

分析师: 陈志坚 (8621) 68751711 xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120018

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

二季度增速依旧抢眼，毛利率环比大幅改善

事件描述

美的电器于今日披露了其 2011 年度中期财务报告，主要内容如下：

- 报告期内，公司共实现营业收入 620.37 亿元，同比增长 58.97%；实现营业利润 27.74 亿元，同比增长 44.49%；实现净利润 24.90 亿元，同比增长 12.94%；其中实现归属于母公司所有者的净利润为 19.75 亿元，同比增长 13.46%；按目前股本计算实现基本每股收益 0.60 元，其中二季度实现 0.37 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，同时随着公司非增发项目产能的逐步释放，公司在“十二五”期间“再造一个新美的”战略的实施也将得到进一步加速。我们预计公司未来两年 EPS 分别为 1.14、1.42 元，对应目前股价 PE 分别为 13.86、11.12 倍，维持公司“推荐”评级。

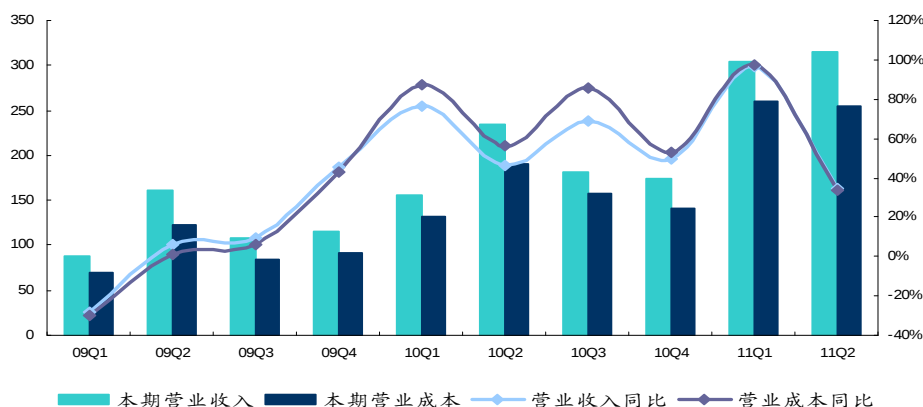
事件评论

第一、上半年主营增长明显，二季度增速明显下滑

报告期内，公司共实现主营收入 620.37 亿元，同比大幅增长 58.97%；其中二季度实现营业收入 315.56 亿元，同比增长 34.37%，从增速上看，二季度主营同比增速较一季度虽有明显下滑但依旧抢眼。

分产品看，上半年公司空调及零部件实现收入 425.16 亿元，同比增长 64.44%；冰箱及零部件实现收入 82.28 亿元，同比增长 46.86%；洗衣机及零部件实现收入 59.25 亿元，同比增长 22.57%。

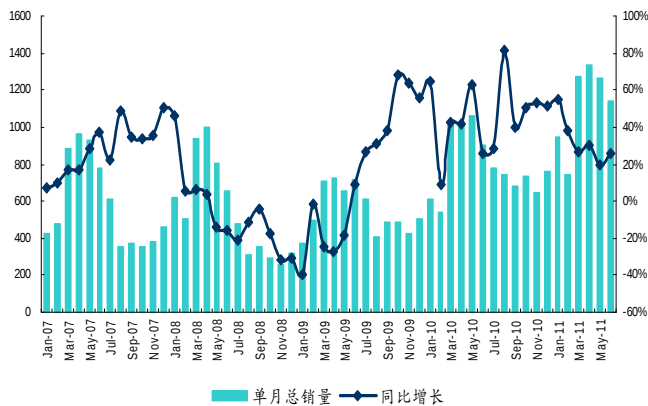
图 1：上半年公司主营同比增长 58.97%，其中二季度增长 34.37%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

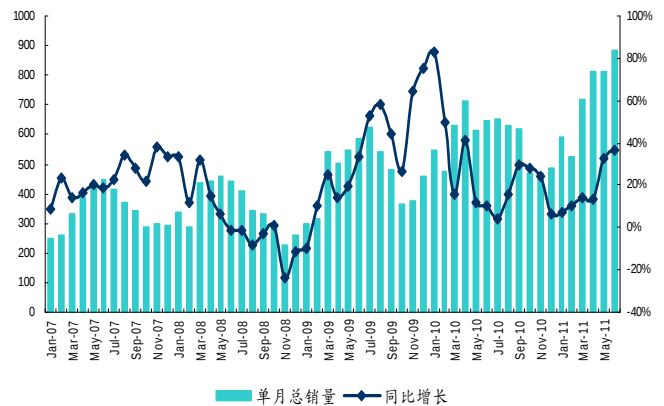
上半年公司主营得以实现快速增长的原因主要在于以下几个方面：第一、国内白电行业特别是空调行业持续保持高度景气。上半年国内空调内外销合计达 7654.80 万台，同比增长 48.51%；冰箱行业内外销合计达 4335.90 万台，同比增长达 19.55%。第二、上半年公司大力拓展国内销售渠道，继续秉持“上规模”的发展战略，在加大国内一二级市场卖场覆盖率的同时，加强了三四级市场渠道的建设力度，通过推动“千县万镇工程”，新增大量销售网点，有效地提升了美的品牌在县、乡、镇级市场的影响力，目前公司在三四级市场的销售已成为公司主营增速超越行业增速的重要驱动因素。第三、公司在“调结构”的战略指导下，产品结构持续优化，变频空调以及多开门冰箱占比持续提升，在使得产品更加适应市场需求的同时，也有效提升了产品均价。除此之外，公司中央空调业务继续保持快速增长态势，成为公司主营得以快速增长的另一引擎。

图 2：上半年国内冰箱行业内外销增速达 19.55%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：上半年国内空调行业内外销增速达 48.51%

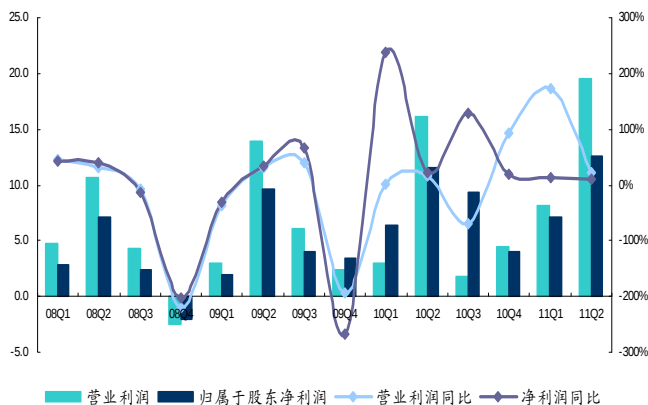


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二、受所得税率调整以及营业外收入减少影响，公司归属母公司所有者净利润同比增速远低于主营

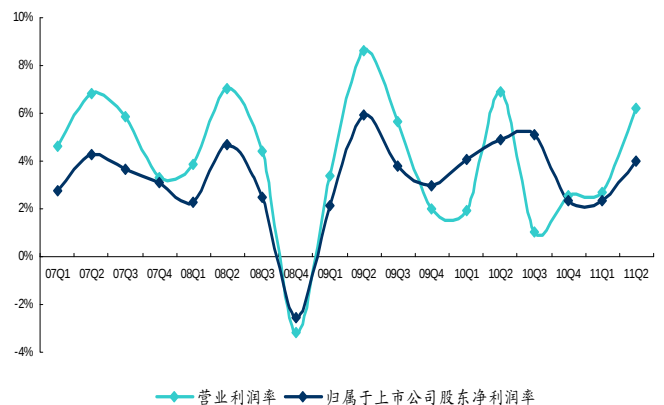
上半年公司共实现营业利润 27.74 亿元，同比增长 44.49%；实现归属于母公司所有者净利润为 19.75 亿元，同比增长 13.64%。在上半年公司“综合毛利率-销售费用率”与去年同期基本持平的情况下，公司营业利润同比增速远低于主营增速的主要原因在于以下几个方面：第一、受票据贴现增加以及银行利率上升影响，上半年公司财务费用为 4.39 亿元，同比上升 154.47%；第二、受应收账款增加影响，上半年公司资产减值损失为 3.37 亿元，同比增长 75.24%；第三、营业税金及附加为 1.67 亿元，同比增长 387.25%，主要是由于税收政策的调整，部分子公司缴纳的城建税与教育费附加增加所致；不过上半年投资收益的明显提升也在一定程度上也在一定程度上对冲了以上因素的负面影响。

图 4：归属母公司所有者净利润同比增速远低于主营增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：营业利润率、净利润率环比提升明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

而上半年归属于母公司所有者净利润同比增速又明显低于营业利润增速，主要原因在以下两个方面：第一、公司营业外收入同比大幅下滑，由去年同期的 6.86 亿元大幅降低至 3.92 亿元（差值为 2.94 亿元，约占归属母公司所有者净利润的 16.93%），降幅达 44.92%。而营业外收入大幅减少的主要原因在于以下两个方面：一方面，由于自去年 6 月份起“节能惠民”补贴额度大幅调低，使得之后补贴额度明显减少；另一方面，公司主推变频系列，定频占比下滑也使得公司营业外收入有所减少。同时，自去年二季度开始公司将“节能惠民”补贴由权责发生制向收付实现制转变也可能是使得公司上半年营业外收入降低的原因之一；第二、上半年公司所得税费用大幅上升，主要原因是所得税率上升了 6.85%，2011 年上半年公司平均所得税率为 20.61%，而去年同期仅有 13.76%。

表 1: 公司利润表异动项目一览

项目	2011 年上半年（亿元）	2010 年上半年（亿元）	同比增速
营业税金及附加	1.67	0.34	387.25%
财务费用	4.39	1.73	154.47%
资产减值损失	3.37	1.92	75.24%
投资收益	2.10	0.55	280.58%
营业外收入	3.92	6.86	-42.89%

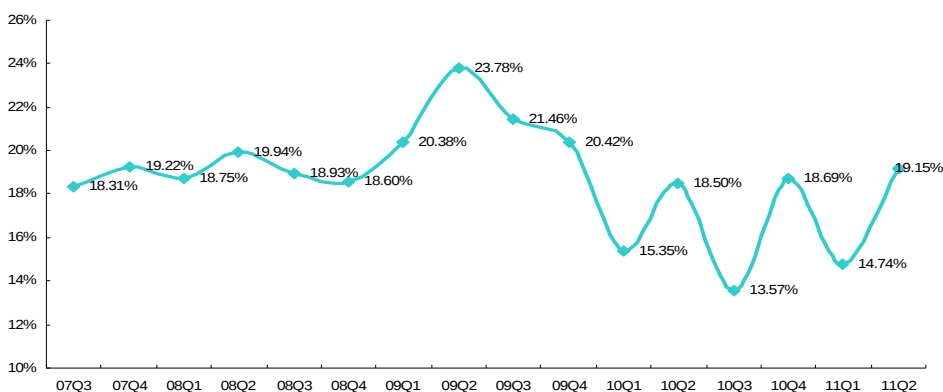
资料来源：Wind，长江证券研究部

从环比盈利能力上看，二季度公司营业利润率为 6.21%，环比一季度的 2.68% 有较大幅度回升，主要原因在于公司毛利率的环比回升，同时公司归属母公司所有者的净利润率也由一季度的 2.33% 回升至二季度的 4.00%。尽管二季度受费用率上升、营业外收入减少及所得税率的上升等负面因素影响，但毛利率的大幅好转仍带动了归属母公司所有者的净利润率的环比明显回升。

第三、上半年公司综合毛利率为 16.98%，二季度环比提升明显

公司上半年毛利率仅为 16.98%，较去年同期的 17.25% 略有下滑。在国内不锈钢、铜、塑料等原材料价格持续高位的背景下，上半年公司毛利率同比有所下滑也在情理之中；另外，公司秉持“上规模”的发展战略，加大三四级市场开拓力度，一定程度上也牺牲了部分利润空间。再次，出口价格调整较晚也是使得上半年毛利率下滑的因素之一；除此之外，公司的毛利率水平也公司与经销商的结算方式有一定的关系。

图 6: 上半年毛利率同比略有下滑，二季度环比提升明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

而从单季度看，二季度毛利率为 19.15%，环比一季度的 14.74% 上升了 4.41 个百分点，同比去年二季度也略有回升。在国内不锈钢、铜、稀土、塑料等原材料价格持续高位的背景下，公司二季度毛利率同比环比均有一定回升一方面表明公司“调结构”战略逐渐收到成效；另一方面也是公司前期空调提价的结果。

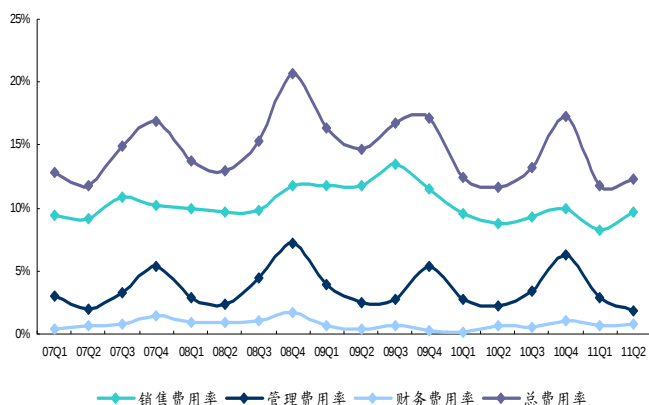
表 1: 公司分产品毛利率波动一览

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年同 期增减
空调及零部件	425.16	348.66	17.99%	64.44%	65.14%	-0.35%
冰箱及零部件	82.28	65.03	20.96%	46.86%	40.00%	3.87%
洗衣机及零部件	59.25	48.83	17.59%	22.57%	22.74%	-0.12%
其他	53.68	52.49	2.22%	96.38%	105.23%	-4.21%
合计	620.37	515.02	16.98%	58.97%	59.48%	-0.27%

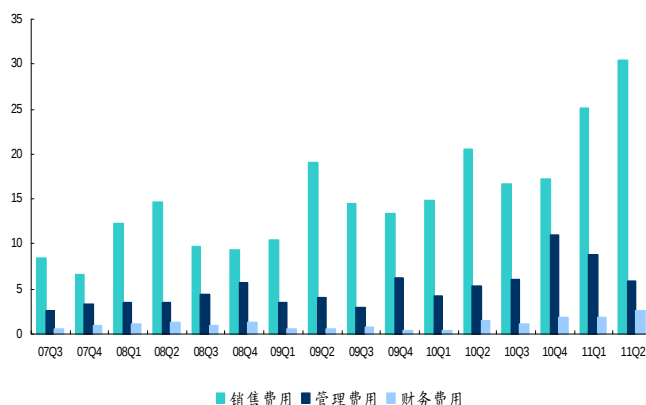
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四、期间费用率同比基本持平, 二季度同比环比均有所上升

报告期内, 公司期间费用率为 12.03%, 较去年同期的 11.99% 基本持平; 其中销售费用率由去年同期的 9.08% 降至 8.96%; 管理费用率由去年同期的 2.47% 降至 2.37%; 而财务费用率则从去年同期的 0.44% 上升至 0.71%。

图 7: 期间费用率同比略有下滑, 环比下滑明显


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 各季度期间费用绝对额一览


资料来源: Wind, 长江证券研究部

分季度看, 二季度期间费用率为 12.32%, 与去年同期 11.66% 的费用率水平相比有明显回升, 且环比一季度的 11.73% 也有一定回升。在管理费用率大幅下滑的背景下, 导致二季度期间费用率明显回升的主要原因在于销售费用率及财务费用率的明显回升。二季度销售费用率为 9.66%, 环比上升 1.43%, 同比略微上升了 0.90%, 在二季度毛利率明显提升的情况下, 我们认为销售费用率上升很大程度上可能与结算方式有关; 而受票据贴现和银行利率上升影响, 二季度财务费用率则由一季度的 0.61% 上升至 0.81%; 二季度公司管理费用率为 1.86%, 环比同比均有一定下滑。

第五、非公开增发项目加速“再造一个新美的”战略实施

目前, 公司拥有家用空调产能约 3000 万台、冰箱产能 1200 万台、洗衣机产能 1100 万台、空调压缩机产能 2100 万台。在全球家电产能转移的大背景下, 随着公司内销及出口销量的逐步提升, 公司产能也将逐步步入饱和状态。公司非公开增发项目不仅大幅提升了公司家用空调、中央空调、冰箱以及压缩机的产能, 丰富了公司高附加值产品序列, 同时也全面提升了公司技术研发、工艺改进以及关键零部件配套等方面的综合实力, 公司的整体经营规模和核心竞争力也得到系统性提升。另外, 随着公司增发项目产能的逐步释放, 公司在“十二五”期间“再造一个新美的”战略的实施也将得到进一步加速。

表 1: 公司非公开增发项目一览

序号	项目名称	项目投资总额(亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)
1	中央空调(合肥)项目	150000	130000

2	压缩机（芜湖）项目	90000	80000
3	冰箱（荆州）项目	85000	80000
4	冰箱（南沙）项目	62000	42000
5	家用空调（南沙）项目	50000	33000
6	家用空调（芜湖）项目	71000	71000
	合 计	508000	436000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第六、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，同时随着公司非增发项目产能的逐步释放，公司在“十二五”期间“再造一个新美的”战略的实施也将得到进一步加速。我们预计公司未来两年 EPS 分别为 1.14、1.42 元，对应目前股价 PE 分别为 13.86、11.12 倍，维持公司“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	103811	127917	155394	货币资金	5803	16552	23486	31873
营业成本	62114	85505	104422	126905	交易性金融资产	150	150	150	150
毛利	12445	18306	23495	28489	应收账款	4910	6880	8478	10299
% 营业收入	16.7%	17.6%	18.4%	18.3%	存货	10436	14270	17427	21179
营业税金及附加	86	119	147	179	预付账款	2544	3415	4171	5069
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	302	386	491	587
销售费用	6943	9343	12152	14452	流动资产合计	28017	47052	60854	77238
% 营业收入	9.3%	9.0%	9.5%	9.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2663	3530	4221	5128	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	长期股权投资	781	781	781	781
财务费用	464	-2	-50	-78	投资性房地产	505	505	505	505
% 营业收入	0.6%	0.0%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	8643	7960	7309	6688
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	5316	7025	8809	其他非流动资产	256	256	256	256
% 营业收入	3.4%	5.1%	5.5%	5.7%	资产总计	42054	59504	72582	88274
营业外收支	2406	800	600	600	短期贷款	729	0	0	0
利润总额	4963	6116	7625	9409	应付款项	16723	23061	28163	34227
% 营业收入	6.7%	5.9%	6.0%	6.1%	预收账款	1794	2388	2942	3574
所得税费用	920	1119	1395	1722	应付职工薪酬	792	1110	1356	1647
净利润	4043	4997	6230	7687	应交税费	-417	-495	-617	-760
归属于母公司所有者					其他流动负债	5569	7861	9652	11704
的净利润	3127.1	3865.2	4819.0	5946.2	流动负债合计	25188	33924	41495	50392
少数股东损益	916	1131	1411	1741	长期借款	394	394	394	394
EPS (元/股)	0.92	1.14	1.42	1.76	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	8784	8936	10775	负债合计	25671	34344	41916	50813
取得投资收益	108	0	0	0	归属于母公司	12336	19982	24078	29132
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	5178	6588	8329
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16383	25160	30666	37461
固定资产投资	-3905	-1088	-1329	-1574	负债及股东权益	42054	59504	72582	88274
其他	108	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4212	-1088	-1329	-1574		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.924	1.142	1.424	1.757
股权融资	52	4360	0	0	BVPS	3.95	6.40	7.11	8.61
银行贷款增加 (减少)	583	-729	0	0	PE	17.13	13.86	11.12	9.01
筹资成本	450	-578	-672	-814	PEG	0.72	0.58	0.47	0.38
其他	-899	0	0	0	PB	4.00	2.47	2.23	1.84
筹资活动现金流净额	185	3054	-672	-814	EV/EBITDA	12.77	5.22	3.38	2.01
现金净流量	1419	10749	6934	8387	ROE	25.3%	19.3%	20.0%	20.4%

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。