

美的电器 (000527.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

 分析师 SAC 执业编号：S1130511030019
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

 联系人
 (8636)11937527
 jiangyi@gjzq.com.cn

美的集团增持上市公司 1 % 股份

事件

美的电器于 2011 年 12 月 3 日发布公告：公司控股股东美的集团有限公司（下称“美的集团”）于 2011.11.23 至 2011.12.2 期间增持公司 A 股份共计 3384 万股，占公司总股本 1%，平均价格约为 12 元/股；增持后，美的集团持有公司总股本比例为 40.17%；根据增持计划，美的集团拟在 1 年内增持不超过公司总股本的 2%（含本次已增持的 1%）。

评论

此时增持说明集团认为公司股价已被低估，看好长期发展：1）作为白电龙头，公司已具备较强的全球竞争力；虽然短期经济危机影响出口，但长期来看，新兴市场 20 多亿人口的巨大市场，家电逐渐普及，公司已积极布局全球，继 2010 年收购埃及 Miraco 公司后，今年又收购了开利拉美空调业务公司；2）公司盈利能力还有提升空间；规模迅速扩张后，面临短期行业需求不振，正是公司内部调整机会，通过提升产品质量和渠道效率，公司竞争力将进一步提升。

今年以来公司股价受业绩和估值双杀：公司上半年的高增长使得市场预期过高，下半年公司受行业需求增速下滑影响严重，业绩下调；国内需求增速放缓和海外经济低迷出口不振使得市场对公司未来增长悲观，估值下调；另外小家电增长放缓，使得公司由于小家电注入预期带来的相对格力海尔的估值溢价空间减小。不过，股价回落至今，现价对应 11.1X11PE/8.8X12PE，考虑到未来三年公司利润复合增长率 15-20%，目前的确已被低估。

去库存过程中，短期股价难有表现，目前值得战略性配置：由于公司上半年增速过高，一方面短期内渠道去库存影响公司业绩，另一方面明年 1Q 因基数大而同比增速压力大；随着渠道去库存结束，经过一季报低预期，二季度有望迎来增速拐点，带来更好的市场表现；另外引入 PE 投资者后，美的集团整体上市的可能性加大，我们认为现价值得战略性配置。

投资建议

预计 2011-2013 年公司收入为 1017、1138、1366 亿元，增速 36.4%、11.9%、20%；EPS 为 1.080、1.363、1.661 元，净利润增速为 16.9%、26.2%、21.8%。6-12 个月合理价位 16.2-20.4 元，对应 15X11PE-15X12PE，维持买入建议。

图表1：公司三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	45,313	47,278	74,559	101,715	113,769	136,643
增长率		4.3%	57.7%	36.4%	11.9%	20.1%
主营业务成本	-36,632	-36,975	-62,114	-83,750	-93,051	-111,696
% 销售收入	80.8%	78.2%	83.3%	82.3%	81.8%	81.7%
毛利	8,682	10,303	12,445	17,965	20,718	24,946
% 销售收入	19.2%	21.8%	16.7%	17.7%	18.2%	18.3%
营业税金及附加	-42	-61	-86	-254	-284	-342
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,614	-5,731	-6,943	-8,646	-9,613	-11,478
% 销售收入	10.2%	12.1%	9.3%	8.5%	8.5%	8.4%
管理费用	-1,725	-1,660	-2,663	-3,357	-3,697	-4,373
% 销售收入	3.8%	3.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	2,301	2,852	2,752	5,708	7,123	8,754
% 销售收入	5.1%	6.0%	3.7%	5.6%	6.3%	6.4%
财务费用	-481	-222	-464	-702	-580	-530
% 销售收入	1.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-109	-169	16	-88	-27	-60
公允价值变动收益	-22	27	118	5	150	0
投资收益	39	32	134	511	613	736
% 税前利润	2.2%	1.2%	2.7%	8.8%	8.4%	8.2%
营业利润	1,727	2,520	2,557	5,434	7,279	8,901
营业利润率	3.8%	5.3%	3.4%	5.3%	6.4%	6.5%
营业外收支	28	233	2,406	400	50	50
税前利润	1,756	2,753	4,963	5,834	7,329	8,951
利润率	3.9%	5.8%	6.7%	5.7%	6.4%	6.6%
所得税	-204	-239	-920	-1,079	-1,393	-1,745
所得税率	11.6%	8.7%	18.5%	18.5%	19.0%	19.5%
净利润	1,551	2,514	4,043	4,755	5,937	7,205
少数股东损益	518	622	916	1,099	1,319	1,583
归属于母公司的净利润	1,033	1,892	3,127	3,656	4,617	5,622
净利率	2.3%	4.0%	4.2%	3.6%	4.1%	4.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,551	2,514	4,043	4,755	5,937	7,205
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	834	1,016	929	1,105	1,230	1,341
非经营收益	89	-335	-225	-1,603	-883	-856
营运资金变动	1,284	-1,139	696	3,091	1,301	1,450
经营活动现金净流	3,758	2,055	5,443	7,348	7,583	9,140
资本开支	-2,004	-964	-3,905	-1,810	-946	-721
投资	-1,889	-196	-415	-1,898	-105	-105
其他	41	47	108	516	763	736
投资活动现金净流	-3,852	-1,113	-4,212	-3,192	-288	-91
股权募资	45	3,267	52	5	0	0
债权募资	1,023	-1,821	583	-744	0	1
其他	-805	-703	-450	-70	-368	-368
筹资活动现金净流	264	744	185	-809	-368	-367
现金净流量	169	1,686	1,415	3,348	6,927	8,682

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,285	3,855	5,803	6,050	12,978	21,660
应收款项	5,534	10,474	8,781	12,053	13,754	16,846
存货	5,138	5,828	10,436	10,981	11,946	14,035
其他流动资产	830	975	2,997	3,505	3,417	3,516
流动资产	13,787	21,132	28,017	32,589	42,094	56,057
% 总资产	59.9%	67.5%	67.4%	65.6%	71.2%	77.0%
长期投资	254	375	782	2,674	2,774	2,874
固定资产	5,662	6,161	8,625	9,957	9,921	9,703
% 总资产	24.6%	19.7%	20.8%	20.1%	16.8%	13.3%
无形资产	2,846	2,852	3,301	2,934	2,763	2,471
非流动资产	9,210	10,179	13,532	17,066	17,059	16,750
% 总资产	40.1%	32.5%	32.6%	34.4%	28.8%	23.0%
资产总计	22,997	31,310	41,549	49,654	59,153	72,806
短期借款	2,360	540	729	0	0	0
应付款项	10,835	13,533	18,853	24,655	27,408	32,901
其他流动负债	2,839	4,798	5,625	7,649	8,796	10,089
流动负债	16,034	18,871	25,207	32,304	36,205	42,990
长期贷款	0	0	394	394	394	395
其他长期负债	57	59	71	0	0	0
负债	16,091	18,930	25,671	32,698	36,599	43,385
普通股股东权益	4,757	9,451	12,336	15,644	19,923	25,206
少数股东权益	2,536	3,277	4,046	5,146	6,465	8,048
负债股东权益合计	23,384	31,310	42,054	49,654	59,153	72,806

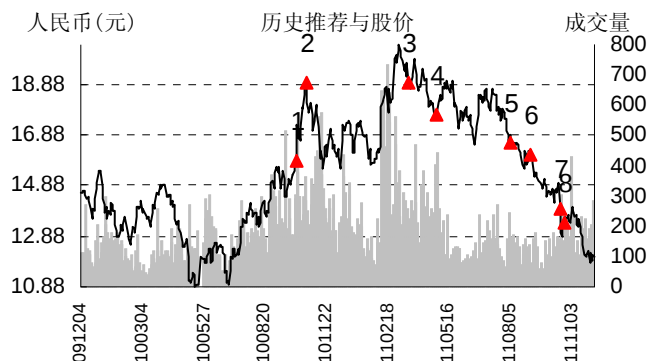
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.546	0.909	1.002	1.080	1.364	1.661
每股净资产	2.515	4.544	3.954	4.622	5.887	7.448
每股经营现金净流	1.985	0.989	1.745	2.171	2.241	2.701
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	21.72%	20.02%	25.35%	23.37%	23.18%	22.30%
总资产收益率	4.42%	5.98%	7.44%	6.83%	7.33%	7.34%
投入资本收益率	20.94%	19.55%	12.76%	21.96%	21.54%	20.94%
增长率						
主营业务收入增长率	36.09%	4.34%	57.70%	36.42%	11.85%	20.11%
EBIT增长率	23.77%	23.92%	-3.48%	107.39%	24.78%	22.91%
净利润增长率	-13.44%	83.14%	65.29%	16.90%	26.31%	21.76%
总资产增长率	34.96%	35.38%	32.84%	19.51%	19.13%	23.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.8	31.3	24.2	24.0	23.0	22.0
存货周转天数	59.5	54.4	48.1	48.0	47.0	46.0
应付账款周转天数	56.3	75.4	59.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	40.5	44.0	37.7	31.3	27.7	22.6
偿债能力						
净负债/股东权益	1.03%	-26.26%	-29.49%	-27.95%	-48.29%	-64.44%
EBIT利息保障倍数	4.8	12.8	5.9	8.1	12.3	16.5
资产负债率	68.81%	59.80%	61.04%	61.13%	58.11%	56.61%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-12	买入	15.86	17.60 ~ 20.00
2	2010-10-26	买入	18.91	21.20 ~ 21.20
3	2011-03-17	买入	18.92	26.00 ~ 26.00
4	2011-04-28	买入	17.66	23.40 ~ 25.90
5	2011-08-08	买入	16.53	20.24 ~ 21.80
6	2011-09-01	买入	16.12	20.00 ~ 21.30
7	2011-10-19	买入	14.00	18.00 ~ 18.00
8	2011-10-25	买入	13.40	16.20 ~ 20.40

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B