

分析师: 陈志坚

执业证书编号:

S0490510120018

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

四季度盈利能力改善明显，全年业绩略超预期

事件描述

美的电器今日披露了其 2011 年年度报告，主要内容如下：

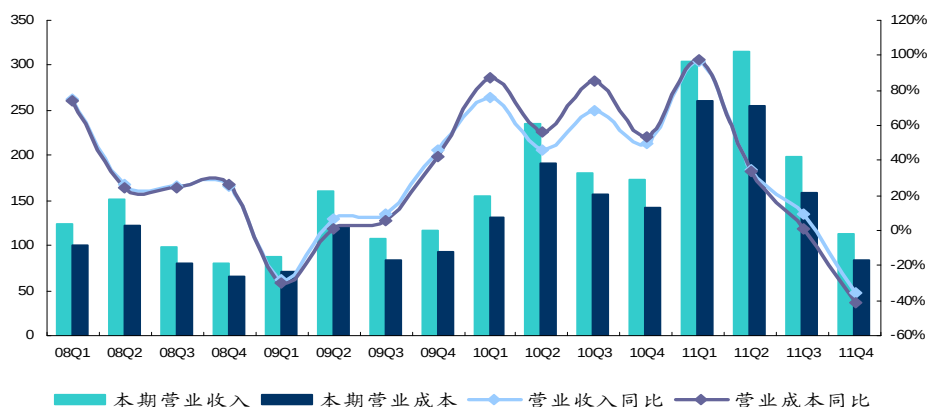
- 报告期内公司共实现营业收入 931.08 亿元，同比增长 24.88%；实现营业利润 50.23 亿元，同比增长 96.45%；实现归属母公司净利润 36.99 亿元，同比增长 18.28%；其中四季度公司实现营业收入 112.30 亿元，同比下滑 35.46%，实现归属母公司净利润 8.19 亿元，同比增长 100.68%；公司全年实现每股收益 1.093 元，其中四季度实现 0.242 元；
- 目前公司在渠道去库存进程接近尾声的背景下已轻装上阵，未来销量增速下滑趋势将会逐渐收窄并回归正增长；同时公司仍将坚持彻底的经营转型，通过产品力的提升及经营机制的变革实现经营质量及盈利能力的持续提升。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.318、1.552 及 1.814 元，对应目前股价 PE 分别为 10.77、9.15 及 7.83 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一、战略调整使得公司四季度主营同比下滑 35.46%

报告期内公司共实现营业收入 931.08 亿元，同比增长 24.88%，其中在渠道加速去库存背景下四季度公司仅实现营业收入 112.30 亿元，同比下滑 35.46%。

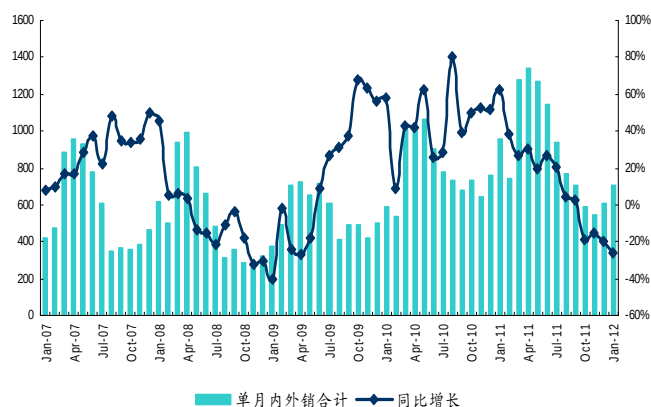
图 1：战略调整背景下公司四季度主营同比下滑 35.46%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

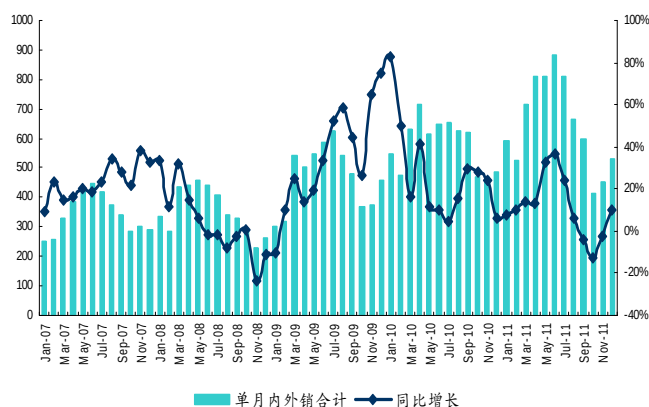
11 年公司主营增速持续放缓，且在四季度呈大幅负增长态势，我们认为主要有以下原因：第一、受刺激政策退出、房地产市场低迷等因素影响，白电行业终端增速已在上半年即已呈现放缓趋，但企业层面仍在铜价持续上涨及经销商乐观等背景下实现较高出货，这使得下半年尤其是四季度白电渠道库存积压明显，而在终端销量仍显疲态的情况下企业层面出货必将大幅下滑。据产业在线数据统计，11 年四季度空调行业总销量为 1749.10 万台，同比大幅下滑 18.16%，而冰箱行业四季度总销量为 1399.25 万台，同比也下滑 1.65%；第二、公司作为白电行业龙头，其此前“上规模”的战略方针使得公司在销售策略上也远较业内同行激进，导致其渠道库存周期也高于同行，同时考虑到对未来盈利能力及增速的保证，公司在四季度去库存速度也远超市场预期，这也使得四季度公司出货规模快速下滑。除此之外，公司在“保盈利”战略的指引下，放弃部分低盈利甚至不盈利订单，这在一定程度上也使得公司主营规模得到下滑。

图 2：11 年国内空调行业增速呈持续放缓趋势



资料来源：产业在线，长江证券研究部

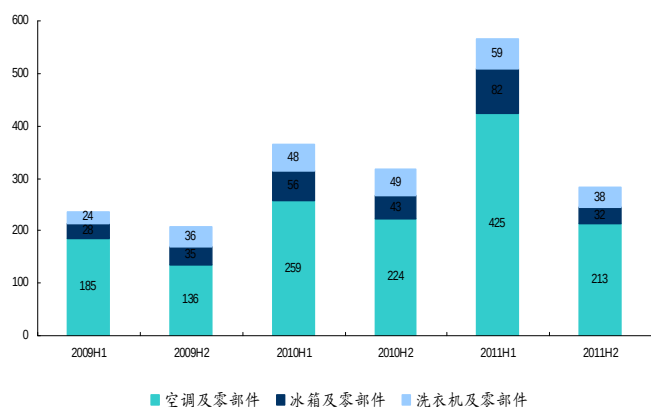
图 3：冰箱行业销量增速也较上年有明显放缓



资料来源：产业在线，长江证券研究部

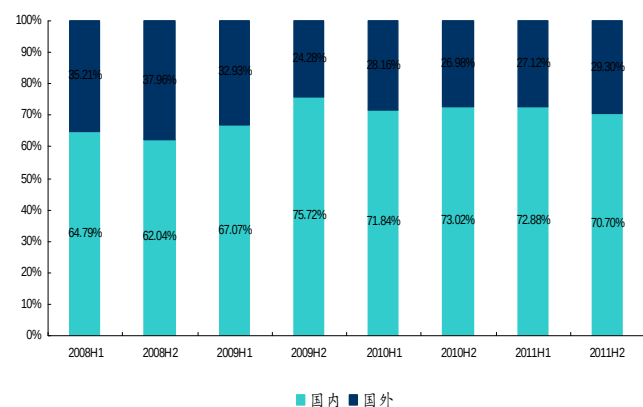
分产品来看，公司三大白电品类空调、冰箱及洗衣机全年分别实现销售收入 637.91、114.06 及 97.60 亿元，同比增速分别为 32.18%、14.76%及 0.32%，空调、冰箱仍实现平稳增长，而洗衣机收入则基本与上年持平。单从下半年来看，公司三大主营增速均有明显放缓，其中冰箱、洗衣机收入分别同比下滑 26.73%及 21.66%，空调业务收入也小幅下滑 5.04%。

图 4：近期公司各主营业务收入绝对值一览



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：近年来公司内外销占比一览



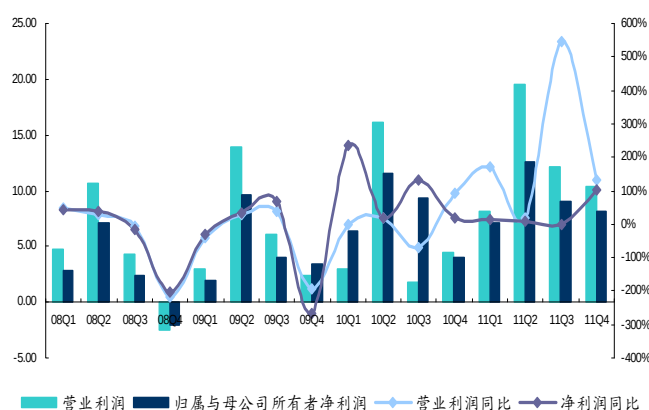
资料来源：公司公告，长江证券研究部

11 年公司内外销占比分别为 72.15%、27.85%，基本与去年同期持平；公司全年实现内外销收入分别为 671.77、259.31 亿元，同比增速分别为 24.45%、26.01%。11 年上半年公司内外销均实现较好增长，但下半年国内市场整体低迷使得公司内销收入下滑 15.34%，而外需减弱也使得公司下半年出口收入下滑 5.02%。

第二、四季度盈利能力改善明显，“毛销差”大幅提升是关键

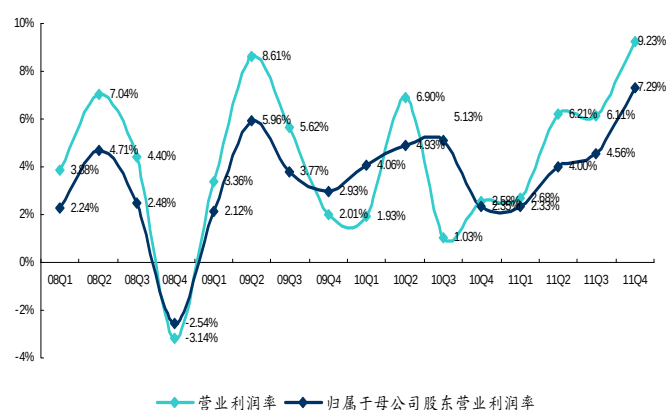
公司全年实现营业利润 50.23 亿元，同比增长 96.45%，其中四季度实现 10.36 亿元，同比增长 130.40%；全年实现归属于母公司所有者净利润 36.99 亿元，同比增长 18.28%，其中四季度实现 8.19 亿元，同比增长 100.68%。公司四季度营业利润明显高于主营增速，我们认为主要原因在于以下两个方面：一方面，在四季度公司毛利率同比大幅提升的同时，公司销售费用率仍有小幅下滑，使得公司四季度“毛销差”由去年同期的 8.79% 提升至 17.23%；另一方面，公司四季度实现投资净收益 3.49 亿元，较去年同期大幅增长 623.56%，这也是使得公司利润增速远好于主营的原因之一。而使得公司归属于上市公司股东净利润增速低于营业利润增速的主要原因则在于在于受“节能惠民”政策退出导致政府补助大幅减少所致，公司四季度营业外收入仅为 1.06 亿元，较上年同期大幅下滑 79.60%。

图 6：四季度公司业绩增速远好于主营增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：四季度公司盈利能力提升明显



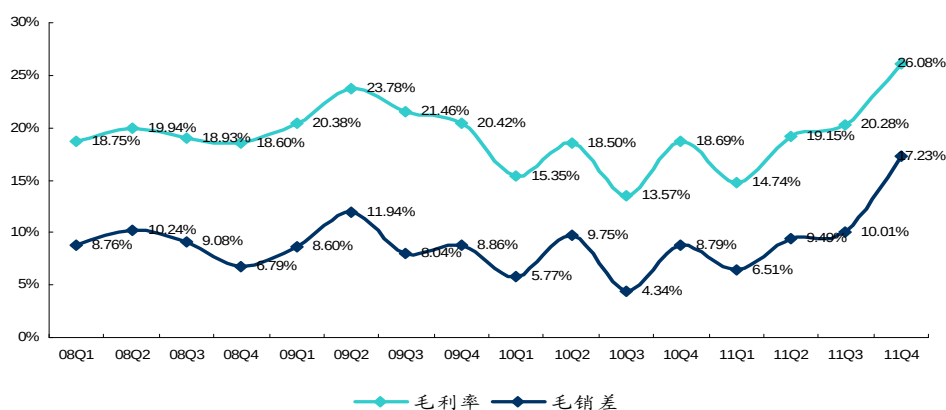
资料来源：Wind，长江证券研究部

从盈利能力来看，公司全年营业利润率为 5.39%，较上年的 3.43% 上升约 1.97 个百分点，其中四季度营业利润率为 9.23%，较上年四季度的 2.58% 大幅上升约 6.64 个百分点；公司全年归属于母公司股东净利润率为 3.97%，较上年的 4.19% 小幅下滑 0.22 个百分点，其中四季度归属于母公司股东净利润率为 7.29%，较上年四季度的 2.35% 大幅上升约 4.95 个百分点。很显然，使得公司四季度盈利能力大幅提升的主要原因仍在于四季度“毛销差”的大幅改善。

第三、公司四季度毛利率同比、环比均明显提升

公司全年综合毛利率为 18.78%，较去年同期 16.69% 上升了约 2.09 个百分点，其中四季度公司毛利率为 26.08%，较上年同期大幅提升 7.39 个百分点，环比三季度也提升了约 5.80 个百分点。

图 8：毛利率环比持续改善，四季度回升至 26.08%



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们认为使得公司四季度毛利率同比环比均大幅提升的主要原因在于以下几个方面：首先、“节能惠民”政策退出后，公司空调产品出厂价自三季度以来稳步提升并逐步回归正常水平；其次、放弃部分低盈利甚至不盈利的订单也使得整体毛利率得到改善；再次、下半年“保盈利”战略背景下公司成本控制能力得到明显加强；最后，下半年以来白电生产成本中占比较高的铜、塑料等原材料价格持续下跌，使得公司原材料成本压力有所缓解；除此之外，四季度公司生产工人大幅减少也是使得毛利率提升的重要因素，公司截至 11 年年底员工 66497 人，而 10 年底则为 98676 人，人员压缩比例达 32.61%，其中人员缩减基本为基层生产工人。

分产品来看，11 年公司空调、冰箱、洗衣机及其他业务毛利率水平分别为 20.54%、19.42%、17.32%、5.91%，其中空调及冰箱毛利率水平提升明显，上升幅度分别为 2.85、1.79 个百分点，洗衣机业务毛利率较上年同期基本持平，而其他业务毛利率水平下滑了 1.26 个百分点。

表 1：11 年公司各产品毛利率水平一览

	11 年销售收入	10 年销售收入	11 年毛利率	10 年毛利率	毛利率同比
空调及零部件	637.91 亿元	482.59 亿元	20.54%	17.68%	2.85%
冰箱及零部件	114.06 亿元	99.39 亿元	19.42%	17.64%	1.79%
洗衣机及零部件	97.60 亿元	97.29 亿元	17.32%	17.29%	0.04%
其他	81.51 亿元	66.31 亿元	5.91%	7.17%	-1.26%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

11 年公司内外销毛利率分别为 21.42%、11.95%，其中内销毛利率较上年的 18.34% 提升约 3.08 个百分点，这为主要是得益于内销产品结构的持续升级及“节能惠民”政策退出所致；而外销毛利率较去年同期小幅下滑 0.40 个百分点。

表 2：2011 年公司内外销毛利率水平一览

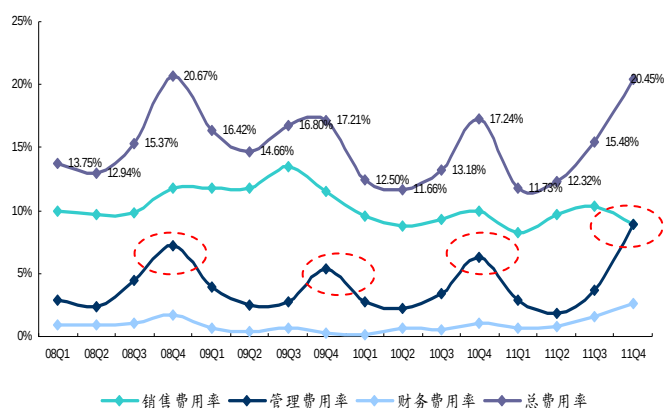
	11 年销售收入	10 年销售收入	11 年毛利率	10 年毛利率	毛利率同比
国内	671.77 亿元	539.81 亿元	21.42%	18.34%	3.08%
国外	259.31 亿元	205.78 亿元	11.95%	12.35%	-0.40%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四、规模效应缺失使得公司四季度期间费用率有所回升

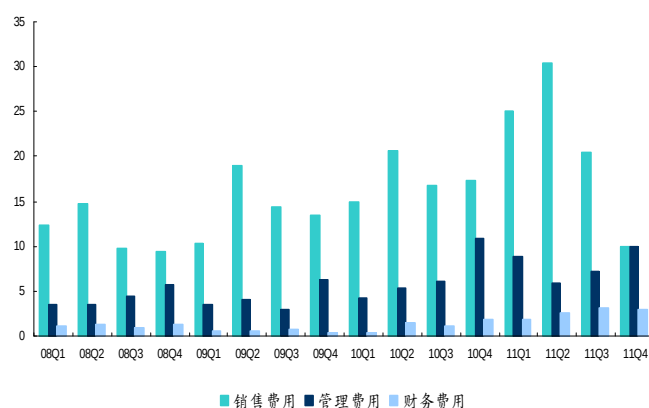
报告期内，公司期间费用率为 13.78%，较 10 年的 13.51% 上升约 0.28 个百分点，其中销售费用率、管理费用率分别为 9.23%、3.43%，分别较上年同期下滑 0.09 及 0.14 个百分点；而受汇兑损益、票据贴现增加及银行利率上升等因素影响，公司全年财务费用率为 1.13%，较 10 年小幅上升 0.51 个百分点。

图 9：公司历年四季度管理费用率均处高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：公司分季度费用绝对额一览



资料来源：Wind，长江证券研究部

分季度来看，公司四季度期间费用率为 20.45%，较 10 年四季度的 17.24% 上升约 3.21 个百分点，环比三季度也上升了 4.97 个百分点。而使得公司四季度期间费用率上升的主要原因在于四季度管理费用率的大幅上升，公司四季度管理费用率为 8.93%，较去年同期上升了约 2.66 个百分点，环比三季度也上升了 5.29 个百分点，而四季度销售费用率较去年同期下滑了则 1.05 个百分点。我们认为使得公司四季度管理费用率明显上升的原因一方面在于规模效应的缺失，另一方面则也与公司的经营风格相关，公司历年来四季度管理费用率均处于高位。而在四季度主营同比大幅下滑的背景下，公司销售费用率仍有所下滑的主要原因在于公司四季度渠道变革及人员精简使得销售费用大幅下滑所致。

第五、维持“推荐”评级

目前公司在渠道去库存进程接近尾声的背景下已轻装上阵，未来销量增速下滑趋势将会逐渐收窄并回归正增长；同时公司仍将坚持彻底的经营转型，通过产品力的提升及经营机制的变革实现经营质量及盈利能力的持续提升。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.318、1.552 及 1.814 元，对应目前股价 PE 分别为 10.77、9.15 及 7.83 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)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	93108	106912	122810	138776	货币资金	11078	14794	22152	30551
营业成本	75619	86731	99695	112857	交易性金融资产	182	182	182	182
毛利	17489	20180	23115	25920	应收账款	6315	7252	8330	9413
% 营业收入	18.8%	18.9%	18.8%	18.7%	存货	12363	14180	16300	18452
营业税金及附加	352	404	464	524	预付账款	1968	2258	2595	2938
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	718	820	935	1023
销售费用	8591	9836	11299	12490	流动资产合计	39985	47937	60201	73527
% 营业收入	9.2%	9.2%	9.2%	9.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3191	3635	4053	4302	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.3%	3.1%	长期股权投资	1048	1048	1048	1048
财务费用	1051	102	9	-19	投资性房地产	475	475	475	475
% 营业收入	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	12814	11465	9991	8419
资产减值损失	42	0	0	0	无形资产	1810	1720	1634	1552
公允价值变动收益	39	0	0	0	商誉	2368	2368	2368	2368
投资收益	722	0	0	0	递延所得税资产	631	0	0	0
营业利润	5023	6204	7290	8622	其他非流动资产	419	419	419	419
% 营业收入	5.4%	5.8%	5.9%	6.2%	资产总计	59550	65432	76136	87809
营业外收支	538	500	600	600	短期贷款	3214	0	0	0
利润总额	5561	6704	7890	9222	应付款项	18786	21546	24767	28037
% 营业收入	6.0%	6.3%	6.4%	6.6%	预收账款	4760	5466	6279	7095
所得税费用	1020	1227	1444	1688	应付职工薪酬	708	812	933	1056
净利润	4541	5477	6446	7535	应交税费	-1159	-1378	-1612	-1869
归属于母公司所有者					其他流动负债	6624	7594	8719	9825
的净利润	3698.8	4461.7	5250.9	6137.9	流动负债合计	32932	34040	39086	44144
少数股东损益	842	1015	1195	1397	长期借款	1381	1381	1381	1381
EPS (元/股)	1.09	1.32	1.55	1.81	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	33	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	其他非流动负债	45	45	45	45
经营活动现金流净额	2959	8820	9433	10708	负债合计	34392	35466	40512	45571
取得投资收益	397	0	0	0	归属于母公司	19998	23791	28254	33471
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-1439	0	0	0	少数股东权益	5160	6175	7370	8767
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	25158	29966	35624	42238
固定资产投资	-3801	-1119	-1278	-1408	负债及股东权益	59550	65432	76136	87809
其他	526	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4715	-1119	-1278	-1408		2011A	2012E	2013E	2014E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.093	1.318	1.552	1.814
股权融资	4304	0	0	0	BVPS	5.91	7.03	8.35	9.89
银行贷款增加 (减少)	3135	-3214	0	0	PE	12.99	10.77	9.15	7.83
筹资成本	919	-771	-797	-902	PEG	0.71	0.59	0.50	0.43
其他	-1839	0	0	0	PB	2.40	2.02	1.70	1.44
筹资活动现金流净额	6520	-3985	-797	-902	EV/EBITDA	5.70	3.91	2.69	1.62
现金净流量	4764	3716	7358	8399	ROE	18.5%	18.8%	18.6%	18.3%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。