

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 徐 春 (8621) 68751711 xuchun@cjsc.com.cn

战略转型初见成效，盈利能力环比持续改善

事件描述

美的电器今日披露了其 2011 年第三季度财务报告，主要内容如下：

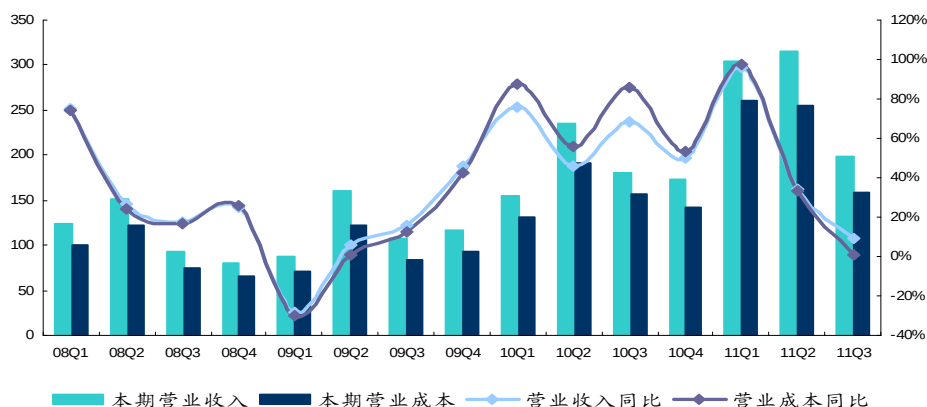
- 报告期内，公司共实现营业收入 818.78 亿元，同比增长 43.24%；实现归属于上市公司股东净利润为 28.80 亿元，同比增长 9.59%，按目前股本计算实现基本每股收益 0.87 元；其中公司第三季度公司实现营业收入 198.41 亿元，同比增长 9.41%；实现归属于上市公司股东净利润 9.05 亿元，同比下滑 2.78%，当季实现 EPS 0.27 元；
- 公司作为国内白电行业龙头，我们看好其在渠道整合下“冰洗空”业务的协同发展以及公司多品牌战略的持续推进，同时随着公司战略的逐步调整，公司未来增速及盈利能力均存在一定的可提升空间，预计未来三年公司 EPS 分别为 1.10、1.38 及 1.73 元，对应目前股价 PE 分别为 12.10、9.62 及 7.68 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一、多重因素影响使得三季度主营增速仅 9.41%

报告期内，公司实现营业收入 818.78 亿元，同比增长达 43.24%；其中第三季度公司实现营业收入 198.41 亿元，同比增长仅 9.41%，增速放缓趋势明显。

图 1：前三季度公司主营增长明显，季度增速环比持续下滑

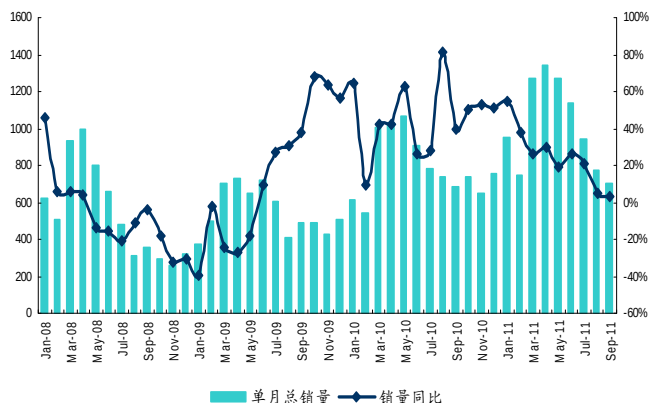


资料来源：Wind，长江证券研究部

使得公司前三季度主营增速明显快于行业增速的主要原因在于以下两个方面：一方面，公司多品牌战略有力推动各项业务高速增长，利用差异化定位的品牌满足不同地区、不同层级消费者的需求，快速扩大销售规模并抢占市场份额；另一方面，公司大力拓展国内销售渠道，秉持“上规模”的发展战略，在加大国内一二级市场卖场覆盖率的同时，加

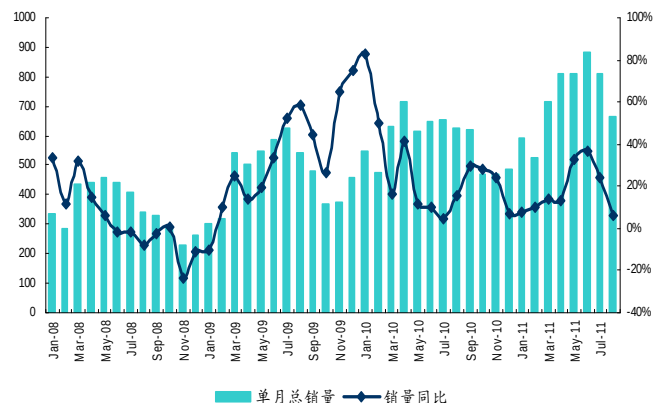
强了三四级市场渠道的建设力度，通过推动“千县万镇工程”，新增大量销售网点，有效地提升了美的品牌在县、乡、镇级市场的影响力，公司在三四级市场的销售已成为公司主营增速超越行业增速的重要驱动因素。

图 2：今年 4 月以来空调行业增速持续放缓



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 3：6 月以来冰箱行业增速也有明显放缓



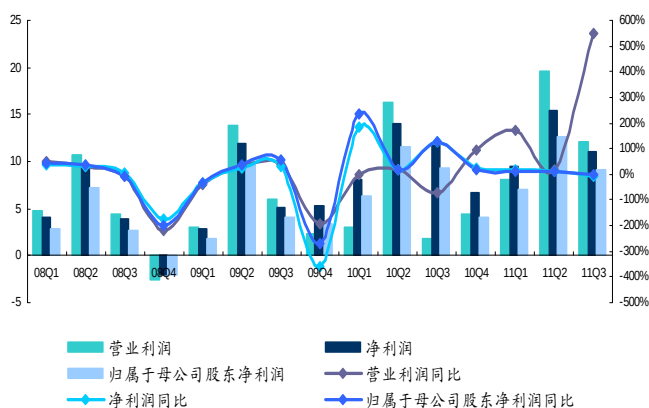
资料来源：产业在线，长江证券研究部

不过公司三季度主营增速仅为 9.41%，低于行业增速，使得公司三季度增速放缓的原因在于以下三个方面：首先，受政策退出及需求透支等负面因素影响，国内白电终端销量下滑，其中冰箱、洗衣机等销量增速明显放缓；其次，前期公司渠道布局力度加大，使得公司渠道铺货力度较大从而导致渠道库存增加，而在终端需求放缓的情况下其必然会导致其实出货量减缓；除此之外，公司自下半年开始实施战略转型，逐步由“上规模”向“保盈利”调整，持续优化产品结构，使得变频空调及多开门冰箱占比持续提升，这也在一定程度上使得公司主营增速有所放缓。不过考虑到渠道积压库存的持续清空，我们预计四季度公司主营增速或将会有一定改善。

第二、盈利能力环比有所提升，公司战略转型初见成效

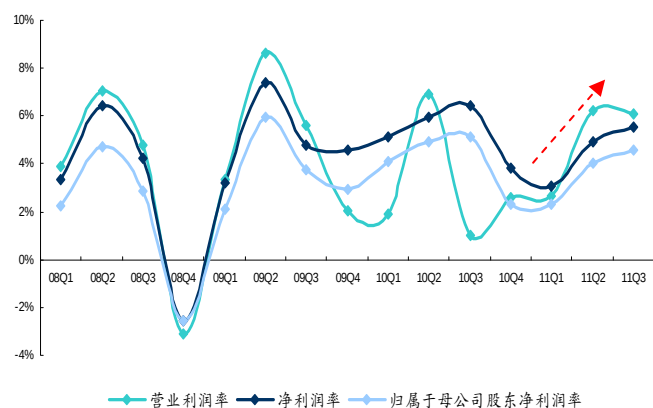
报告期内，公司共实现营业利润 39.86 亿元，同比增长 89.20%；实现净利润 35.89 亿元，同比增长 6.38%；实现归属于母公司股东的净利润 28.80 亿元，同比上升 9.59%。导致公司营业利润同比增速明显快于主营增速的主要原因在于公司前三季度毛利率的同比上升以及投资收益的大幅增长；而前三季度公司净利润同比增速低于主营的主要原因则是因政策补助调整使得公司收到的节能惠民补贴减少，从而导致公司营业外收入同比大幅减少 72.19% 所致。

图 4：因政策补助调整使得营业利润同比大幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：三季度盈利能力环比持续改善



资料来源：Wind，长江证券研究部

从盈利能力来看，公司前三季度公司营业利润率为 4.87%，较去年同期的 3.69% 上升了 1.18 个百分点，导致公司营业利润率提升的主要原因在于“节能惠民”补贴额度减少从而使得计入营业外收入的利润减少所致。而受行业竞争加

剧及原材料成本压力影响，公司前三季度净利润率仅为 4.38%，较去年同期的 5.90% 有明显下滑。不过从环比趋势来看，公司盈利能力自今年一季度以来持续回升，这也在一定程度上表明公司战略转型已初见成效。

第三、受政策退出影响，三季度毛利率环比持续改善

公司前三季度毛利率为 17.78%，较去年同期的 16.08% 增长明显，这主要是因“节能惠民”补助调整使得计入营业外收入中的主营减少所致。分季度看，三季度公司毛利率为 20.28%，较去年同期的 13.57% 大幅增长 6.71%，环比来看，较二季度的 19.15% 也有小幅的回升。

图 6：毛利率同比增长，环比持续回升



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司前三季度毛利率均有一定改善，我们认为主要原因还是在于“节能惠民”政策的调整及退出。除此之外，公司自下半年以来进行战略转型，通过产品结构持续优化从而推动公司毛利率稳步提升。当然，近期上游原材料价格持续下滑也对公司毛利率改善起到了一定的促进作用。

图 7：近期铜金属价格下滑明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：国内塑料价格指数也呈下滑趋势

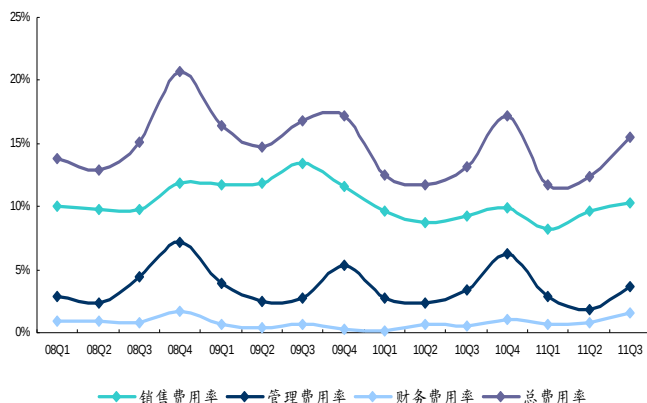


资料来源：Wind，长江证券研究部

第四、三季度期间费用率同比环比均有所上升

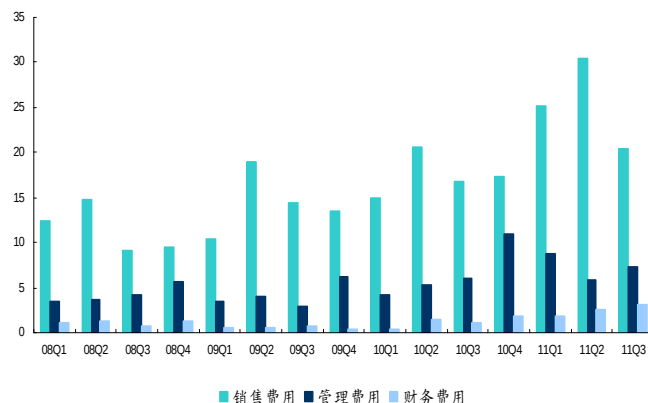
报告期内，公司期间费用率为 12.87%，较去年同期的 12.37% 略有上升。而在管理费用率同比小幅下滑的情况下，使得公司期间费用率上升的主要原因在于销售费用率及财务费用率的增加。其中销售费用率由去年同期的 9.13% 上升至 9.28%；而财务费用率则由去年同期的 0.49% 上升至 0.92%。

图 9：三季度期间费用率同比、环比均有所上升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：公司期间费用分季度绝对额一览



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们认为公司前三季度销售费用率上升的主要原因在于公司三四级市场销售渠道的持续扩张。公司通过“千县万镇工程”，新增大量营销网点，从而使得销售费用增速高于主营增速导致销售费用率提升；而公司财务费用率同比上升的主要原因在于汇兑损益、票据贴现的增加以及银行利率上升导致利息支出增加所致。

分季度看，公司三季度期间费用率为 15.48%，较去年同期的 13.18% 上升 2.30%，销售费用率以及财务费用率的同比上升是造成期间费用率同比上升的主要原因。其中销售费用率由去年三季度的 9.24% 上升至 10.28%，上升幅度为 1.04%；财务费用率则由去年同期的 0.59% 上升至 1.57%，上升幅度为 0.99%。环比来看，期间费用率也有 3.16% 的上升幅度，其中销售费用率、管理费用率以及财务费用率环比均有不同程度的上升，而管理费用率则环比上升最为明显，上升幅度为 1.78%。

第五，维持“推荐”评级

公司作为国内白电行业龙头，我们看好其在渠道整合下“冰洗空”业务的协同发展以及公司多品牌战略的持续推进，同时随着公司战略的逐步调整，公司未来增速及盈利能力均存在一定的可提升空间，预计未来三年公司 EPS 分别为 1.10、1.38 及 1.73 元，对应目前股价 PE 分别为 12.10、9.62 及 7.68 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	74559	102363	126108	153132	货币资金	5803	16364	23157	31397
营业成本	62114	84323	103207	125082	交易性金融资产	150	150	150	150
毛利	12445	18040	22901	28050	应收账款	4910	6784	8358	10149
% 营业收入	16.7%	17.6%	18.2%	18.3%	存货	10436	14073	17224	20875
营业税金及附加	86	118	145	176	预付账款	2544	3368	4122	4996
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	302	385	480	579
销售费用	6943	9264	11602	14241	流动资产合计	28017	46448	60049	76108
% 营业收入	9.3%	9.1%	9.2%	9.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2663	3583	4414	5053	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.5%	3.5%	3.3%	长期股权投资	781	781	781	781
财务费用	464	-2	-49	-77	投资性房地产	505	505	505	505
% 营业收入	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	8643	7947	7280	6642
资产减值损失	-16	0	0	0	无形资产	1552	1475	1401	1331
公允价值变动收益	118	0	0	0	商誉	1474	1474	1474	1474
投资收益	134	0	0	0	递延所得税资产	825	0	0	0
营业利润	2557	5077	6790	8656	其他非流动资产	256	256	256	256
% 营业收入	3.4%	5.0%	5.4%	5.7%	资产总计	42054	58886	71747	87098
营业外收支	2406	800	600	600	短期贷款	729	0	0	0
利润总额	4963	5877	7390	9256	应付款项	16723	22742	27835	33735
% 营业收入	6.7%	5.7%	5.9%	6.0%	预收账款	1794	2354	2900	3522
所得税费用	920	1076	1352	1694	应付职工薪酬	792	1095	1340	1624
净利润	4043	4802	6038	7562	应交税费	-417	-477	-599	-748
归属于母公司所有者					其他流动负债	5569	7764	9526	11536
的净利润	3127.1	3714.5	4670.4	5849.7	流动负债合计	25188	33478	41003	49669
少数股东损益	916	1087	1367	1712	长期借款	394	394	394	394
EPS (元/股)	0.92	1.10	1.38	1.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	63	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	27	27	27	27
经营活动现金流净额	5446	8559	8754	10592	负债合计	25671	33899	41423	50089
取得投资收益	108	0	0	0	归属于母公司	12336	19854	23824	28796
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-415	0	0	0	少数股东权益	4046	5134	6501	8213
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16383	24987	30324	37009
固定资产投资	-3905	-1074	-1311	-1551	负债及股东权益	42054	58886	71747	87098
其他	108	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4212	-1074	-1311	-1551		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.924	1.098	1.380	1.728
股权融资	52	4360	0	0	BVPS	3.95	6.36	7.04	8.51
银行贷款增加 (减少)	583	-729	0	0	PE	14.37	12.10	9.62	7.68
筹资成本	450	-555	-651	-801	PEG	0.62	0.52	0.41	0.33
其他	-899	0	0	0	PB	3.36	2.09	1.89	1.56
筹资活动现金流净额	185	3076	-651	-801	EV/EBITDA	10.51	4.18	2.52	1.29
现金净流量	1419	10562	6792	8240	ROE	25.3%	18.7%	19.6%	20.3%

分析师介绍

徐春，复旦大学微电子学专业本科、硕士，从事家用电器行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。