

2012-08-27

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

美的电器 (000527)

转型持续深入，业绩符合预期

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

联系人: 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《战略转型稳步推进，一季度业绩超预期》
2012/4/24

《四季度盈利能力改善明显，全年业绩略超预期》
2012/3/11

《战略转型初见成效，盈利能力环比持续改善》
2011/10/25

报告要点

■ 事件描述

美的电器披露其 12 年中期财报: 上半年实现主营收入 389.90 亿元, 同比下滑 37.15%; 实现营业利润 28.57 亿元, 同比增长 3.00%; 实现归属于母公司股东净利润 20.89 亿元, 同比增长 5.73%; 上半年公司实现 EPS 0.617 元, 其中二季度实现 0.360 元; 同时, 美的集团公告称何享健先生卸任集团董事长职位。

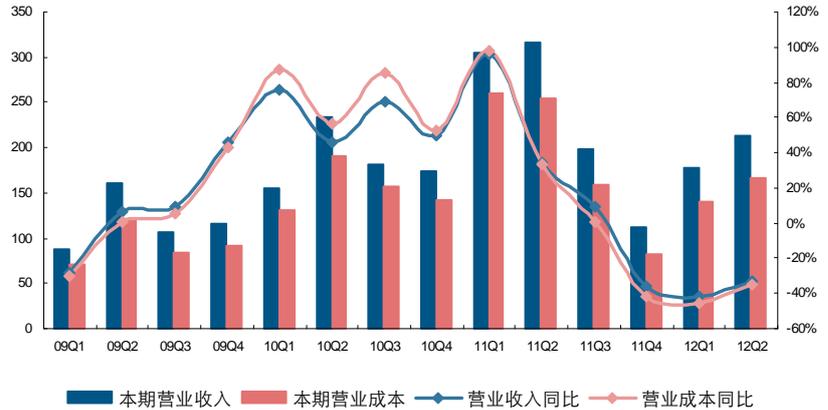
■ 事件评论

- 上半年公司围绕“产品领先、效率驱动及全球经营”三大战略主轴, 逐步将工作重心由“上规模”向“保盈利”调整, 在此背景下上半年公司主营规模有所下滑也在情理之中; 另一方面营销结构的调整也是使得其主营规模得以明显降低的主要原因; 除此之外, 在“上规模”战略引导下公司渠道库存积压较为严重, 上半年公司仍处于渠道去库存阶段, 这在一定程度上也使得公司出货受到压制, 同时终端出货增速的放缓也使得经销商备货热情明显降低。
- 上半年公司毛利率改善的原因或在以下几方面: 首先, 随着政策退出美的多次上调产品出厂价格以覆盖政策补助, 从而使得公司名义毛利率同比提升; 其次, 考虑到战略调整, 低效订单的清除也会使得公司毛利率得到改善; 再次, 原材料成本压力的缓解也是使得公司毛利率得到提升的又一因素; 此外, 高端产品占比持续提升, 这也在一定程度上使得公司毛利率同比有一定改善。
- 在主营同比大幅下滑的背景下, 使得营业利润增速仍能维持正增长的原因在于公司毛利率的明显提升; 此外, 收入规模下滑及管控加强下公司销售费用下降以及票据贴现减少带来的财务费用降低也在一定程度上使得公司营业利润增速相对较好; 另一方面, 受营业外收入明显减少影响, 上半年公司利润总额仍呈较大幅度下滑趋势, 不过考虑到少数股东权益的明显减少, 从而使得上半年公司归属于上市公司股东净利润增速仍能略高于营业利润增速。
- 此次集团人事调整尤其是何先生卸任对于巩固美的集团职业经理人体制是顺理成章之事, 何先生自 09 年卸任美的电器董事长以来, 其便进入公司管理幕后并逐步放权, 而此次集团董事长职位的卸任并由职业经理人担任也表明了美的集团坚守职业经理人体制的态度。随着治理结构的逐步理顺, 美的集团将构建起以股东会、董事会及治理层相结合的现代企业治理机制, 治理优势有望得到全面彰显, 其对于稳定公司长期运营具有较大的积极影响。
- 基于公司长期发展信心, 预计公司未来三年 EPS 分别为 1.18、1.42 及 1.68 元, 对应目前股价 PE 分别为 7.76、6.46 及 5.47 倍, 维持“推荐”评级。

二季度主营下滑 32.67%，三季度有望明显收窄

上半年公司实现营业收入 389.90 亿元，同比下滑 37.15%；其中二季度实现营业收入 212.45 亿元，同比下滑幅度为 32.67%。

图 1：二季度公司主营收入同比下滑 32.67%，三季度增速下滑幅度有望大幅收窄



资料来源：Wind，长江证券研究部

在面对行业增速下滑及内外部环境发生较大变化的背景下，上半年公司围绕“产品领先、效率驱动及全球经营”三大战略主轴，逐步将工作重心由“上规模”向“保盈利”调整，在此背景下上半年公司主营规模有所下滑也在情理之中；另一方面，上半年公司营销结构的调整也是使得其主营规模得以明显降低的主要原因，公司将冰洗业务逐步从区域销售公司独立出来并回归至产品事业部制，以期整合区域销售公司，扁平组织机构并提升运营效率，在此背景下上半年公司冰洗业务主营均下滑明显；

图 2：据产业在线数据，上半年公司冰箱销量下滑 56.43%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 3：上半年公司洗衣机销量下滑幅度也达到 34.86%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

除此之外，在此前“上规模”战略引导下公司渠道库存积压较为严重，上半年公司仍处于主动渠道去库存阶段，这在一定程度上也使得公司出货增速受到压制，同时终端出货增速的放缓也使得经销商备货热情明显降低。

表 1：上半年公司分产品主营及毛利率变动情况一览

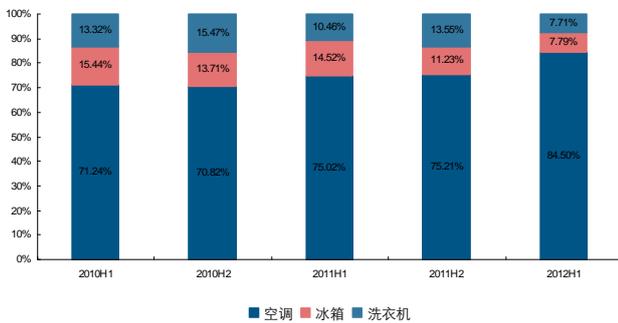
产品类别	营业收入(亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
空调及零部件	309.77	241.02	22.19	-27.14	-30.87	4.20
冰箱及零部件	28.55	24.10	15.59	-65.30	-62.94	-5.37

洗衣机及零部件	28.25	22.19	21.48	-52.32	-54.56	3.89
其他	23.32	19.98	14.33	-56.56	-61.94	12.11

资料来源：公司公告，长江证券研究部

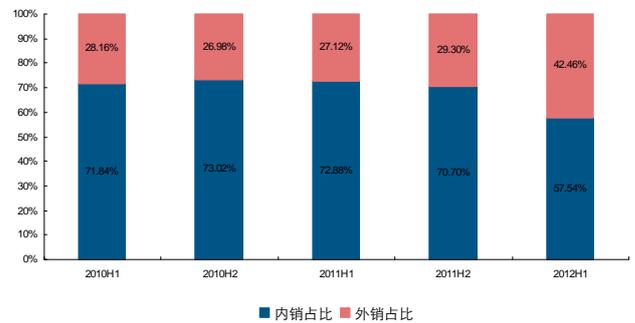
分产品看，上半年公司三大白电产品增速均有一定幅度下滑，其中空调类产品主营下滑幅度为 27.14%，而冰箱及洗衣机类产品则分别下滑 65.30%及 54.56%，受冰洗业务渠道调整及行业增长空间限制等因素影响，上半年公司冰洗业务下滑幅度远大于空调也在情理之中。分区域来看，上半年公司实现内销 224.34 亿元，同比下滑 50.38%，实现外销 165.56 亿元，同比下滑 1.61%，显然，内销增速的明显下滑是使得公司主营规模明显降低的主要原因。

图 4：受渠道变革影响，上半年空调业务在主营中占比明显提升



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 5：上半年公司外销占比由去年同期的 27.12%提升至 42.45%



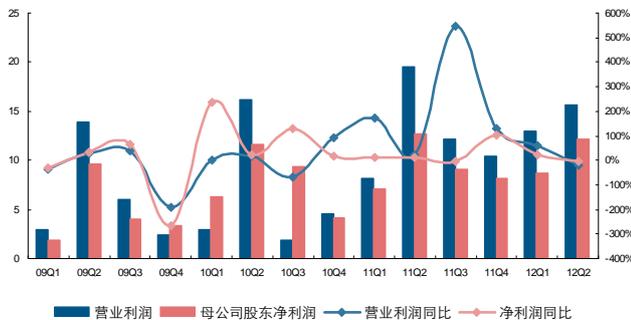
资料来源：产业在线，长江证券研究部

随着战略调整的稳步推进，公司下半年工作重心仍将集中在推动经营转型、优化营销机制、提升经营效率及加快新兴市场自有品牌拓展等层面，考虑到目前公司已逐步重视“增速”及“盈利”两个层面的平衡以及下半年基数因素，我们判断三季度公司主营下滑幅度会有明显收窄，预计下滑幅度在-10%-0 之间。

转型成效逐步显现，盈利能力明显提升

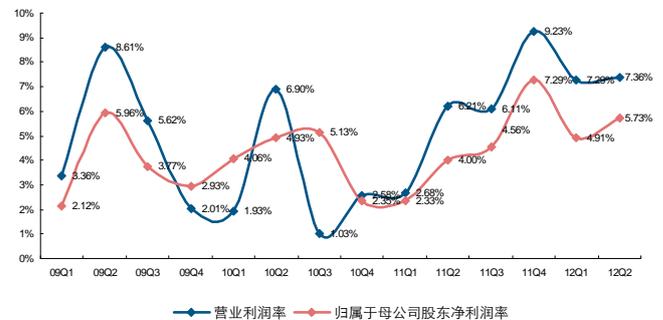
上半年公司实现营业利润 28.57 亿元，同比增长 3.00%，实现归属于上市公司股东净利润 20.89 亿元，同比增长 5.73%；其中二季度公司实现营业利润 15.64 亿元，同比下滑 20.11%，实现归属于上市公司股东净利润 12.18 亿元，同比下滑 3.64%。

图 6：二季度营业利润及归属净利润同比分别下滑 20.11%及 3.64%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：二季度营业利润率及净利率分别上升 1.16 及 1.73 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究部

在公司上半年主营同比大幅下滑的背景下，使得公司营业利润增速仍能维持正增长的主要原因在于公司毛利率的明显提升；此外，收入规模下滑及管控加强下公司销售费用下

降以及票据贴现减少带来的财务费用降低也在一定程度上使得公司营业利润增速相对较好；另一方面，受营业外收入明显减少影响，上半年公司利润总额仍呈较大幅度下滑趋势，不过考虑到少数股东权益的明显减少，从而使得上半年公司归属于上市公司股东净利润增速仍能略高于营业利润增速。

表 2：利润表各项占营收比重变动一览

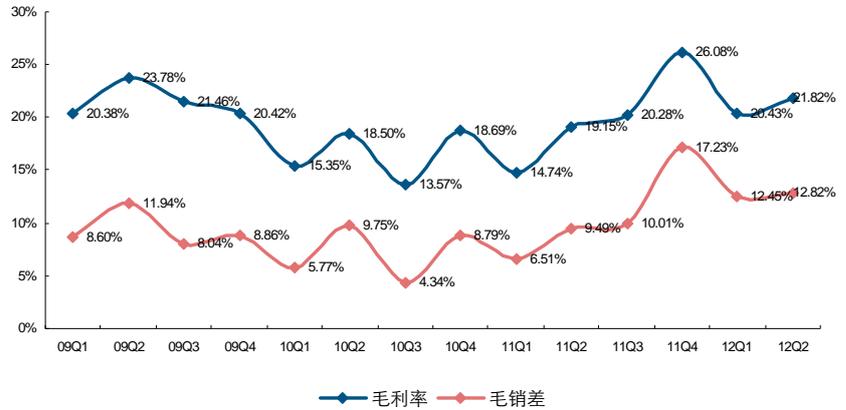
	12Q2	11Q2	12Q1	同比变动	环比变动
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	-
营业成本	78.18%	80.85%	79.57%	-2.68%	-1.40%
毛利率	21.82%	19.15%	20.43%	2.68%	1.40%
营业税金及附加	0.44%	0.33%	0.24%	0.10%	0.19%
销售费用	9.00%	9.66%	7.98%	-0.66%	1.02%
管理费用	3.09%	1.86%	4.99%	1.23%	-1.90%
财务费用	1.03%	0.81%	-0.10%	0.22%	1.12%
资产减值损失	0.89%	0.50%	0.40%	0.40%	0.50%
公允价值变动	0.72%	-0.19%	-0.15%	0.91%	0.87%
投资净收益	0.45%	0.40%	0.53%	0.05%	-0.07%
营业利润率	7.36%	6.21%	7.29%	1.16%	0.08%
营业外收入	0.36%	0.23%	0.24%	0.13%	0.12%
营业外支出	0.14%	0.06%	0.07%	0.08%	0.07%
利润总额	7.58%	6.37%	7.45%	1.21%	0.13%
所得税	1.42%	1.46%	1.29%	-0.04%	0.13%
净利润	6.16%	4.91%	6.16%	1.25%	0.00%
少数股东损益	0.43%	0.90%	1.26%	-0.47%	-0.83%
归属母公司股东净利润率	5.73%	4.00%	4.91%	1.73%	0.82%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

上半年公司营业利润率为 7.33%，同比上升 2.86 个百分点，归属于母公司股东净利润率为 5.36%，同比上升 2.17 个百分点。其中二季度公司营业利润率为 7.36%，同比上升 1.16 个百分点，环比一季度上升 0.08 个百分点；归属于母公司股东净利润率为 5.73%，同比上升 1.73 个百分点，环比一季度上升 0.82 个百分点。从公司上半年盈利能力来看，公司战略转型成效显著，在产品力提升的推动下公司盈利能力改善显著。

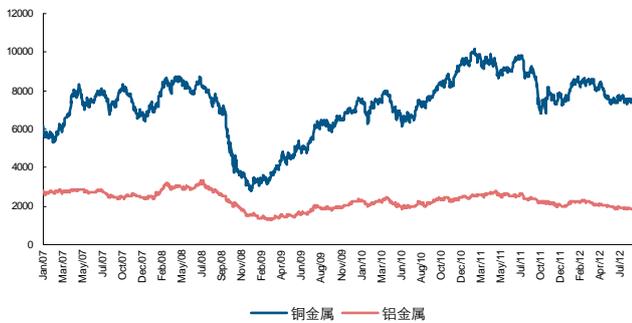
二季度毛利率为 21.82%，同比持续改善

上半年公司毛利率为 21.19%，同比上升 4.21 个百分点；其中二季度公司毛利率为 21.82%，同比上升 2.68 个百分点，环比也改善约 1.40 个百分点。

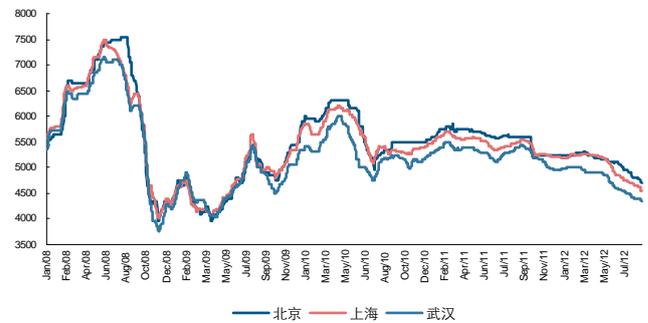
图 8：二季度毛利率为 21.82%，同比上升 2.68 个百分点


资料来源：Wind, 长江证券研究部

使得上半年公司毛利率改善的主要原因或在以下几个方面：首先，随着“节能惠民”政策在去年 6 月份退出，使得美的多次上调产品出厂价格以覆盖政策补助，从而使得公司名义毛利率同比提升；其次，考虑到公司战略的调整，公司对部分此前低毛利甚至亏损的订单进行清理，而低效订单的清除也会使得公司毛利率得到改善；再次，近期原材料价格下滑幅度较大，而原材料成本压力的缓解也是使得公司毛利率得到提升的又一因素；此外，上半年公司产品结构也在持续改善，盈利能力相对较好的高端产品占比也在持续提升，这也在一定程度上使得公司毛利率同比有一定改善。

图 9：近期 LME 三个月金属期货收盘价持续低位


资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 10：近期国内冷轧板材价格持续下滑


资料来源：Wind, 长江证券研究部

随着公司战略转型的逐步深入，同时考虑到公司产品结构的持续改善以及原材料成本压力的稳步缓解，我们预计三季度公司毛利率环比仍将有一定的可提升空间。

管理费用率提升使得期间费用率有所增长

上半年公司期间费用率为 13.01%，较去年同期上升 0.97 个百分点。在上半年公司销售费用率及财务费用率均有所降低的背景下，使得其期间费用率回升的主要原因在于管理费用率的回升，上半年公司管理费用率由去年同期的 2.37% 上升至 3.95%，上升幅度达 1.59 个百分点，而使得上半年公司管理费用率明显提升的原因在于规模效应的缺失，除此之外上半年公司加大研发投入也是使得公司管理费用率明显提升的原因之一；而受销售规模下降及加强费用管控等因素影响，上半年公司销售费用率则由去年同期的 8.96%

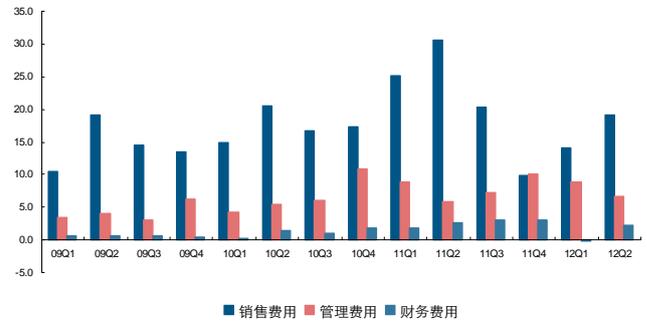
下降至 8.54%，下滑幅度为 0.52 个百分点；同时，使得上半年公司财务费用率下滑的主要原因则在于公司加强资金管理，减少票据贴现，从而使得贴现利息支出减少所致。

图 11：二季度总费用率为 13.12%，同比上升 0.80 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 12：公司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，二季度公司期间费用率为 13.12%，较去年同期上升 0.80 个百分点，环比一季度上升 0.25 个百分点。使得二季度公司期间费用率上升的原因仍在于管理费用率的回升，二季度公司管理费用率为 3.09%，同比上升约 1.23 个百分点。同时我们预计下半年公司费用率或有一定的下滑空间，主要基于以下两个方面原因：一方面是由于下半年规模效应逐步显现；另一方面则在于公司控本增效战略已初见成效。

何享健卸任，公司迈入全面职业经理人接管阶段

美的集团作为美的电器的控股母公司，近期其对集团董事会及高层管理人员做了一定调整：何享健卸任美的集团董事长但继续担任美的集团的控股股东——美的投资控股有限公司董事长职务；2、新一届美的集团董事会成员为：方洪波、黄健、蔡其武、袁利群、黄晓明、栗建伟、何剑峰、陈劲松、胡晓玲及李飞德；3、方洪波任董事长，黄健任总裁，蔡其武、袁利群、黄晓明分别任高级副总裁。

表 3：美的集团董事会成员简历一览

姓名	性别	年龄	学历	工作经历
方洪波	男	45岁	硕士	1992年加入美的，曾任美的空调事业部内销总经理、空调事业部副总经理、总经理及美的电器副董事长等职，现任美的集团董事长，并担任美的电器董事长和总裁。
黄健	男	45岁	硕士	1992年加入美的，曾任美的集团市场部部长、办公室主任、生活电器事业部总经理、日用家电集团总裁等职，现任美的集团董事、总裁。
蔡其武	男	49岁	硕士	1992年加入美的，曾任空调事业部技术部部长、压缩机事业部总经理及机电集团总裁等职，现任美的集团董事、高级副总裁。
袁利群	女	43岁	硕士	1992年加入美的，曾任电机事业部财务部部长、副总经理、美的集团副总裁等职，现任美的集团董事、高级副总裁，兼任美的电器董事。
黄晓明	男	41岁	硕士	1996年加入美的，曾任美的电器行政管理部部长、董事会秘书、美的集团副总裁等职，现任美的集团董事、高级副总裁，兼任美的电器副董事长。
栗建伟	男	46岁	硕士	1994年加入美的，曾任美的电器董事会秘书、美的集团副总裁兼战略发展部总监等职，现任美的集团董事，兼任美的电器副董事长。
何剑锋	男	45岁	本科	盈峰投资控股集团有限公司董事长、总裁、浙江上风实业股份有限公司董事长，2012年8月起担任美的集团董事。

陈劲松	男	43岁	硕士	工银国际投资银行部董事总经理，曾任北京华联集团总裁助理、高盛集团亚洲特别机会投资部董事总经理、黑石集团董事总经理及黑石人民币基金主要负责人之一，2011年12月起担任美的集团董事。
胡晓玲	女	42岁	硕士	鼎晖投资基金管理公司董事总经理，百丽国际控股有限公司和应流国际控股有限公司董事，曾任安达信会计师事务所资深审计师，中国国际金融有限公司直接投资部高级经理，2011年12月起担任美的集团董事。
李飞德	男	35岁	硕士	1999年加入美的，曾任美的集团战略发展部副总监等职，现任美的集团董事，并担任美的电器董事兼董事会秘书。

资料来源：长江证券研究部整理

此次人事调整尤其是何享健先生卸任对于巩固美的集团职业经理人体制是顺理成章之事，也给市场对于美的是走家族化企业道路还是现代化企业道路指明了方向；何先生自09年卸任美的电器董事长以来，其便进入公司管理幕后并逐步放权，而此次集团董事长职位的卸任并由职业经理人担任也表明了美的集团坚守职业经理人体制的态度。目前在集团新任的董事会成员名单中，除不参与直接管理的大股东代表及战略投资者代表以外，其他参与美的集团经营管理的人员全部由职业经理人担任，其中目前美的电器董事长及总裁方洪波先生任美的集团董事长。

从集团披露的信息来看，目前何享健先生依旧担任美的投资控股有限公司董事长职务，表明其未来虽不直接参与美的的日常运营管理，但将继续以大股东的身分关心美的发展。而随着公司治理结构的逐步理顺，美的集团将构建起以股东会、董事会及治理层相结合的现代企业治理机制，公司治理优势有望得到全面彰显，其对于稳定公司长期运营具有较大的积极影响。

维持“推荐”评级

基于对公司长期成长的信心，我们预计公司未来三年EPS分别为1.18、1.42及1.68元，对应目前股价PE分别为7.76、6.46及5.47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	78573	90388	103955	货币资金	11078	14014	21108	29204
营业成本	75619	63068	72920	83994	交易性金融资产	182	182	182	182
毛利	17489	15505	17468	19961	应收账款	6315	5330	6131	7051
%营业收入	18.8%	19.7%	19.3%	19.2%	存货	12363	10311	11922	13732
营业税金及附加	352	297	342	393	预付账款	1968	1642	1898	2186
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	718	584	639	709
销售费用	8591	6914	7593	8524	流动资产合计	39985	38273	49024	61282
%营业收入	9.2%	8.8%	8.4%	8.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3191	2671	2892	3119	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.4%	3.4%	3.2%	3.0%	长期股权投资	1048	1048	1048	1048
财务费用	1051	103	13	-15	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	11197	9449	7627
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	5519	6629	7940	其他非流动资产	419	419	419	419
%营业收入	5.4%	7.0%	7.3%	7.6%	资产总计	59550	55500	64418	74771
营业外收支	538	500	600	600	短期贷款	3214	0	0	0
利润总额	5561	6019	7229	8540	应付款项	18786	15667	18115	20866
%营业收入	6.0%	7.7%	8.0%	8.2%	预收账款	4760	4017	4621	5315
所得税费用	1020	1101	1323	1563	应付职工薪酬	708	590	682	786
净利润	4541	4917	5906	6977	应交税费	-1159	-1181	-1406	-1652
归属于母公司所有者的净利润	3698.8	4005.8	4811.1	5683.6	其他流动负债	6624	5506	6321	7247
少数股东损益	842	912	1095	1293	流动负债合计	32932	24599	28332	32562
EPS (元/股)	1.09	1.18	1.42	1.68	长期借款	1381	1381	1381	1381
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	33	0	0	0
					其他非流动负债	45	45	45	45
					负债合计	34392	26025	29759	33988
					归属于母公司	19998	23403	27492	32323
					少数股东权益	5160	6072	7166	8460
					股东权益	25158	29475	34659	40783
					负债及股东权益	59550	55500	64418	74771
					基本指标				
					EPS	1.093	1.184	1.422	1.679
					BVPS	5.91	6.92	8.12	9.55
					PE	8.40	7.76	6.46	5.47
					PEG	0.55	0.50	0.42	0.36
					PB	1.55	1.33	1.13	0.96
					EV/EBITDA	3.37	2.26	1.20	0.30
					ROE	18.5%	17.1%	17.5%	17.6%

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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。