

2012-10-29

公司报告(点评报告)

评级

推荐

维持

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

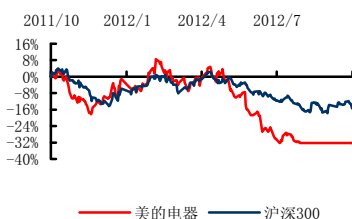
 xuchun@cjsc.com.cn

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

《转型持续深入, 业绩符合预期》2012/8/26

 《战略转型稳步推进, 一季度业绩略超预期》
 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

美的电器 (000527)

战略转型逐步深入, 盈利能力持续改善

报告要点

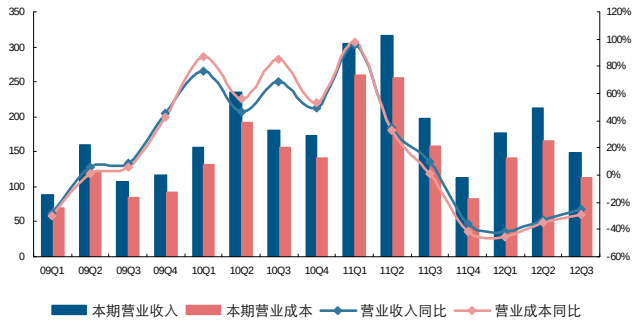
■ 事件描述

美的电器披露其 12 年三季度财报: 前三季度实现主营 538.33 亿元, 同比下滑 34.25%, 其中三季度下滑 25.19%; 实现营业利润 40.37 亿元, 同比增长 1.27%, 其中三季度下滑 2.69%; 实现归属母公司净利润 30.00 亿元, 同比增长 4.18%, 其中三季度增长 0.80%; 前三季度实现 EPS 0.887 元, 三季度实现 0.269 元。

■ 事件评论

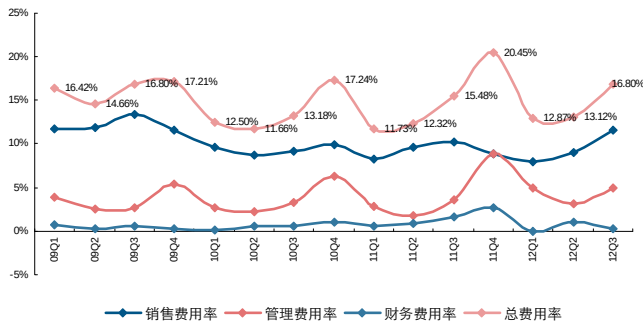
- 三季度主营下滑幅度达 25.19%, 虽较前期有收窄但仍呈大幅下滑态势, 尽管转型中的美的已将重心由规模向盈利倾斜, 但使得三季度主营下滑的原因或在以下两方面: 一、受凉夏天气影响, 三季度空调出货数据低于预期; 二、随着冰洗业务逐步从区域销售公司模式重回事业部制, 营销结构调整使得冰洗业务销量明显降低。不过考虑到公司自去年四季度开始主营规模快速下滑, 我们预计今年四季度主营增速有望在低基数下实现转正。
- 从毛利率层面来看, 公司转型已初现成效, 前三季度毛利率同比上升 4.22 个百分点, 其中三季度也上升 3.86 个百分点。公司今年以来毛利率的明显改善一方面基于行业性共生因素如原材料成本压力的持续缓解、去年节能政策退出后价格回归及行业竞争格局好转等; 另一方面则是基于公司自身性因素, 受战略调整影响, 公司逐步重视产品力建设且调整终端营销策略, 在产品结构得到明显改善的同时也使得终端均价均有不同程度提升。
- 在规模效应缺失的背景下, 公司期间费用率同比提升也在预期之内, 前三季度上升 1.18 个百分点, 其中三季度也上升 1.31 个百分点。使得期间费用率提升的主要因素在于管理费用率的回升, 公司为提升产品力加大研发投入及费用刚性或是使得管理费用大幅增长的的主因。而基于对营销投入的持续降低, 在主营规模明显缩减的背景下公司销售费用率基本保持稳定。
- 公司盈利能力改善明显, 前三季度营业利润率及归属净利润率分别同比提升 2.63 及 2.06 个百分点, 表明公司在“保盈利”层面转型成效显著。受此影响, 在报告期公司主营大幅下滑的背景下, 营业利润及归属股东净利润仍实现同比正增长。而从长期看, 随着主营规模的逐步回归, 期间费用率仍有一定下滑空间, 在此背景下公司盈利能力仍存在一定的改善预期。
- 基于对公司转型的良好预期, 我们认为公司主营增速有望自四季度起逐步迈入正增长阶段, 预计未来三年 EPS 分别为 1.13、1.35 及 1.58 元, 对应目前股价 PE 为 8.14、6.80 及 5.81 倍, 维持对公司的“推荐”评级。

图 1：前三季度公司主营同比下滑 34.25%，其中三季度下滑 25.19%



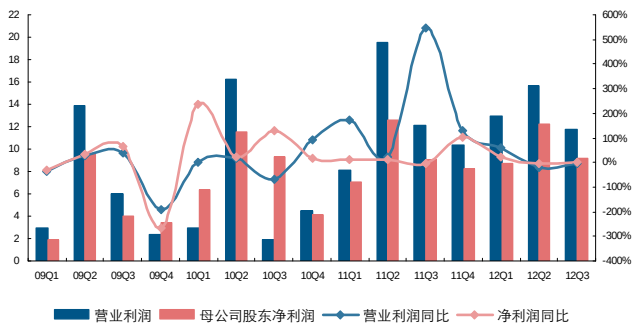
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：前三季度费用率上升 1.18 个百分点，三季度上升 1.31 个百分点



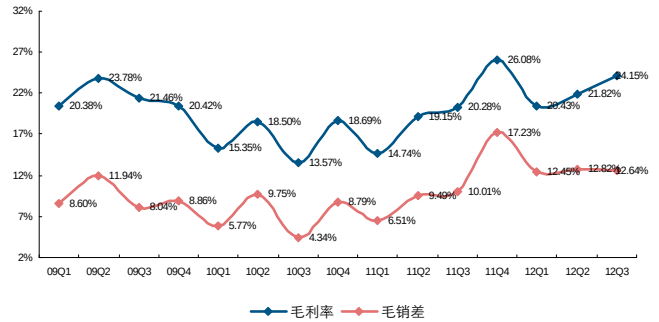
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：三季度营业利润同比下滑 2.69%，归属净利润同比增长 0.80%



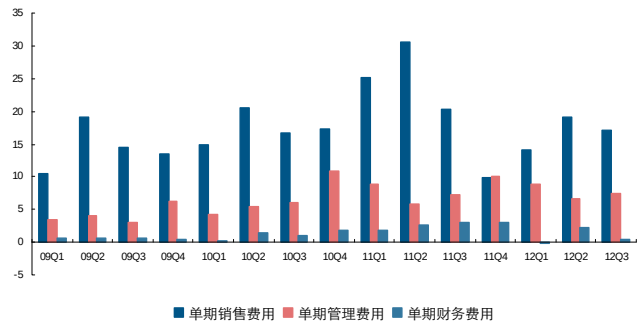
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：前三季度毛利率上升 4.22 个百分点，三季度上升 3.86 个百分点



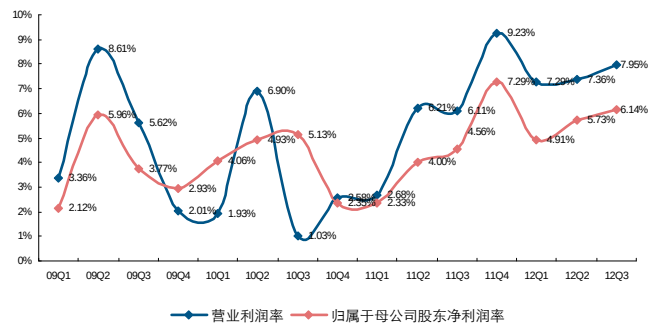
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：公司期间费用绝对额一览



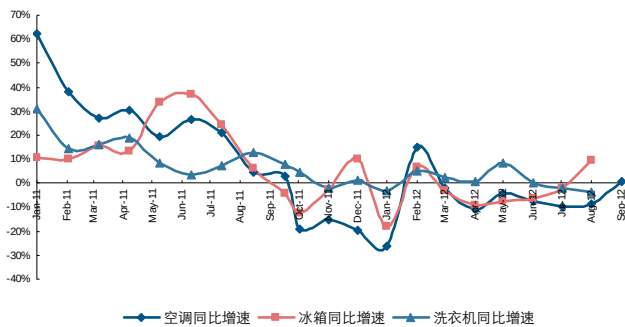
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：三季度营业利润率及净利率分别上升 1.84 及 1.58 个百分点



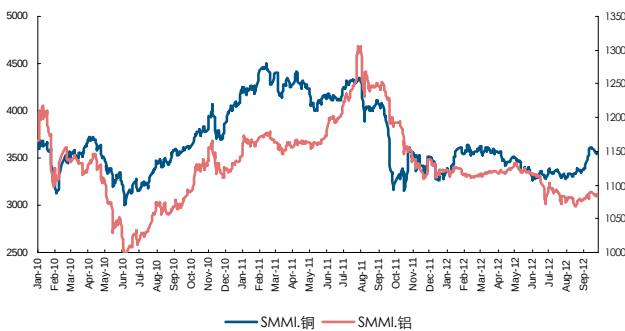
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：年初以来空冰洗行业总销量同比增速有所放缓



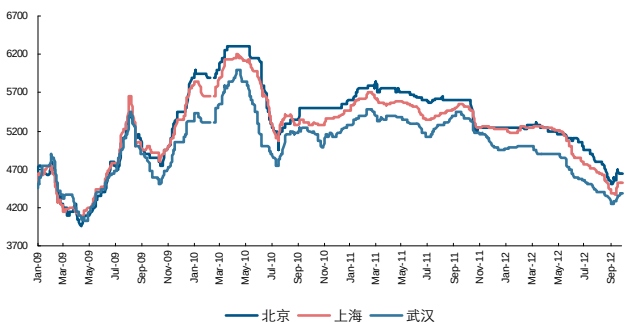
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9：前三季度国内铜、铝价格同比分别下滑 14.43%及 7.44%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：前三季度国内冷轧板卷均价同比下滑 9.71%

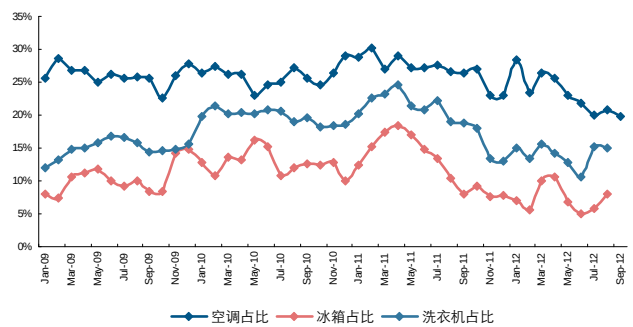


资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：利润表各项占营收比重变动一览

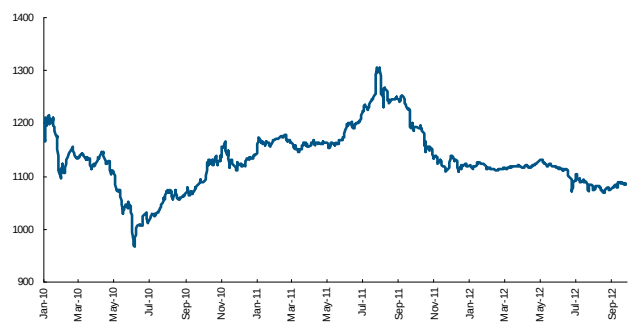
	12Q3	11Q3	12Q2	同比变动	同比变动原因解析	环比变动
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	-	-
营业成本	75.85%	79.72%	78.18%	-3.86%	-	-2.32%
毛利率	24.15%	20.28%	21.82%	3.86%	原材料价格下滑，产品结构改善	2.32%
营业税金及附加	0.54%	0.58%	0.44%	-0.04%	-	0.10%
销售费用	11.51%	10.28%	9.00%	1.24%	规模效应缺失	2.51%
管理费用	5.01%	3.63%	3.09%	1.37%	规模效应缺失	1.92%
财务费用	0.27%	1.57%	1.03%	-1.30%	资金管理加强，票据贴现减少	-0.75%

图 8：战略调整背景下，公司出货量市场份额有所下滑



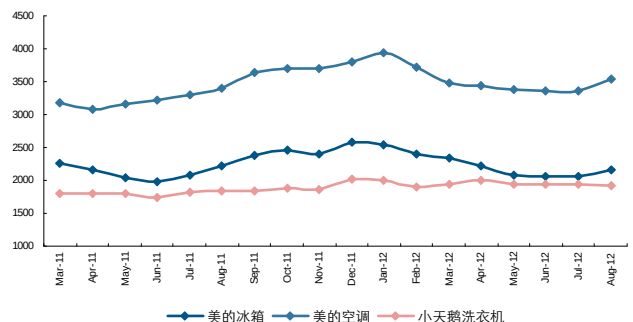
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 10：前三季度国内塑料价格同比下滑 9.28%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 12：近半年公司空冰洗均价同比分别上涨 6.33%、1.51%及 7.92%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

资产减值损失	-0.78%	-0.69%	0.89%	-0.09%	-	-1.67%
公允价值变动净收益	-0.30%	0.38%	-0.47%	-0.67%	-	0.17%
投资净收益	0.65%	0.82%	0.45%	-0.17%	-	0.20%
营业利润率	7.95%	6.11%	7.36%	1.84%	毛利率改善	0.59%
营业外收入	1.61%	0.90%	0.36%	0.71%	-	1.25%
营业外支出	0.12%	0.21%	0.14%	-0.09%	-	-0.02%
利润总额	9.44%	6.80%	7.58%	2.64%	-	1.86%
所得税	1.91%	1.26%	1.42%	0.65%	-	0.49%
净利润	7.53%	5.54%	6.16%	1.99%	-	1.37%
少数股东损益	1.38%	0.98%	0.43%	0.40%	-	0.96%
归属母公司股东净利润率	6.14%	4.56%	5.73%	1.58%	毛利率改善	0.41%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

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	73757	85220	98357	货币资金	11078	591	374	493
营业成本	75619	57496	67175	78370	交易性金融资产	182	182	182	182
毛利	17489	16261	18045	19988	应收账款	6315	5003	5780	6672
%营业收入	18.8%	22.0%	21.2%	20.3%	存货	12363	9399	10981	12812
营业税金及附加	352	279	322	372	预付账款	1968	1496	1748	2040
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	718	633	670	710
销售费用	8591	6712	8522	9049	流动资产合计	39985	23134	26472	30683
%营业收入	9.2%	9.1%	10.0%	9.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3191	3688	2480	2611	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.4%	5.0%	2.9%	2.7%	长期股权投资	1048	1048	1048	1048
财务费用	1051	-3	-2	-1	投资性房地产	475	475	475	475
%营业收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	12788	12808	12659	12248
资产减值损失	42	-94	56	64	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	10	12
营业利润	5023	5680	6667	7893	其他非流动资产	445	889	1334	1778
%营业收入	5.4%	7.7%	7.8%	8.0%	资产总计	59550	42443	46000	50164
营业外收支	538	60	200	150	短期贷款	3214	0	3	0
利润总额	5561	5740	6867	8043	应付款项	18786	14281	16686	19467
%营业收入	6.0%	7.8%	8.1%	8.2%	预收账款	4760	3771	4357	5029
所得税费用	1020	1052	1259	1475	应付职工薪酬	708	538	629	733
净利润	4541	4687	5608	6568	应交税费	-1159	-1125	-1336	-1560
归属于母公司所有者的净利润	3698.8	3818.0	4567.6	5350.1	其他流动负债	6624	5145	5924	6822
少数股东损益	842	869	1040	1218	流动负债合计	32932	22610	26262	30492
EPS (元/股)	1.09	1.13	1.35	1.58	长期借款	1381	1381	1381	1381
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	33	0	0	0
经营活动现金流净额	2959	5371	6664	7737	其他非流动负债	45	45	45	45
取得投资收益	397	0	0	0	负债合计	34392	24036	27689	31918
长期股权投资	-1439	0	0	0	归属于母公司	19998	23243	27126	31673
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	5160	6029	7069	8287
固定资产投资	-3801	-1208	-1183	-984	股东权益	25158	29273	34195	39961
其他	526	0	0	0	负债及股东权益	59550	42443	46000	50164
投资活动现金流净额	-4715	-1208	-1183	-984	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	4304	0	0	0	EPS	1.093	1.128	1.350	1.581
银行贷款增加 (减少)	3135	0	3	-3	BVPS	5.91	6.87	8.02	9.36
筹资成本	919	-570	-683	-801	PE	8.40	8.14	6.80	5.81
其他	-1839	0	0	0	PEG	0.64	0.62	0.52	0.44
筹资活动现金流净额	6520	-570	-681	-804	PB	1.55	1.34	1.15	0.98
现金净流量	4764	3593	4800	5949	EV/EBITDA	3.37	4.58	3.97	3.41
					ROE	18.5%	16.4%	16.8%	16.9%

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形范围内，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。