

美的电器 (000527)

情理之中，意料之外

✍ 王祺

☎ 21-62580818-720

✉ wangzhen@gtjas.com

本报告导读：

- 我们认为，此时应该由较多关注商用空调与冰洗业务转向重点关注可能的资本运作。

投资要点：

- 近期美的相关事件，既在情理之中，又在意料之外。（中期净利润同比增长 113%，高盛入股被否，持有小天鹅 1800 万股，集团架构调整，销售环节公司化运作）。
- 一月份以来我们一直提示关注商用空调与冰洗业务，在二级市场估值已然不低之时，应该去重点关注可能的资本运作。
 - 历史信息显示绝大多数美的资本运作是成功的；
 - 美的发展战略注定需要相当的资本运作；
 - 拟股权激励方案获准通过的可能性并不大，尤其是在高盛入股被否之后，这反而促使白色大家电业务整合提速。
- 我们判断美的资本运作将集中在两方面
 - 集团资产整合——集团架构调整与销售环节变革可以看作是前奏曲。集团资产整合中增厚上市公司每股收益是必然的，增厚比例需要等到具体方案明确公告后分析。
 - 相关投资机会——把握同行业企业的投资机会，逐步向上下游公司渗透，能够更好实现股东价值。持有小天鹅 1800 万股则可以看作这一方面资本运作的提示性信号。我们相信后期应有类似运作。
- 我们预计 07-09 年每股收益分别为 0.91 元，1.08 元和 1.36 元，对应 07 年市盈率为 37 倍。我们认为后期应重点关注的可能的资本运作，维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营收入	21,314	20,139	32,430	40,299	48,522
(+/-)%	11%	-6%	61%	24%	20%
经营利润 (EBIT)	820	965	2,109	2,680	3,304
(+/-)%	18%	18%	118%	27%	23%
净利润	382	505	1,152	1,356	1,716
(+/-)%	17%	32%	128%	18%	27%
每股净收益 (元)	0.61	0.80	0.91	1.08	1.36
每股股利 (元)	0.25	0.06	0.27	0.32	0.41

利润率和估值指标	2005	2006	2007E	2008E	2009E
经营利润率 (%)	3.8%	4.8%	6.5%	6.7%	6.8%
净资产收益率 (%)	12.5%	14.5%	26.9%	25.9%	26.6%
投入资本回报率 (%)	23.4%	23.9%	36.4%	41.1%	44.7%
EV/EBITDA	27.2	22.0	12.2	10.1	8.5
市盈率	55.8	42.2	37.0	31.4	24.8
股息率 (%)	0.7%	0.2%	0.8%	1.0%	1.2%

评级：

增持

上次评级： 增持

目标价格：

¥ 43.20

上次预测： ¥ 36.00

当前价格：

¥ 33.81

2007.09.03

交易数据

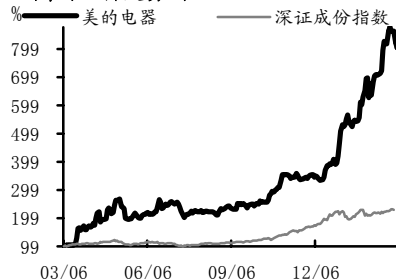
52 周内股价区间 (元)	8.31 ~ 58.80
总市值 (百万元)	43,495
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,261/915
流通 B 股/H 股	
流通股比例	0.73
日均成交量 (百万股)	5.7
日均成交值 (百万元)	162.0

资产负债表摘要 (12/06A)

股东权益 (百万元)	5238.97
每股净资产	5.52
市净率	8.1
净负债率	-9.5%

EPS (元)	2006A	2007E
Q1	0.11	0.16
Q2	0.39	0.40
Q3	0.15	0.20
Q4	0.16	0.15
全年	0.8	0.91

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1.5	46.6	736.4
相对指数	-14.7	10.2	413.8

相关报告

继续看好公司业绩增长

(07.04.02)

美的电器调研简报

(07.02.07)

关注商用空调与冰洗业务

(07.01.23)

模型更新时间: 2007.09.03

股票研究

电气器械业
电气器械业

美的电器(000527)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥43.20

上次预测: ¥36.00

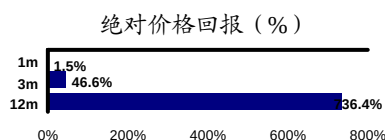
当前价格: ¥33.81

公司网址:

www.midea.com.cn

公司简介

美的电器主营业务包括家用空调、户式中央空调、压缩机、冰箱、洗衣机等。美的电器拥有中国最大最完整的空调产业链。



52 周价格范围 8.31~58.80
市值 (百万) 43,495

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003A	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	13,761	19,201	21,314	20,139	32,430	40,299	48,522
主营业务成本	10,714	15,620	17,383	16,500	26,442	32,799	39,391
税金及附加	18	17	1	1	3	4	5
主营业务利润	3,030	3,565	3,929	3,638	5,984	7,496	9,127
其他业务利润	10	55	49	115	0	0	0
营业费用	1,948	2,176	2,372	2,068	3,081	3,849	4,658
管理费用	602	749	788	720	795	967	1,165
EBIT	490	695	820	965	2,109	2,680	3,304
财务费用	57	59	132	139	211	264	240
营业利润	433	636	688	826	1,898	2,416	3,064
所得税	53	170	61	60	227	269	344
少数股东损益	151	172	255	262	679	800	1,014
净利润	168	327	382	505	1,152	1,356	1,716
资产负债表							
货币资金、短期投资	810	778	1,244	1,125	1,313	2,481	3,963
其他流动资产	5,017	6,546	5,124	7,067	10,507	12,375	14,265
长期投资	139	104	151	163	163	163	163
固定资产合计	2,112	3,000	2,485	3,428	3,189	3,035	2,939
无形及其他资产	495	538	605	660	592	622	653
资产合计	8,572	10,965	9,609	12,442	15,765	18,676	21,984
流动负债	5,326	7,414	5,672	7,938	9,781	10,941	12,034
长期负债	222	31	49	5	0	0	0
股东权益	2,378	2,669	3,059	3,483	4,290	5,239	6,440
投入资本(IC)	2,298	2,979	3,197	3,760	5,154	5,788	6,569
现金流量表							
NOPLAT	433	511	748	898	1,876	2,382	2,934
折旧与摊销	203	157	314	435	423	386	349
流动资金增量	(726)	(250)	665	(435)	1,700	759	845
资本支出	139	888	(515)	943	(239)	(154)	(95)
自由现金流	49	1,306	1,213	1,841	3,761	3,373	4,033
经营现金流	1,665	1,269	1,853	1,118	598	2,038	2,464
投资现金流	(540)	(1,266)	(1,505)	(721)	43	(251)	(274)
融资现金流	(1,044)	(35)	118	(516)	(452)	(619)	(708)
现金流净增加额	80	(32)	466	(119)	189	1,168	1,482
财务指标							
成长性							
收入增长率	-	39.5%	11.0%	-5.5%	61.0%	24.3%	20.4%
EBIT 增长率	-	41.9%	17.9%	17.7%	118.5%	27.1%	23.3%
净利润增长率	-	94.5%	16.9%	32.4%	127.9%	17.7%	26.5%
利润率							
毛利率	-	#DIV/0!	18.4%	18.1%	18.5%	18.6%	18.8%
EBIT 率	3.6%	3.6%	3.8%	4.8%	6.5%	6.7%	6.8%
净利润率	1.2%	1.7%	1.8%	2.5%	3.6%	3.4%	3.5%
收益率							
净资产收益率(ROE)	7.1%	12.2%	12.5%	14.5%	26.9%	25.9%	26.6%
总资产收益率(ROA)	2.0%	3.0%	4.0%	4.1%	7.3%	7.3%	7.8%
投入资本回报率	18.9%	17.2%	23.4%	23.9%	36.4%	41.1%	44.7%
运营能力							
存货周转天数	64	68	74	84	72	72	67
应收账款周转天数	29	30	15	20	20	20	20
总资产周转天数	1.61	1.75	2.22	1.62	2.06	2.16	2.21
净利润现金含量	9.92	3.89	4.85	2.21	0.52	1.50	1.44
资本支出/收入	2%	6%	-1%	7%	0%	1%	1%
偿债能力							
资产负债率	64.7%	67.9%	59.5%	63.8%	62.0%	58.6%	54.7%
净负债率	-7.1%	-4.3%	-6.1%	-4.7%	-4.2%	-9.5%	-14.6%
估值比率							
PE	97.6	50.2	55.8	42.2	37.0	31.4	24.8
PB	6.9	6.1	7.0	6.1	9.9	8.1	6.6
EV/EBITDA	44.6	36.2	27.2	22.0	12.2	10.1	8.5
P/S	1.19	0.85	1.00	1.06	1.31	1.06	0.88
股息率	0.0%	0.0%	0.7%	0.2%	0.8%	1.0%	1.2%

1. 中报数据在预期之中

07年上半年,美的实现营业收入190.51亿元,同比增长52.5%;实现净利润7.10亿元,同比增长了113.88%。商用空调与冰洗业务增长良好,毛利率分别为30.8%,28.2%和20.0%,盈利均优于家用空调与压缩机业务。良好的业绩增长预期基本已经反映在二级市场股价当中。

预提费用由2006年底的8.6亿增至22.4亿,其中销售返利12.1亿,安装维修费5.6亿,运输费1.4亿,这并不出乎大家的意料。我们想说的是,从这些数据可以看出公司在销售环节的一些变化:销量大幅增长等等。

2. 高盛入股被否,资产运作将会提速,关注重点应转移

一月份以来我们一直提示关注商用空调与冰洗业务,目前在二级市场估值已然不低之时,我们建议应该去重点关注可能的资本运作,持上述观点基于的原因是:

- 历史信息显示绝大多数美的资本运作是成功的;
- 美的白色家电发展战略注定需要相当的资本运作;
- 拟股权激励方案获准通过的可能性并不大,尤其是在高盛入股被否之后,这反而促使白色大家电业务整合提速。

3. 整合集团内部资产,把握行业相关投资机会

我们判断美的后期资本运作将集中在两方面:集团资产整合,行业相关投资机会。

- **集团资产整合**——集团架构调整与销售环节变革可以看作是前奏曲。我们判断是为了理顺制造产业的管理架构,便于实施激励与提高效率,而后才好明确如何资产整合方案。可能的集团内部资产整合中增厚上市公司每股收益是必然的,增厚比例需要等到具体方案明确公告后才能详细分析。
- **行业相关投资机会**——把握同行业企业的投资机会,逐步向上下游公司渗透,能够更好实现股东价值。转让基金公司股权、持有小天鹅1800万股则可以看作这一方面资本运作的提示性信号。我们相信后期应有类似运作。我们对美的能否通过此获得良好投资收益的看法是:熟悉白色家电采购、制造、销售环节的美的,相比一般的投资者,更加容易发现相关上市公司的潜在价值;只要美的的股权投资集中在白色家电制造关系较为密切的环节的上市公司,收益应显著大于风险。

4. 持有小天鹅股权引发悬念

尽管市场早先以后传闻,但是中报披露全资子公司Titoni持有小天鹅1800万股(4.93%)仍是超出大多数人的预料。由小天鹅澄清公告推敲,07年底前国联发展不会转让所持股权。我们对小天鹅的前景还是相对谨慎乐观的,逐步剥离非主业资产,洗衣机业务良好增长,国联发展的进入将增强小天鹅的管理能力。参见《以“洗”为主,作强做大核心业务》(07.08.06)。08年小天鹅正常经营后,会如何呢?

不得不说,未来管理改善盈利恢复的小天鹅的最终归属尚难确定。但是,由国内洗衣机产业竞争格局来看,我们认为美的绝对是有竞争力者之一。而美的洗衣机产能的扩张与可能收购小天鹅并不矛盾,大规模扩产反而有可能是谈判筹码。

5. 继续维持“增持”评级

我们略微上调盈利预测,07-09年每股收益为0.91元,1.08元和1.36元(此次预测包括投资收益),对应市盈率分别为37,31和25倍。我们认为,未来一年应该重点关注美的可能的资产运作,继续维持“增持”评级。

作者简介:

王稹: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层
邮政编码: 100032
电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com