度，产能规模逐步扩大，市占率稳步提升。2009年成功实施冰洗空渠道整合，目前已形成较为完整的空调、冰箱、洗衣机全系列的产业布局。

3.2.7 完整的产业链下产生的协同效应

公司目前已拥有完整的空调产业链，在规模不断扩大的同时，也逐步形成了“专注在白色家电业务内做大做强”的战略定位，以行业领先的压缩机、电控等家电核心部件研发制造技术为支撑，形成了包括关键部件与整机研发、制造和销售为一体的完整产业链。

公司大股东美的集团旗下威灵电机是全球白色家电核心机电部件制造商之一，可批量生产出的家用及商用空调电机、冰箱压缩机电机、洗涤电机等上游产品有效提升了美的在白色家电领域整合供应链的能力。

空调压缩机方面，规模全球第一。美的与东芝合资的变频空调压缩机工厂从2008年开始正式量产，09年公司推出多款性价比极高、极具市场竞争力的变频空调产品。目前，美的拥有变频压缩机、电机、整机一体化匹配的完整变频产业链。

美的还在加快布局冰箱压缩机产业，美的的首台冰箱压缩机于2008年11月在安徽美芝制冷设备有限公司顺利下线，这标志着美的冰箱压缩机项目取得了阶段性成果，2011年产量将突破600万台。

3.2.8 渠道优势（终端多，网络全，关系深，响应速度快）

公司拥有反应快捷的营销渠道，完善的组织流程以及内外相对均衡的市场布局。在国内，公司采取连锁卖场、其他传统渠道及自建销售渠道相结合的方式合理布局，在成熟稳定的一二级市场，公司与国美、苏宁等大型家电连锁卖场一直保持着良好的合作关系。在广阔的三四级市场，公司以专卖店及经销商为有效补充。目前美的专卖店已覆盖到中国的1,000多个城市、县和乡镇市场。在全国拥有5万家终端，8000家以上专卖店。

国内市场，美的销售公司制变革开始于2007年，继空调销售公司实体化运行完成后，2009年美的基本完成了冰箱、洗衣机营销中心与空调营销平台和资源的整合。

销售公司制将原有的区域营销中心进行公司化运作，通过市场化运作提高销售公司的自主经营权，授予销售公司更多的决策权，加快市场反应；取消原有的二级代理，缩短产业价值链，减少费用，提升效率。

美的在国内外家电产品市场，尤其是空调市场拥有强大的渠道优势。2009年成立中国营销总部，推动内销整合；成立国际事业部，推动外销整合。深耕细作的营销渠道已成为美的电器的又一核心优势。

在国外，公司在全球五大洲设有二十多个海外机构。2009年，公司收购埃及Miraco公司，布局中东，并加快在东南亚、北美、南美、欧洲、中东等潜力市场的营销网络建设，与沃尔玛、家得宝等国际零售商建立了长期的良好合作关系，支撑了产品出口市场的高速增长。2011年下半年，公司公告拟以2.2亿美金收购开利在巴西、阿根廷、智利三个拉丁美洲地区的空调业务，是美的进一步推进全球化战略、拓展发展中地区市场、推广美的品牌、扩大海外渠道布局的又一举措。

3.2.9 品牌优势

经过多年的沉淀和积累，美的已成为国内家喻户晓的家电品牌。2010中国最有价值品牌排行榜上，美的以497.86亿元的品牌价值位居第六位，在国内享有上佳的知名度。

此外，美的品牌也走向国门。在国际知名机构英国品牌价值咨询公司Brand Finance发布的2010年全球最有价值500品牌排行榜上，美的与沃尔玛、谷歌、可口可乐等世界知名品牌位列其中。

3.2.10 技术优势和品质保障

全方位合作促进技术进步。公司一直致力于与国内外领先的科研机构保持技术合作。多年来，公司通过组建博士后科研工作站、国际级实验室和产学研合作模式，开展了在风机、振动、变频、新材料替代、家电智能化、能效提升、环保材料应用等关键课题的攻关，并形成了一大批具备行业领先水平的核心技术。

公司早在1993年上市之初就引入了东芝空调生产线，1999年收购东芝万家乐压缩机项目之后，逐步与东芝开利在基础制冷方面开展了深入的合作。同时，新冷媒技术的率先应用，为公司打开欧美市场取得了先机。多年来，公司组织实施了智能集中式一拖多空调、3HP双缸滚动活塞式压缩机等两项国家级火炬计划，多次承担国家、广东省重点新产品计划，并有多项成果获得省市级科技进步奖。2005年技术中心的博士后科研工作站获得全国优秀博士后工作站称号。

公司未来还将更加重视技术研发，质量控制以提升产品力。

四、争议的现在

4.1 能否成功实现成本转嫁？

过往两个季度，美的销售净利润率都非常低。由于要素成本全面上涨，给公司经营形成了很大压力。而公司出口占3成，人民币加速升值也进一步加剧了这种压力。

部分投资者对公司的成本转嫁能力充满疑虑，加上大盘调整，导致美的电器近两个月大幅调整。

这里有必要先介绍一下美的的前两个季度利润下滑的具体原因。

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，特别是2010年三季度签订的外销订单在2011年上半年基本是负贡献。现在最困难的时光已经过去，前期的低盈利水平将成为历史的低点。

内销方面，公司正通过提价，调整产品结构等方式应对不断上涨的成本压力。外销方面，早先订单，已经消化完毕，新签外单充分考虑了成本上涨因素，把盈利放在更重要的位置，不再过分强调规模。实际上主要竞争对手格力、志高等企业面临同样的成本压力，在新签外单上也会同样审慎。世界上90%的产能都在中国，而外国消费者找不到中国以外的替代，最后还必须回到中国来寻找生产者。因此我们有理由相信，中国空调企业不可能长期亏损做外单，未来外销的盈利水平一定会显著提升。美的在内部导向上

也作了明确调整。变“优先发展规模”为“谋求盈利和规模的平衡”。

剩下的问题是：美的电器调整了经营思路后是否会形成净利率逐步恢复？

实际上公司中报已经显示盈利水平在恢复，11Q2的净利润率已经回到4点多。从我们调研的情况来看，公司8月份也推出了大量新品，终端价格也在大幅提升。

我们这里再进一步陈述一下我们的分析逻辑。

目前空调品牌集中度已经非常高了，格力、美的两家合计市占率在60%以上。格力、美的谁都明白不可能通过低价通过牺牲自己的利润来侵占对方的市场份额，既然如此，面对目前不断上涨的成本，空调领域具有提价的内在动力。前期超低的盈利水平是两个公司都无法接受的，没有充分反映空调行业应有的垄断利润。在两家公司占据60%多内销份额的情况下，我们丝毫不怀疑公司的成本转嫁能力，只是成本转嫁需要一定的时滞。

表 7：空调材料成本结构（单位：%）

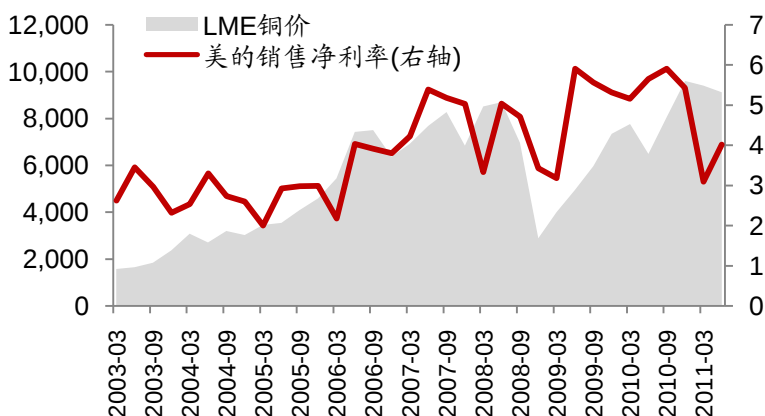
材料成本	成本占比
压缩机	25%-30%
电机	7%-9%
侧板钢材	20%-25%
铜材	20%-25%
铝材	5%-8%
ABS 塑胶件	5%-7%

表 8：冰箱材料成本结构（单位：%）

材料成本	成本占比
压缩机	25%-30%
蒸发器、冷凝器	15%-20%
塑胶件	10%-15%
电路板	10%-15%
侧板钢材	20%-25%
异氰酸酯	7%-10%

资料来源：家电网，广发证券发展研究中心

图 11：铜材价格走势与美的净利率比较（单位：美元/吨，%）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们比较了03年至今家电主要原材料价格波动和美的电器销售净利率变化的走势，不难看出，钢、铜等主要原材料在06年和07年出现过大幅上涨，10年LME铜价是03年的5倍。而美的的销售利润率从03年不足3%，提高到10年5.4%，

目前空调品牌集中度已经非常高了，格力、美的两家合计市占率在60%以上。格力、美的谁都明白不可能通过低价通过牺牲自己的利润来侵占对方的市场份额，既然如此，面对目前不断上涨的成本，空调领域具有提价的内在动力。前期超低的盈利水平是两个

公司都无法接受的，没有充分反映空调行业应有的垄断利润。在两家公司占据60%多内销份额的情况下，我们丝毫不怀疑公司的成本转嫁能力，只是成本转嫁需要一定的时滞。

过去的历史经验也反复证明了：上游成本上涨并不构成美的电器全年的利润压力，只会影响某一段时期的利润水平。家电制造处在产业链中游，企业所处的行业地位和对上下游的议价能力决定了公司成本转嫁能力。而这种议价能力更决定公司中长期的盈利水平。

当然应该说明的是：成本转嫁需要时滞，转嫁的方式并非全部提价，更多的是通过推新品，提高产品档次，丰富产品线来实现。

此外，还有几大因素也促进了龙头企业的提价能力提升：

1) 由于住房、医疗、教育等价格上涨更快，家电消费占居民总消费的比例下降，消费者的承受能力和心理接受能力不断提高，对家电产品消费的价格敏感性大大降低。随着居民收入的稳步增长，消费者的不断成熟，越来越多的关注产品性能、质量和品牌，更有利于行业龙头企业实现成本转嫁。

2) 消费升级带动产品结构优化。这一方面是由居民生活水平提升，产品更加丰富、高档所推动的，另一方面也是由龙头公司把持产业方向，引领消费风尚所决定的，比如这两年强推的变频，而你想买相对便宜的空调，厂家不在生产。消费者实际上有“被高端”的倾向。毫无疑问，家电龙头拥有较强市场引导能力，能够最快优化产品结构，以别样的方式实现成本转嫁。

4.2 欧美经济下滑是否会影响家电出口？

首先欧美发达地区的空调出口已经只占到中国总出口的30%以下。以后随着发展中国家的增速更快，这个比例会更低。从人口总量来讲，美国、欧元区人口各3亿，美国大部分使用中央空调，对我们重点出口的家用空调使用量没那么大。欧元区中大部分国家都处在高纬度，其空调消费也有限。但是发展中国家，比如东南亚、拉美、南亚人口众多，近20亿，又处在平均气温非常高的区域，有使用空调的内在需求，随着经济的快速发展，这些内在需求将逐步转化为有效需求，目前上述地区的收入水平已经接近空调需求快速爆发的临界点，是未来中国空调出口的重要增量。

4.3 关于行业发展空间的争议

行业发展空间一直是市场争议的，我们在报告的第五部分再做详细讨论。我们总体的结论是：

1) 中国幅员如此辽阔，地域差别很大，经济发展水平很不平衡，城镇化远没有结束，家电需求不可以轻易言顶，回望过往若干年，多少次都在担心需求瓶颈，但结果是不断地超预期。我们一直认为：家电需求最根本的支撑点在于：人口，城镇化，可支配收入，家电消费习惯。从这些因素出发，未来几年，销售量还是能够保持远超GDP的年度复合增长。特别是空调，作为最晚普及的大家电，在三、四线地区，广大农村地区渗透率还非常低，未来仍然有很大的增长空间。

2) 中国这一经济体体量如此大，仅仅是替换需求也足够支持几个龙头公司。对需求的过分担心完全没有必要。

3) 目前白电领域强者恒强的趋势已经确立，行业逐步集中已经是无可争议的事实。

行业集中就意味着行业整体的提价能力。随着家电占居民日常消费支出的比例日渐减少，家电消费逐步升级。我们完全有理由相信：家电产品的平均单价会逐步提升，从而推动行业整体销售收入保持增长，龙头的销售收入增速更是可以乐观。

4.4 地产波动是否大幅影响需求？

其实商品房从来不是推动空调旺销的最重要因素，只能说有一定的关联，或者只占一定的比例。并不是决定性因素。过往几年空调需求一部分来自于新房推动的，更多地来自于原住房增加空调推动的，而从全国来看，新房中既包括有大家普遍关心的商品房，也有各种类型的福利房，保障房，自建房，职工房，集资房等其他类产权房，而这些也成为空调消费的重要贡献者。

我们也可以从数据上作一下简单的测算。

按照国家统计局的数据，过往几年的商品房销售面积每年在7到10亿平米之间波动，如果按平均每套面积110平米，商品房销售套数在650到900万套左右，假设每套带动空调销售1.8台计算，形成的空调内销量在1200万台到1600万台，占内销总量6000万台的比例只有20-30%，商品房销售固然有波动，但是波动量最大的还是在投资性住房，但投资性住房很多并不及时安装空调，因此降低了和空调销售的关联，而与空调销售更紧密的刚性需求波动幅度相对较小，加上总比例的因素。所以商品房的波动并不构成对空调需求的大幅影响。这在过往几年已经得到实证检验。

我们认为未来影响空调消费最根本的还是居民整体收入变动，人口结构变化，城镇化建设等因素。对商品房成交状况、房地产政策没必要过分敏感。

4.5 家电相关政策退出是否会影响需求下滑？

08年以来为了刺激消费，促进节能减排，国家出台了一系列与家电生产有关的政策，总体上这些政策都是有利的。但是对于这样自由竞争的行业，在世界范围内配置资源争夺市场的行业，政策对行业的影响是有限的。

家电不同于汽车，单位价值量不同，家庭渗透率大不同，它推出时对行业的刺激作用就不是那么大，政策退出时，对行业的负面影响也没有那么大。特别是对于空调行业，家电下乡政策推动的实施效果非常有限，并不担心政策导致需求透支。而“以旧换新”政策影响范围更窄。高效空调节能补贴的效果最为显著和直接，但是政策影响基本已经过去。

我们一直认为：由于家电这个行业的特征决定，不管何种政策都很难改变行业整体的运行规律和运行大方向，归根结底，都要看公司的核心竞争力，对各种政策的适应能力。

4.6 是否存在因为小家电注入而压制股价？

公司小家电注入是迟早的事情，其销售规模在300亿左右，综合利润率在7%-8%左右。但注入的时间和方式很不确定，也不排除公司通过其他形式将这部分资产纳入上市公司（集团整体上市）。不管以何种方式进行，都需要时间去实施资产评估、审计及其他一系列法律程序。我们可以把小家电注入作为或有的“红包”，但不应该成为投资的促发点，或主要考量点。

至于公司是否会因此而压制股价，从目前的时点来看不太成立。应该说，公司短期面临较大的成本压力，市场对行业负面因素的过分担心才是当期股价调整的主要因素。

五、光明的未来

5.1 白色家电需求的驱动因素

关于家电市场容量的争议由来已久，但从过去的经验来看，白电销售都是不断超出市场最初的预期。一个14亿人口的大国，在飞速发展过程中所蕴含的消费潜力，需要更大的想象力来研判。

具体我们将从以下几个方面来讨论：

5.1.1 居民收入继续增长将不断推动家电消费

目前，我国人均收入已突破3000美元大关，相比国外，我国家电保有量特别是农村家电保有量还有较大提升空间。2011年是十二五规划元年，提高中低层群体收入是十二五规划的重要目标之一。未来随着中低收入居民人均收入的持续提高，将推动未来家电消费的普及升级。一方面，农民收入提升，其边际消费较高，特别是对家电消费，收入的提高能够最有效促进农村市场家电的增长。另一方面，城镇市场消费升级明显，节能、舒适、美观的高端产品占比逐渐增加，未来更新需求也将放量增长。目前，随着城镇居民收入水平的不断提高，生活品味和消费观念正不断提升，城镇市场家电消费升级的特征较为明显。城镇家电消费现在已进入更新密集期。

5.1.2 城镇化水平有望继续提升，制度变迁推动城镇化走向深化，促进城镇农民工消费水平提升

自1982年至2010年，中国城镇化率由20%迅速跃升至50%，但与发达国家80%以上的城市化率相比，仍有较大提升空间。据中国指数研究院预计，2020年中国城市化率将达到60%，未来10多年，预计中国城市化水平将保持年均1%的增长速度，约有3亿农村人口转为城镇人口，将带来大量新增家电需求。中国仍处于城镇化加速时期，一个城镇家庭的家电消费是远远高于农村家庭的。由城镇化推动的总体上将长期保持比较旺盛的态势。

另一方面，中国目前50%的城镇化率存在一定“伪城镇化”的问题。中国城镇人口中，还包含大量进城务工的农民工（含家属约1.7亿人口）。该人群虽然身居城市，但因为公共服务没有落实到位，后续担心非常高，因而储蓄高，而消费倾向很小。未来随着城镇化的二次深化，上述中低收入的非户籍人口收入会加速上涨，另外相关制度的逐步改善，会极大地提高他们的消费倾向，另外随着成长经历，年龄结构的变化也会促进这部分人群的收入倾向提升，这将成为未来中低端消费的重要增量，家电也会充分受益。

人们时常关心刘易斯拐点的到来，会形成家电企业成本增加，但从另一个角度看，普通劳动者收入增加也在培养新的家电消费群体。

图 12： 国内城镇化率（单位：%）

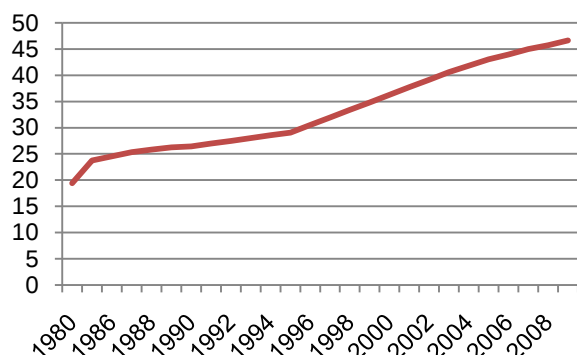
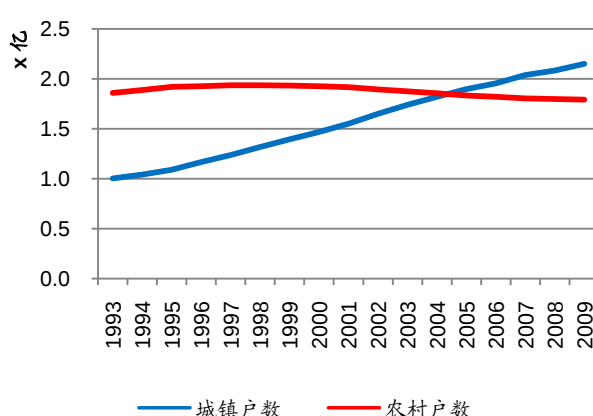


图 13： 城镇人口户数和农村人口户数（单位：亿）



资料来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

5.1.3 三四级市场蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手

目前农村空调、冰箱、洗衣机的保有量只有16%，47%和57%。未来随着农民收入的提升，家电习惯的形成，以及农村家电交易成本的下降，售后服务，用水用电条件的改善，农村家电保有量还有较大增长空间。

家电下乡政策经过近三年的实施，三四级市场家电销售渠道得到极大的补充和完善。同时，国美、苏宁等家电连锁，也开始积极布局二三线城市，随着家电渠道下沉，通路的打通，交易成本的降低能够有效增加三四级市场家电普及的广度和深度。特别是农村空调市场蕴含着的消费能力会不断得到释放。

5.1.4 非居民家电需求持续增长，工程机市场方兴未艾

消费升级推动下，非居民家电工程机市场蓬勃发展。目前，已经占到总内销的30%，未来还会稳步发展。

实际上由于收入水平的提升，消费升级有多种表现形式，出门度假，外出就餐的增多，会促进招待所、小饭馆增加，这些地方都会形成新的家电需求。县、镇办公场所，学生宿舍等，以往空调使用率很低，冰箱也不多，这些地方也会带来大量的新增需求。目前，学生宿舍，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，娱乐场所，各种站场等，家电需求增长很快。

5.1.5 出口市场发展空间巨大

出口市场，经过08年经济危机后，09年下半年出口已开始恢复增长。2010年出口呈现强劲增长态势。中国制造的空调、冰箱、洗衣机和彩电占全球需求的比重分别为85%、45%、35%和45%左右，是全球家电出口主要国家之一。随着国内厂商纷纷出口建厂，家电产品单体价值不断降低，家电消费更多具有消费品而非耐用品特征，未来我国家电出口仍有较大的增长空间。

1) 全球经济的增长，人们实际收入不断增加，空调等家电单体价值量与居民收入比值不断降低。家电产品已不再是高端耐用消费品，更多的成为日常必需消费品，从而空调等家电的销售受经济周期影响有限。

2) 市场上有观点认为未来劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口产生压制,这种推断只是理论上推断,带有一定主观臆断性,实证检验上未必能够成立。

中国家电制造具有多方面长期竞争力,轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口实际上的负面影响有限。

因为我国家电竞争力不单单表现在低廉的劳动力,还具备以下优势:

1) 依托巨大的国内家电市场,规模优势明显;

2) 具有比较完整的产品集群和产品配套;

3) 适应于劳动力密集型行业,我国家电龙头拥有较高的组织管理水平,另外,由于政府对于GDP,税收的追求,总体上我们家电大企业拥有上佳的营商环境。

这些从世界范围来看还是有非常强的比较优势。而不仅仅局限于要素成本低廉这一项。

5.2 空调需求测算

前面我们对未来白色家电发展空间做了定量分析,以及他们增长驱动因素。下面我们将分类别,具体讨论空调、冰箱和洗衣机市场的发展容量。

这一部分的详细讨论,可以参看我们另一篇深度报告,《看的见护城河,看不到天花板》本部分只是一个简略概要。

根据我们测算,未来国内市场单纯由替代需求支撑的空调内销计算每年在8500万台左右。按照产业在线统计,今年我国空调内销需求在6000万台左右,未来尚有40%-50%的增长空间。

另外众多业内人士认为,产业在线数据存在一定程度的虚高,目前实际内销量只有5000-5500万台左右,以此测算未来还有60%以上的增长空间。

出口方面,尽管欧美国家空调可能不增长,但伴随着东南亚、拉美、南美等人口较多的国家经济快速发展,空调海外需求仍有较大的增长空间。

目前市场担心的人力成本上升、人民币升值可能动摇我国空调制造大国的竞争优势。但我们认为这种担心属于多虑,中国不仅拥有制造成本竞争优势,还拥有完善的基础设施和良好的家电产业配套,未来十年还找不到替代中国的空调生产国。

未来出口总量将达到1亿台以上。

5.2.1 未来国内需求测算

2011年是“十二五”元年,提高中低收入居民收入水平,加大内需增长是“十二五”规划的主题。在2010年家电产品国内销量和增长创历史新高后,仔细分析国内需求结构和增长动力,我们认为未来国内空调需求依然强劲:

其中增长来源包括:

1) 城镇新增需求

中国幅员辽阔,全国31个省级行政区域,地理跨度较大。各地区在气候、经济发达程度以及生活习惯上有较大不同,从而带来各地区家电保有量及销量上差别不一。1) 中西部地区家电保有量相比东部发达地区仍有较大差别。2) 北方高纬度地区,云南、

甘肃等西部地区，因为平均气温偏低，以往空调的内在需求并不旺盛，目前空调保有量不足20%，而南部低纬度地区空调普及率已超过200台/百户。

目前我国城镇空调保有量每百户已达112台左右，但地区性差异较大，未来仍有较大提升空间，未来增量主要来自：

1. 北方高纬度地区（还包括云南、甘肃等地区）保有量提升。
2. 三四级市场，主要是地市、县镇等地区空调普及加快。

空调器的需求特性为一户多机，目前城镇空调保有量每百户112台，部分发达城市已超过每百户200台，按照我们的预测，从全国来看，2015年城镇保有量会达到每百户150台以上，未来会在200台以上，上升空间巨大。

预计未来几年城镇首次购买每年将会贡献2000-2500万台销量。

2) 农村空调市场开始启动，保有量提升加速

目前我国农村空调保有量约为每百户16台。未来随着农民收入的提升，家电消费习惯的形成，农村家电保有量还有较大增长空间。

预计未来几年农村市场每年贡献销量800万台以上，未来几年会逐年增加。

3) 工程机市场（非家庭户用机）

工程机市场主要指：非居民家电需求。目前销量已经占到总内销的25%-30%左右，未来潜力巨大。保守估计，国内约存在1.5亿台-2亿台的市场保有量，特别是一些传统办公、居住场所等尚未完全普及空调。

预计未来几年工程机市场每年贡献销量1500-2000万台左右。

非居民户工程机的使用寿命更短，未来工程机的替换也会加速，将来也会提供大量的替换需求。

4) 更新需求

居民可支配收入的不断提高，将有效增加城镇居民家电更新需求，而且升级特征明显。2010年，变频空调比例从09年年底的12%提高到10年底的17%，格力2010年底变频占比已经接近30%，以变频为主的高端柜机的销售旺盛，而该部分产品的平均售价是传统产品的2倍，3倍以上。结构性因素造成收入增长远快于销量增长。

按照统计局公布2010年全国城镇、农村户数分别为2.3亿和1.7亿户，空调保有量分别为112和16台每百户，计算得到全国空调的存量为3亿多台。另一方面，非居民户工程机的使用寿命更短，未来工程机的替换也会加速。

按照社会平均使用年限10年计算，对应与10年前空调销量，目前替换产生的需求大约在1300万台左右，未来也会逐年提高。

表 9：空调内需市场容量预测（单位：万台，%）

	2011 年	2012 年	2018 年
城镇新增需求	2200	2442	1600
农村新增需求	950	1111.5	2100
工程机市场	1600	1840	2400
更新需求	1300	1495	3900
内销合计	6050	6889	10000
内销增长	19%	14%	

数据来源：广发证券发展研究中心

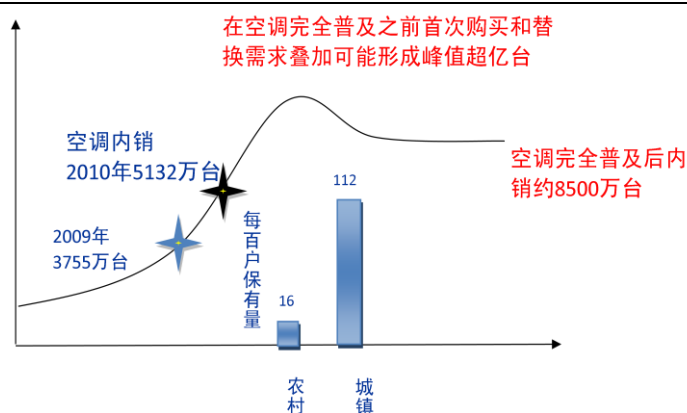
5.2.2 从日本空调需求测算空调内销总容量

□

考虑到空调消费习惯，目前我国城镇居民生活以及人均消费相当于日本80年代水平，目前我国农村消费参照城镇90年代水平，我们换个视角测算内需未来增长空间。

日本人口1.28亿，约4千万户，内销近800万台。中国人口13.4亿，约4.5亿户，目前内销5000万台。而综合考虑到经济发展水平和城镇化的程度落后于日本，但中国大部份人口居住在平均气温远高于日本的区域，人均居住面积和套数高于日本，我们简单测算，综合考虑，中国未来空调完全普及后应该会逐步接近并超过日本的十倍约8500万台。

图 14：空调内销增长预测



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

为了印证数据，我们可以作如下假设：

2022年左右，中国城镇家庭户数在2.7亿左右，每百户家庭200台左右，形成空调存量5.4亿台。

2022年左右，农村家庭户数在1.8亿左右，每百户家庭50台左右，形成空调存量0.9亿台。

合计家庭户空调存量6.3亿台，按十年的更新速度，每年更新需求在6300万台。

另外，按家庭户存量，非家庭户存量为7：2测算，工程机存量在1.8亿台左右，按8年使用年限，每年更新需求2200万台。

单纯的替换需求每年会在8500万台左右。

5.2.3 海外需求测算

□

我国空调制造占据全球空调制造90%左右，空调出口与海外经济发展以及政治局势联系紧密。

海外经济经历09年金融危机重创，目前还在恢复之中。发达国家经济正逐步复苏，传统空调需求地区（美洲，西欧，日韩）消费需求呈现恢复性上升。

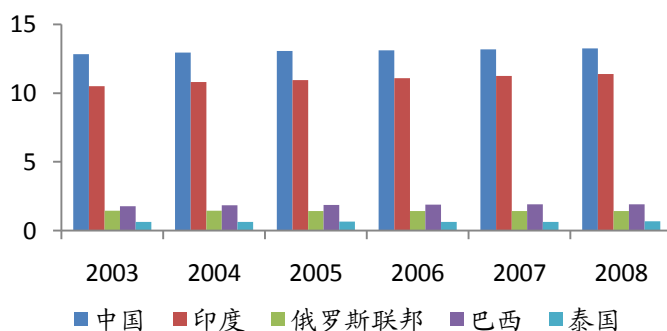
另一方面，新兴市场需求尚未充分觉醒，中东、南亚、东欧以及拉美、北非等欠发达地区空调保有量较低。而其中东盟、南亚等人口密度大，合计人口接近20亿人，空调需求还有较大提升空间。

再次，全球气候变暖趋势日渐明朗，带来高纬度地区大量新增需求。东欧、北欧、俄罗斯等地区连续出现高温天气，极大拉动我国空调出口量。

展望未来，美国、欧盟和日本为主的发达国家的家电市场需求规模将保持稳定，新兴经济体的快速发展将带来更多的市场机遇，给我国的家电出口带来更多的机会。

预计未来10年空调出口会保持10%-15%以上的复合增长。

图 15：发展中国家人口（单位：亿人）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

5.3 冰箱市场需求测算

按照我们估测空调未来市场需求框架，到2018年左右，冰箱国内市场基本完成普及，更新需求构成需求最大贡献。

假设2018年，中国城镇家庭户数在2.7亿左右，每百户家庭120台左右，形成冰箱存量3.0亿台。

2018年左右，农村家庭户数在1.8亿左右，每百户家庭80台左右，形成冰箱存量1.4亿台。

合计家庭户冰箱存量4.4亿台，按八年的更新速度，每年更新需求在5500万台。

另外，按家庭户存量，非家庭户存量为90：10测算，工程机存量在0.4亿台左右，按6年使用年限，每年更新需求550万台。

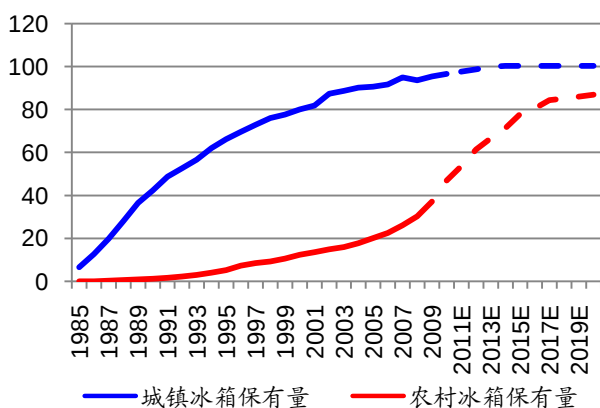
单纯的替换需求每年会在6000万台左右。

2018年前后，冰箱将完成基本普及。由于随着人口增加、城镇化进程的持续推进，仍有少量的新增需求。新增部分约占国内总需求3-5%。

到2018年，每年新增需求约贡献销量180-300万台。

海外市场，按照往年出口增长以及未来出口空间估算，未来十年冰箱出口复合增长在3-5%左右。

图 16：每百户居民拥有冰箱数量（单位：台）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

5.4 洗衣机市场需求测算

同样框架，假设2018年中国城镇家庭户数在2.7亿左右，农村家庭户数在1.8亿左右。按照城镇和农村市场洗衣机保有量分别为105%和75%计算，共同形成家庭户洗衣机存量4.2亿台，按八年的更新速度，每年更新需求在5230万台。

另外，按家庭户存量，非家庭户存量为95：5测算，工程机存量在2100万台左右，按6年使用年限，每年更新需求350万台。

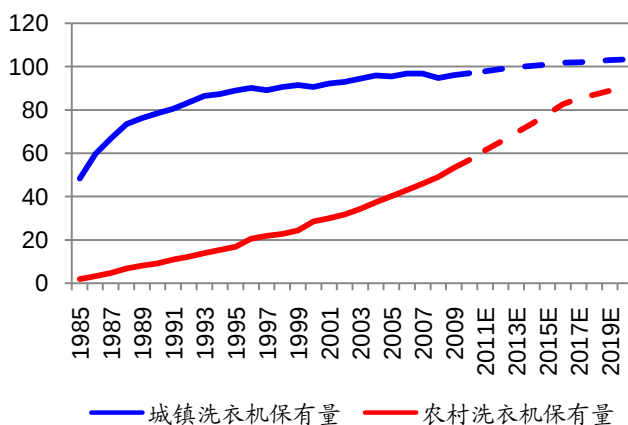
单纯的替换需求每年会在5500万台左右。

2018年，城镇洗衣机已基本完成普及，农村市场保有量也相对较高，销售以更新需求为主。在人口持续增长以及城镇化持续推进中，还有部分新增洗衣机需求，约占洗衣机国内总需求3-5%。

到2018年，每年新增需求约贡献销量160-280万台。

洗衣机由于受出口半径影响，与冰箱海外增长类似，按照往年出口增长以及未来出口空间估算，未来十年洗衣机出口复合增长在3-5%左右。

图 17：每百户居民拥有洗衣机数量（单位：台）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

5.5 美的抢占市场份额的提升空间

前面我们已经充分讨论了白电行业特征（强者恒强），也充分认识了美的的核心竞争力，我们可以看到：过往多年，美的电器无论进入家电的哪一个细分领域，都能很快谋得一席之地。

美的核心竞争力中，我们认为最突出的是：

- 1) 契合家电产业发展的经营机制，
- 2) 勤勉专业的职业经理人团队

毫不夸张地说，美的电器在众多家电企业中最适应中国社会，最懂白家电产业。

一直有清晰的战略，切实可行的规划和超强的执行力，任何时候我们都不能低估和怀疑美的抢占市场份额的能力。特别是在冰洗领域，本身竞争对手也不强，未来几年美的在冰洗方面市占率会有较大的提升空间。

美的电器深谙中国社会，历来信奉简洁务实，通过很好的约束激励机制，极大地激发了各层级员工的积极性和创造力。市场响应速度非常快，在其成长过程中固然会有磕磕绊绊。但是具有很好的自我纠错能力，始终能够保持成本领先，效率领先，市场导向下有非常强的扩张力。

5.5.1 在非强势区域占有率尚有提升空间

美的空调产销仅次于格力，冰洗规模次于海尔。在强势地区市占率最高能达到50%以上，局部非强势地区保有量不足20%。全国来看，目前30%的市场份额肯定还有较大提升空间。

5.5.2 更新需求中，龙头会获得更高的市场份额

更新需求消费者更为理性成熟，对空调产品、空调品牌的认识也更为深刻，消费能力也更强。龙头产品以其质量、品牌、口碑一定可以获得更高的市场份额。

5.5.3 海外拓展渐强，全球布局提升空间

新兴市场蓬勃发展之后中国厂商在当地已经有很好的布局，依托中国强大的本土市场所形成的特定优势，加上中国综合国力，文化品牌软实力的提升，美的在世界范围内的市场份额也有较大提升空间。

5.6 产品单价的稳步提升

未来产品单价提升主要体现两个方面：

- 1) 成本推动平均单价上涨。

前面我们已经反复论证，白电龙头具有较强的成本转嫁能力。

我们大体上也能认定未来相当长的时间，主要要素成本的价格会居高不下。

在成本推动下，产品平均单价具有向上升提升的刚性。

- 2) 消费者承受能力增强，消费升级推动产品结构高端化，导致产品综合单价上升。

5.7 盈利能力的提升空间

过往几年看，在原材料价格提升背景下，白电行业市场集中度提升后，龙头企业盈利能力大幅提升。我们看到，过去铜的价格翻了4倍，原油，钢材价格都有大幅度的上涨，但是美的电器的盈利水平反而从几年前的2%上升到2010年5%。

目前，公司盈利水平处在中长期低谷。在行业集中度仍在不断提升的背景下，龙头企业理应享有更高的盈利水平，公司的净利率不可能停留在4%，未来会逐步恢复并超过5%的水平。

5.8 远期目标，中期规划

5.8.1 远期目标

公司远期目标是做世界级的综合性白电巨头。空调、冰箱、洗衣机、小家电等无论是规模，产品竞争力，品牌价值都进入世界前列。

我们认为公司销售收入达到2000亿，净利润达到100亿是迟早的事情。我们期待广大投资者和我们一样，多看大趋势，看远些，再看远些！

5.8.2 中期规划

按照公司中期规划，规模上三年内再造一个美的，2013年，公司总体规模达到2010年两倍水平。空调在全球范围内接近行业第一的水平，冰箱领域产品竞争力大幅提升，缩小同主流品牌的差距，规模进入第一集团，并接近国内第一的水平，洗衣机争做行业第一。

5.9 股价上涨催化剂和两种情景假设

美的电器作为500多亿市值的白电龙头，大部分时间则更多地追随市场大盘波动。某一阶段独立于市场变化，主要依赖业绩预期发生重大变动和产业政策调整。

目前股价反映的业绩已经非常低，我们认为存在超预期的可能，股价可能上涨的催化剂包括：

1. 格力实施增发得到市场追捧从而激活这一细分板块
2. 大宗商品价格下行形成家电盈利水平大幅上升预期，美的因此产生的业绩弹性更大。
3. 美的通过提价、产品结构优化客观上形成季度利润率恢复

面对目前复杂而微妙的经济形势，我们还可以作这样两种情景假设。

1) 如果宏观经济保持总体稳定，成本继续保持高位，公司可以通过提价来逐步消化成本。

实际上公司中报已经显示盈利水平在恢复，11Q2的净利润率已经回到4点多。进入新的冷年，公司正在调整策略提升盈利水平，内销方面8月已经实施提价，推新品来对抗成本上升；外销方面通过谨慎接单，总体提价来应对要素成本涨价及人民币升值。这样会出现收入继续高增长，但利润率缓慢回升，利润额也会有一点幅度上升。

2) 如果世界经济出现较大幅度调整, 大宗原材料价格也会大幅下跌, 行业需求可能有所下滑, 但是公司的净利率会显著提升, 重现2009年的情形。由于公司业绩弹性更大, 最终, 美的利润额也会有较大幅度增长。

如是而观, 从防御的角度, 美的短期也是一个非常好的投资标的

六、盈利预测及估值

6.1 收入、净利分季度

表 10: 收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	营业收入	30,481	31,556			62037
	同比增长率	96.1%	34.4%			
2010 年	营业收入	15,541	23,484	18,135	17,399	74,559
	占全年比例	20.8%	31.5%	24.3%	23.3%	100.0%
	同比增长率	76.1%	46.1%	68.6%	49.7%	57.7%
2009 年	营业收入	8,824	16,077	10,756	11,621	47,278
	占全年比例	18.7%	34.0%	22.8%	24.6%	100.0%
	同比增长率	-29%	3%	16%	46%	4%
2008 年	营业收入	12,506	15,578	9,258	7,972	45,313
	占全年比例	27.6%	34.4%	20.4%	17.6%	100.0%
	同比增长率	76.3%	29.3%	-0.7%	18.6%	28.8%
2007 年	营业收入	7,095	12,052	9,320	6,721	35,188
	占全年比例	20.2%	34.3%	26.5%	19.1%	100.0%
2006 年	营业收入	976	1,216	1,293	1,466	4,951
	占全年比例	19.7%	24.6%	26.1%	29.6%	100.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 11：利润分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	711	1,264			1975
	对应 EPS	0.21	0.37			0.60
	同比增长率	17.5%	11.6%			
2010 年	普通股利润	605	1,133	981	408	3,127
	对应 EPS	0.18	0.33	0.29	0.12	0.92
	占全年比例	19.4%	36.2%	31.4%	13.0%	100.0%
	同比增长率	234.8%	17.4%	142.1%	37.6%	69.2%
2009 年	普通股利润	181	965	405	297	1,848
	占全年比例	9.8%	52.2%	21.9%	16.1%	100.0%
	对应 EPS	0.05	0.29	0.12	0.09	0.55
	同比增长率	-45.2%	51.7%	52.8%	-244.2%	80.2%
2008 年	普通股利润	330	636	265	-206	1,025
	占全年比例	32.2%	62.1%	25.9%	-20.1%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.19	0.08	-0.06	0.30
	同比增长率	69.1%	23.4%	-20.2%	-221.3%	-15.4%
2007 年	普通股利润	195	515	332	170	1,212
	占全年比例	16.1%	42.5%	27.4%	14.0%	100.0%
	对应 EPS	0.06	0.15	0.10	0.05	0.36
2006 年	普通股利润	70	262	84	120	536
	占全年比例	13.1%	48.8%	15.7%	22.3%	100.0%
	对应 EPS	0.02	0.08	0.02	0.04	0.16

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

6.2 盈利预测

表 12: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 A	2011 年 E	2012 年 E
一、营业总收入	45,313	47,278	74,559	109,305	140,529
营业收入增长率	28.8%	4.3%	57.7%	46.6%	28.6%
二、营业总成本	43,603	44,818	72,255	103,606	131,756
其中: 营业成本	36,632	36,975	62,114	90,704	115,543
毛利率(简单测算)	19.2%	21.8%	16.7%	17.0%	17.8%
营业税金及附加	42	61	86	131	166
销售费用	4,614	5,731	6,943	9,182	11,523
销售费用率	10.2%	12.1%	9.3%	8.4%	8.2%
管理费用	1,725	1,660	2,663	3,334	4,272
管理费用率	3.8%	3.5%	3.6%	3.1%	3.0%
财务费用	481	222	464	169	188
资产减值损失	109	169	-16	87	64
加: 公允价值变动收益	-22	27	118	2	30
投资收益及其它	39	32	134	259	159
三、营业利润	1,727	2,520	2,557	5,959	8,962
加: 营业外收入	120	396	2,570	605	110
减: 营业外支出	91	163	164	175	153
四、利润总额	1,756	2,753	4,963	6,389	8,919

减：所得税费用	204	239	920	1,246	1,800
综合所得税率	11.6%	8.7%	18.5%	19.5%	20.2%
五、净利润	1,551	2,514	4,043	5,143	7,119
净利润率	3.4%	5.3%	5.4%	4.7%	5.1%
归属于母公司净利润	1,025	1,892	3,127	4,060	5,592
少数股东损益	526	622	916	1,084	1,527
少数股东损益占比	33.9%	24.7%	22.7%	21.1%	21.5%
六、总股本	3,120	3,120	3,120	3,385	3,385
七、按期末股数简单每股收益：	0.33	0.61	1.00	1.20	1.65
净利润增长率	-15.4%	84.5%	65.3%	29.8%	37.8%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

6.3 估值

预计公司11，12年EPS分别为1.20元，1.65元，对应当前股价15.25元PE仅13X，9X，考虑到公司的综合竞争优势和成长性，PE估值优势明显。另外从PS 角度看，公司PS不足0.50，显然具备中长期投资价值，按照11年20倍估值，目标价24元，维持“买入”评级。

风险提示

新兴市场经济增长放缓。

资产负债表

单位：百万元

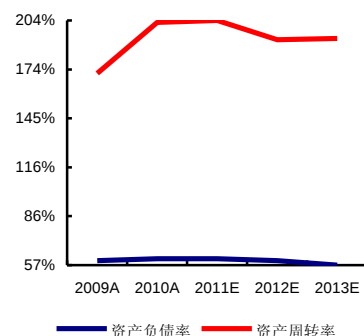
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	21,132	28,017	50,422	64,196	82,491
货币资金	3,855	5,803	18,757	24,965	33,815
应收及预付	11,282	11,326	19,136	23,508	29,394
存货	5,828	10,436	12,400	15,572	19,123
其他流动资产	167	452	130	150	159
非流动资产	10,526	14,037	14,966	16,775	16,414
长期股权投资	375	781	829	850	862
固定资产	5,694	7,672	9,160	9,426	8,875
在建工程	487	952	2,212	2,808	2,974
无形资产	2,852	3,301	1,739	1,956	2,156
其他长期资产	1,118	1,331	1,026	1,736	1,546
资产总计	31,658	42,054	65,389	80,970	98,904
流动负债	18,859	25,188	39,353	47,821	55,956
短期借款	540	729	2,559	3,623	2,939
应付及预收	14,278	19,231	28,494	35,298	43,417
其他流动负债	4,042	5,228	8,300	8,900	9,600
非流动负债	70	483	494	488	501
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	100	94	107
负债合计	18,930	25,671	39,846	48,309	56,457
股本	2,080	3,120	3,385	3,385	3,385
资本公积	3,126	2,092	6,197	6,197	6,197
留存收益	4,261	7,109	10,830	16,422	24,122
归属母公司股东权益	9,451	12,336	20,412	26,004	33,704
少数股东权益	3,277	4,046	5,130	6,657	8,744
负债和股东权益	31,658	42,054	65,389	80,970	98,904

利润表

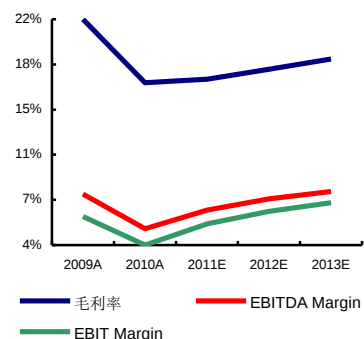
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47278	74559	109305	140529	173410
营业成本	36975	62114	90704	115543	141212
营业税金及附加	61	86	131	166	205
销售费用	5731	6943	9182	11523	14220
管理费用	1660	2663	3334	4272	5376
财务费用	222	464	169	188	148
资产减值损失	169	-16	87	64	-35
公允价值变动收益	27	118	2	30	19
投资净收益	32	134	259	159	65
营业利润	2520	2557	5959	8962	12369
营业外收入	396	2570	605	110	100
营业外支出	163	164	175	153	120
利润总额	2753	4963	6389	8919	12349
所得税	239	920	1246	1800	2563
净利润	2514	4043	5143	7119	9786
少数股东损益	622	916	1084	1527	2087
归属母公司净利润	1892	3127	4060	5592	7699
EBITDA	3699	3697	7052	10360	13884
EPS (元)	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27

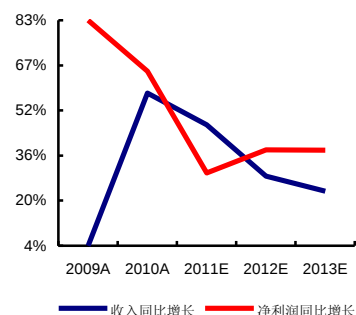
资产负债率趋势



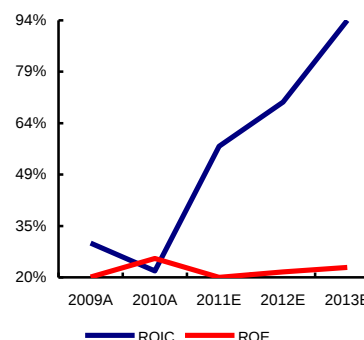
经营利润率趋势



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

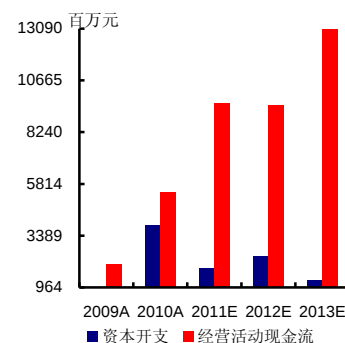
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,056	5,446	8,532	7,999	11,003
净利润	2,514	4,043	5,143	7,119	9,786
折旧摊销	847	945	1,097	1,336	1,486
营运资金变动	-1,139	696	2,450	138	-580
其它	-165	-238	-158	-594	311
投资活动现金流	-1,113	-4,212	-1,642	-2,322	-1,273
资本支出	-964	-3,905	-1,853	-2,456	-1,323
投资变动	-149	-307	209	104	31
其他	0	0	2	30	19
筹资活动现金流	744	185	6,064	531	-881
银行借款	2,664	3,001	1,830	1,064	-684
债券融资	-4,485	-2,418	-5	-4	4
股权融资	3,267	52	4,370	0	0
其他	-703	-450	-131	-529	-201
现金净增加额	1,688	1,419	12,954	6,209	8,850
期初现金余额	2,285	3,855	5,803	18,757	24,965
期末现金余额	3,973	5,274	18,757	24,965	33,815

主要财务比率

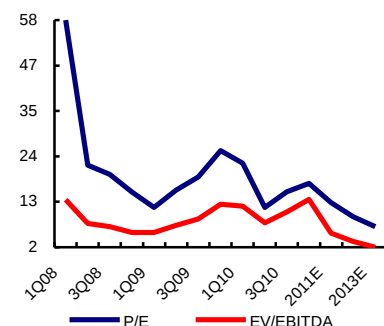
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.3%	57.7%	46.6%	28.6%	23.4%
营业利润	45.9%	1.5%	133.1%	50.4%	38.0%
归属于母公司净利润	83.1%	65.3%	29.8%	37.8%	37.7%
获利能力					
毛利率	21.8%	16.7%	17.0%	17.8%	18.6%
净利率	5.3%	5.4%	4.7%	5.1%	5.6%
ROE	20.0%	25.3%	19.9%	21.5%	22.8%
ROIC	29.8%	21.7%	57.6%	70.3%	93.8%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	61.0%	60.9%	59.7%	57.1%
净负债比率	-26.3%	-29.4%	-62.4%	-64.6%	-72.2%
流动比率	1.12	1.11	1.28	1.34	1.47
速动比率	0.77	0.60	0.89	0.93	1.04
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.02	2.03	1.92	1.93
应收账款周转率	12.44	16.37	14.81	15.30	15.13
存货周转率	6.74	7.64	7.32	7.42	7.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27
每股经营现金流	0.99	1.75	2.52	2.36	3.25
每股净资产	4.54	3.95	6.03	7.68	9.96
估值比率					
P/E	25.5	17.4	12.6	9.1	6.6
P/B	5.1	4.4	2.5	2.0	1.5
EV/EBITDA	12.2	13.4	5.0	2.9	1.5

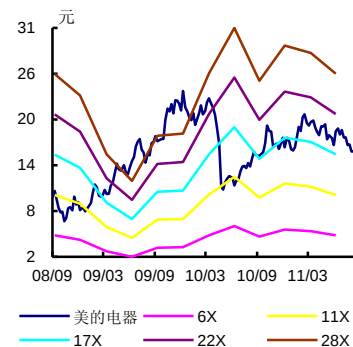
资本支出与经营活动现金流



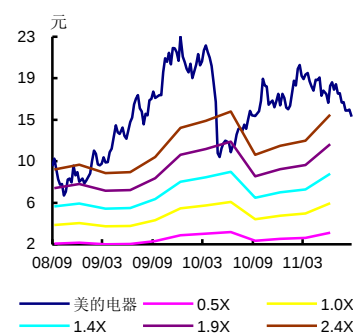
相对估值



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。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

美的电器（000527.sz）：规模优先战略已达，未来更加关注盈利提升	郝雪梅	2011-09-01
美的电器(000527.sz)：大趋势并没有改变	郝雪梅	2011-08-05

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。