

深化改革 转型稳步推进



事件:

公司发布 2012 年中报: 报告期内实现营业收入 389.9 亿元, 同比减少 37.15%, 实现利润总额 29.3 亿元, 同比减少 6.5%, 归属于母公司的净利润 20.9 亿元, 同比增长 5.73%, 实现基本每股收益 0.62 元。

投资要点

- **改革阵痛期, 收入下滑幅度大于行业。**2012 年上半年, 公司继续坚定地实施战略转型, 上半年收入下滑 37%, 下滑幅度大于行业。分产品来看, 空调、冰箱、洗衣机的下滑幅度分别为 27%, 65%及 52%。一年来, 美的经历了营销渠道的改革, 企业增长驱动因素的转变, 这种改革阵痛期所带来的份额下降, 收入下滑是难免的。随着公司改革的进一步深化, 转型效果逐步体现, 加上公司中期预收、存货均减少, 显示出经销商在旺季提货意愿加强, 我们认为下半年公司收入降幅有望进一步收窄。
- **毛利率提升 4.2%。**转型实施一年以来, 美的加大研发投入, 积极进行产品结构的改善和优化, 精简产品型号, 坚决摒弃低毛利产品。上半年公司毛利率同比提升 4.2%至 21.2%, 为历史最高水平, 也显示出美的的战略转型的效果逐渐显现, 公司产品的盈利能力有望得到了提升。
- **严控费用, 提升效率。**上半年公司加大了销售改革, 增强销售公司的自我造血能力, 将三大业务的渠道重新整合入事业部, 销售费用的投放效率进一步提高, 销售费用率同比降低 0.34%。管理费用由于收入规模下降, 公司加大研发投入, 加强品质整改, 费用率有所提升。

财务与估值

- 基于战略转型导致的收入下滑幅度超过此前预期, 我们下调公司未来三年的盈利预测, 预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.16、1.36、1.62 元, 参照可比公司相对估值水平, 给予公司 2012 年 13 倍 PE, 对应目标价 15.08 元, 维持公司买入评级。

风险提示

- 行业需求回暖低于预期风险; 战略调整进度低于预期风险

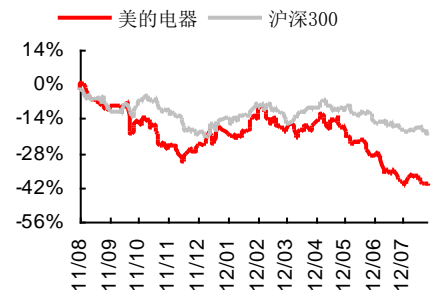
| 公司主要财务信息 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 (百万元) | 74,559 | 93,108 | 80,843 | 90,982 | 103,479 |
| 同比增长 | 57.7% | 24.9% | -13.2% | 12.5% | 13.7% |
| 营业利润 (百万元) | 2,557 | 5,023 | 5,904 | 7,158 | 8,494 |
| 同比增长 | 1.5% | 96.4% | 17.6% | 21.2% | 18.7% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 3,127 | 3,699 | 3,931 | 4,612 | 5,466 |
| 同比增长 | 65.3% | 18.3% | 6.3% | 17.3% | 18.5% |
| 每股收益 (元) | 1.00 | 1.11 | 1.16 | 1.36 | 1.62 |
| 毛利率 | 16.7% | 18.8% | 20.5% | 20.7% | 20.8% |
| 净利率 | 4.2% | 4.0% | 4.9% | 5.1% | 5.3% |
| 净资产收益率 | 28.7% | 22.9% | 18.0% | 17.9% | 18.0% |
| 市盈率 (倍) | 9.2 | 8.3 | 7.9 | 6.7 | 5.7 |
| 市净率 (倍) | 2.3 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2012 年 08 月 24 日) | 9.18 元 |
| 目标价格 | 15.08 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 16.25/9.16 元 |
| 总股本/A 股 (万股) | 338434/338434 |
| A 股市值 (百万元) | 31339 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 家电 |
| 报告发布日期 | 2012 年 08 月 27 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|------------|------|------|-------|-------|
| 绝对表现 (%) | -1.4 | -3.6 | -29.7 | -38.8 |
| 相对表现 (%) | 0.3 | 0.6 | -17.4 | -19.8 |
| 沪深 300 (%) | -1.6 | -4.2 | -12.3 | -19.0 |



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐思宇
021-63325888*6082
tangsiyu@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860512070003

相关报告

| | |
|--------------------|------------|
| 营销改革 冰洗业务做专做精 | 2012-05-17 |
| 战略转型进行时 毛利率回归合理水平 | 2012-04-26 |
| 美的电器季报点评 —— 收入增长放缓 | 2011-10-25 |
| 盈利能力环比提升 | |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测及估值

基于战略转型导致的收入下滑幅度超过此前预期，我们下调公司未来三年的盈利预测，预计公司2012-2014年每股收益分别为1.16、1.36、1.62元。参照可比公司相对估值水平，给予公司2012年13倍PE，对应目标价15.08元，维持公司买入评级。

收入分类预测表

| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 家用空调 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 42,034.9 | 55,862.5 | 49,012.5 | 53,932.0 | 61,798.8 |
| 增长率 | 55.5% | 32.9% | -12.3% | 10.0% | 14.6% |
| 毛利率 | 15.6% | 18.8% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 中央空调 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 6,224.4 | 7,928.5 | 8,320.7 | 9,923.2 | 11,411.7 |
| 增长率 | 24.5% | 27.4% | 4.9% | 19.3% | 15.0% |
| 毛利率 | 32.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |
| 冰箱 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 9,939.3 | 11,405.8 | 8,165.3 | 9,562.4 | 10,875.7 |
| 增长率 | 57.4% | 14.8% | -28.4% | 17.1% | 13.7% |
| 毛利率 | 17.6% | 19.4% | 17.0% | 17.0% | 18.0% |
| 洗衣机 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 9,729.2 | 9,759.8 | 6,785.5 | 8,577.0 | 9,956.3 |
| 增长率 | 63.1% | 0.3% | -30.5% | 26.4% | 16.1% |
| 毛利率 | 17.3% | 17.3% | 21.5% | 21.5% | 21.5% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 6,631.1 | 8,151.5 | 8,559.0 | 8,987.0 | 9,436.4 |
| 增长率 | 123.9% | 22.9% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 7.2% | 5.9% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 合计 | 74,558.9 | 93,108.1 | 80,843.1 | 90,981.7 | 103,478.9 |
| 增长率 | 57.7% | 24.9% | -13.2% | 12.5% | 13.7% |
| 综合毛利率 | 16.7% | 18.8% | 20.5% | 20.7% | 20.8% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

参照可比公司相对估值水平，给予公司12年13倍PE，对应目标价15.08元，维持公司买入评级。

图表：可比公司估值水平

| 证券代码 | 证券名称 | 12PE | 13PE | 14PE |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 600619.SH | 海立股份 | 13.62 | 9.60 | |
| 600690.SH | 青岛海尔 | 8.54 | 7.34 | 6.48 |
| 600983.SH | 合肥三洋 | 10.27 | 8.61 | 7.39 |
| 000418.SZ | 小天鹅 A | 10.05 | 8.77 | 7.36 |
| 000521.SZ | 美菱电器 | 18.59 | 14.26 | 14.49 |
| 000651.SZ | 格力电器 | 9.18 | 7.72 | 6.57 |

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 000921.SZ | ST 科龙 | 16.95 | 16.79 | 12.97 |
| 002011.SZ | 盾安环境 | 19.66 | 14.24 | 10.59 |
| 002050.SZ | 三花股份 | 13.25 | 11.05 | 9.26 |
| 002668.SZ | 奥马电器 | 10.25 | 8.77 | 7.71 |
| 平均 | | 13.04 | 10.72 | 9.20 |

资料来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 单位:百万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金 | 5,803 | 11,078 | 13,365 | 19,515 | 28,238 | 营业收入 | 74,559 | 93,108 | 80,843 | 90,982 | 103,479 |
| 应收账款 | 4,703 | 6,162 | 5,012 | 5,641 | 6,416 | 营业成本 | 62,114 | 75,619 | 64,249 | 72,193 | 81,934 |
| 预付账款 | 2,544 | 1,968 | 1,617 | 1,820 | 2,070 | 营业税金及附加 | 86 | 352 | 307 | 346 | 393 |
| 存货 | 10,470 | 12,412 | 10,280 | 10,829 | 11,471 | 营业费用 | 6,943 | 8,591 | 7,276 | 8,188 | 9,313 |
| 其他 | 4,497 | 8,364 | 7,803 | 8,674 | 9,749 | 管理费用 | 2,663 | 3,191 | 3,153 | 3,093 | 3,415 |
| 流动资产合计 | 28,017 | 39,985 | 38,077 | 46,478 | 57,943 | 财务费用 | 464 | 1,051 | 205 | 63 | (19) |
| 长期股权投资 | 785 | 1,052 | 1,048 | 1,048 | 1,048 | 资产减值损失 | (16) | 42 | (151) | 41 | 49 |
| 固定资产 | 7,672 | 10,715 | 10,863 | 10,335 | 9,389 | 公允价值变动收益 | 118 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 952 | 2,074 | 1,539 | 1,021 | 710 | 投资净收益 | 134 | 722 | 100 | 100 | 100 |
| 无形资产 | 1,552 | 1,810 | 1,766 | 1,722 | 1,678 | 其他 | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其他 | 3,075 | 3,915 | 3,719 | 3,569 | 3,474 | 营业利润 | 2,557 | 5,023 | 5,904 | 7,158 | 8,494 |
| 非流动资产合计 | 14,037 | 19,566 | 18,936 | 17,695 | 16,300 | 营业外收入 | 2,570 | 676 | 100 | 100 | 100 |
| 资产总计 | 42,054 | 59,550 | 57,012 | 64,173 | 74,243 | 营业外支出 | 164 | 138 | 50 | 50 | 50 |
| 短期借款 | 729 | 3,214 | 800 | 800 | 800 | 利润总额 | 4,963 | 5,561 | 5,954 | 7,208 | 8,544 |
| 应付账款 | 11,023 | 12,299 | 10,601 | 11,912 | 13,519 | 所得税 | 920 | 1,020 | 1,102 | 1,333 | 1,581 |
| 其他 | 13,437 | 17,420 | 14,522 | 16,212 | 18,033 | 净利润 | 4,043 | 4,541 | 4,853 | 5,875 | 6,963 |
| 流动负债合计 | 25,188 | 32,932 | 25,923 | 28,923 | 32,352 | 少数股东损益 | 916 | 842 | 922 | 1,263 | 1,497 |
| 长期借款 | 394 | 1,381 | 1,381 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 3,127 | 3,699 | 3,931 | 4,612 | 5,466 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 1.00 | 1.11 | 1.16 | 1.36 | 1.62 |
| 其他 | 89 | 78 | 63 | 64 | 65 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 483 | 1,460 | 1,444 | 64 | 65 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 25,671 | 34,392 | 27,367 | 28,988 | 32,417 | | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 少数股东权益 | 4,046 | 5,160 | 6,082 | 7,345 | 8,842 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 3,120 | 3,384 | 3,384 | 3,384 | 3,384 | 营业收入 | 57.7% | 24.9% | -13.2% | 12.5% | 13.7% |
| 资本公积 | 2,092 | 6,117 | 6,117 | 6,117 | 6,117 | 营业利润 | 1.5% | 96.4% | 17.6% | 21.2% | 18.7% |
| 留存收益 | 7,109 | 10,469 | 14,062 | 18,339 | 23,482 | 归属于母公司净利润 | 65.3% | 18.3% | 6.3% | 17.3% | 18.5% |
| 其他 | 15 | 27 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 16,383 | 25,158 | 29,645 | 35,186 | 41,826 | 毛利率 | 16.7% | 18.8% | 20.5% | 20.7% | 20.8% |
| 负债和股东权益 | 42,054 | 59,550 | 57,012 | 64,173 | 74,243 | 净利率 | 4.2% | 4.0% | 4.9% | 5.1% | 5.3% |
| | | | | | | ROE | 28.7% | 22.9% | 18.0% | 17.9% | 18.0% |
| | | | | | | ROIC | 16.0% | 21.0% | 16.2% | 17.4% | 17.6% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 61.0% | 57.8% | 48.0% | 45.2% | 43.7% |
| | | | | | | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.11 | 1.21 | 1.47 | 1.61 | 1.79 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.70 | 0.84 | 1.07 | 1.23 | 1.44 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 15.1 | 17.1 | 14.1 | 16.1 | 16.1 |
| | | | | | | 存货周转率 | 7.6 | 6.6 | 5.7 | 6.8 | 7.3 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 2.0 | 1.8 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.00 | 1.11 | 1.16 | 1.36 | 1.62 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.75 | 0.87 | 1.81 | 2.46 | 2.76 |
| | | | | | | 每股净资产 | 3.95 | 5.91 | 6.96 | 8.23 | 9.75 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 9.2 | 8.3 | 7.9 | 6.7 | 5.7 |
| | | | | | | 市净率 | 2.3 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 5.8 | 2.9 | 2.8 | 2.5 | 2.1 |
| | | | | | | EV/EBIT | 7.3 | 3.6 | 3.6 | 3.0 | 2.6 |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn