

经营趋势向上，集团系统再造

美的电器（000527.SZ）

谨慎推荐 维持评级

核心观点：

1. 报告背景：公司公告 2012 年三季报

2012 年 1-9 月，公司实现收入 538 亿，同比下滑 34.3%，实现净利润 30 亿元，同比增长 4.2%，EPS 0.89 元。

其中，三季度实现收入 148 亿元，同比下滑 25.3%，下滑幅度逐季收窄。实现净利润 9.1 亿元，同比增长 0.8%。EPS 0.27 元。

三季度，营业外收入 2 亿元，其中收到去年节能惠民补贴款 1.7 亿今年新节能惠民政策收到 0.2 亿元补贴。

9 月末，公司存货 79 亿元，相比去年同期下降 36%。其他流动负债 78 亿元，相比年初增加 18 亿元，主要为公司计提市场退广费用以及售后维修费，体现了公司较为谨慎的会计处理方式。

2. 我们的分析和判断

（一）收入下滑逐季收窄，市占率企稳回升。

2012 年受行业需求不振以及公司战略调整影响，公司收入规模以及市场份额有所下滑，但随着调整到位，下滑幅度逐季收窄。公司各项业务逐渐步入正轨，市场份额也在企稳回升。9 月，冰箱出货量实现大幅增长（产业在线显示 30%），10 月空调出货量实现增长。

2011 年四季度，公司收入仅 112 亿，低基数下，预计 2012 年四季度公司将实现收入增长和市场份额提升。

（二）销售净利率稳步提升，经营调整效果显现。

1-9 月公司通过优化产品结构，加强质量管理和品质管理，全面提升产品力，毛利率大幅提升 4.2 个百分点，达 22.0%。其中三季度毛利率 24.1%，同比提升 3.9 个点。毛利率持续提升主要由于：1）原材料价格相比去年大幅回落；2）公司落实战略转型提升盈利策略。

1-9 月公司加大产品研发和质量控制，规模下降影响费用率提升，销售费用率 9.4%，同比提升 0.1 个百分点；管理费用率 4.2%，同比提升 1.6 个百分点。

综合所致，1-9 月公司销售净利率 5.6%，同比提升 2.1 个百分点。其中三季度销售净利率 6.1%，同比提升 1.6 个百分点。随着公司调整推进，产品质量和品质逐步加强，经营效率提升，销售净利率稳步提升。

（三）经营趋势向上，集团系统再造

8 月 27 日起，公司进行停牌，涉及“重大资产重组涉及无先例事项”。公司将从集团层面，对组织架构、渠道、产品管理等进行系统性重新梳理。我们认为美的作为一个上千亿规模的公司，其转型注定是一个艰难的过程。提高产品美誉度、提升企业盈利能力也是一个长期的过程，我们需要有足够的耐心。对企业未来发展我们仍保持谨慎乐观。

3. 投资建议

综合考虑，预计公司 2012、2013 年盈利预测分别为 1.20 和 1.43 元。目前股价相比 2012 年业绩在 8 倍左右，给予“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示： 转型进程低于预期。

分析师

袁浩然

☎：0755-82830346

✉：yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030002

郝雪梅

☎：0755-82838453

✉：haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512070002

市场数据

时间 2012.10.27

A 股收盘价(元)	9.18
A 股一年内最高价(元)	16.42
A 股一年内最低价(元)	9.05
上证指数	2066.21
市净率	1.55
总股本（万股）	338434.77
实际流通 A 股(万股)	338434.77
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	310.68

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

目录

一、经营趋势向上，份额逐步恢复，盈利能力持续提升	2
（一）收入下滑逐季收窄，市占率企稳回升	2
（二）销售净利率稳步提升，经营调整效果显现	3
（三）资产负债表和利润表重要事项	4
二、2012 年 1-9 月利润表各项对比（2012 年同比 2011 年）	5
三、2012 年三季度利润表各项对比（2012 年同比 2011 年）	6
四、经营趋势向上，集团系统再造	7
（一）加大研发投入，提升产品品质	7
（二）渠道回归事业部	7
（三）集团系统再造	7
（五）未来发展有信心	7
五、盈利预测及估值	8

图表目录

图 1：冰箱品牌内销市占率（单位：%）	2
图 2：销售毛利率和销售净利率单季度对比（单位：%）	3
图 3：销售毛利率和销售净利率单季度对比（单位：%）	3
表格 1：公司收入分季度（单位：百万，%）	2
表格 2：公司利润分季度（单位：百万，%）	4
表格 3：公司 1-9 月利润表各项对比（单位：百万，%）	5
表格 4：公司三季度利润表各项对比（单位：百万，%）	6
表格 5：盈利预测（单位：百万，%）	8

一、经营趋势向上，份额逐步恢复，盈利能力持续提升

2012 年 1-9 月，公司实现收入 538 亿，同比下滑 34.3%，实现净利润 30 亿元，同比增长 4.2%，EPS 0.89 元。

（一）收入下滑逐季收窄，市占率企稳回升

2012 年受行业需求不振以及公司战略调整影响，公司收入规模以及市场份额有所下滑。前三季度，公司收入分别下滑 42%、33%和 25%，下滑幅度逐季收窄。

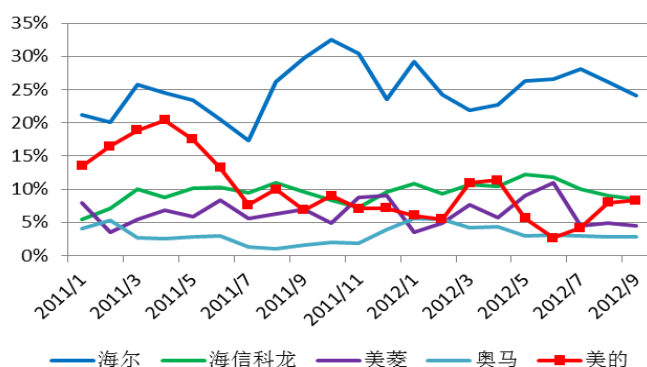
表格 1：公司收入分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	营业收入	17,745	21,245	14,843		
	同比增长率	-41.8%	-32.7%	-25.2%		
2011 年	营业收入	30,481	31,556	19,841	11,230	93,108
	占全年比例	32.7%	33.9%	21.3%	12.1%	100.0%
	同比增长率	96.1%	34.4%	9.4%	-35.5%	24.9%
2010 年	营业收入	15,541	23,484	18,135	17,399	74,559
	占全年比例	20.8%	31.5%	24.3%	23.3%	100.0%
	同比增长率	76.1%	46.1%	68.6%	49.7%	57.7%
2009 年	营业收入	8,824	16,077	10,756	11,621	47,278
	占全年比例	18.7%	34.0%	22.8%	24.6%	100.0%
	同比增长率	-29%	3%	16%	46%	4%
2008 年	营业收入	12,506	15,578	9,258	7,972	45,313
	占全年比例	27.6%	34.4%	20.4%	17.6%	100.0%
	同比增长率	76.3%	29.3%	-0.7%	18.6%	28.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

随着公司调整逐步到位，公司各项业务逐渐步入正轨，市场份额也在企稳回升。9 月，冰箱出货量大幅增长。产业在线显示 9 月美的冰箱出货量同比增长 30%，市占率已达 8.5%，相比去年同期提升 0.5 个百分点，率先恢复正增长。

图 1：冰箱品牌内销市占率（单位：%）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

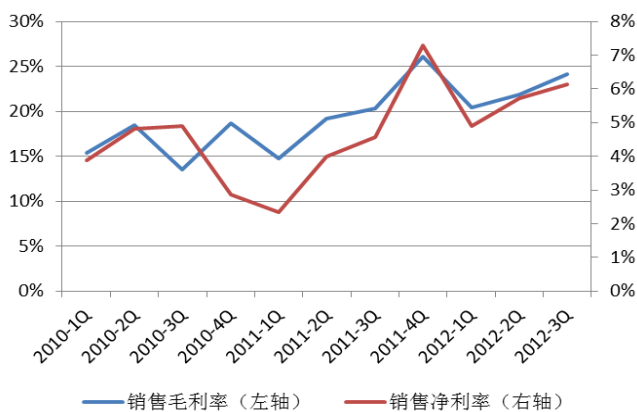
公司核心产业，空调的市场份额相对稳定，2012 年以来，市占率维持在 25%左右，收入下滑相对较少。根据我们调研情况，公司 10 月空调出货量实现增长。

2011 年四季度，公司收入仅 112 亿，低基数下，预计 2012 年四季度公司将实现收入增长和市场份额提升。

（二）销售净利率稳步提升，经营调整效果显现

前三季度公司通过优化产品结构，加强质量管理和品质管理，全面提升产品力，毛利率大幅提升 4.2 个百分点，达 22.0%。其中三季度毛利率 24.1%，同比提升 3.9 个点，环比二季度提升 2.3 个百分点。毛利率持续提升主要由于：1）原材料价格相比去年大幅回落；2）公司落实战略转型提升盈利策略。

图 2：销售毛利率和销售净利率单季度对比（单位：%）

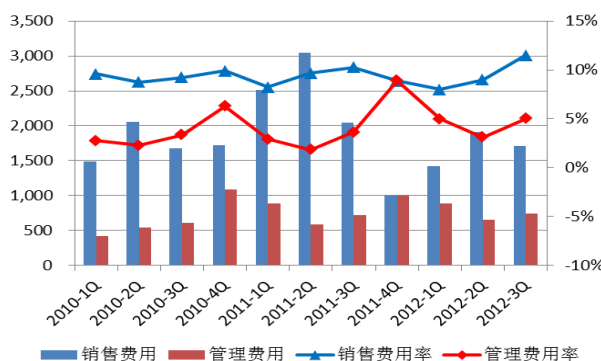


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三季度，公司加大市场推广，市场推广费用下滑幅度大幅收窄，公司销售费用 17 亿，同比下滑 16%（前两个季度分别下滑 44%和 37%）。销售费用率 11.5%，同比提升 1.2 个百分点。三季度，公司加强产品品质和质量管控，加大研发投入。管理费用 7.4 亿元，同比增长 3.1%，管理费用率 5%，同比提升 1.4 个百分点。

前三季度，公司规模下降影响费用率提升。销售费用率 9.4%，同比提升 0.1 个百分点；管理费用率 4.2%，同比提升 1.6 个百分点。

图 3：销售毛利率和销售净利率单季度对比（单位：%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

综合所致，前三季公司销售净利率 5.6%，同比提升 2.1 个百分点。其中三季度销售净利率 6.1%，同比提升 1.6 个百分点，环比提升 0.4 个百分点，经营和管理效率提升明显。随着公司调整推进，产品质量和品质逐步加强，销售净利率稳步提升。

表格 2: 公司利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	普通股利润	871	1,218	912		
	对应 EPS	0.26	0.36	0.27		
	同比增长率	22.4%	-3.6%	0.8%		
2011 年	普通股利润	711	1,264	905	819	3,699
	对应 EPS	0.21	0.37	0.27	0.24	1.09
	占全年比例	19.2%	34.2%	24.5%	22.1%	100.0%
	同比增长率	17.5%	6.8%	-2.8%	100.7%	18.3%
2010 年	普通股利润	605	1,183	931	408	3,127
	对应 EPS	0.18	0.35	0.27	0.12	0.92
	占全年比例	19.4%	37.8%	29.8%	13.0%	100.0%
	同比增长率	234.8%	22.6%	129.7%	37.6%	69.2%
2009 年	普通股利润	181	965	405	297	1,848
	占全年比例	9.8%	52.2%	21.9%	16.1%	100.0%
	对应 EPS	0.05	0.29	0.12	0.09	0.55
	同比增长率	-45.2%	51.7%	52.8%	-244.2%	80.2%
2008 年	普通股利润	330	636	265	-206	1,025
	占全年比例	32.2%	62.1%	25.9%	-20.1%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.19	0.08	-0.06	0.30
	同比增长率	69.1%	23.4%	-20.2%	-221.3%	-15.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 资产负债表和利润表重要事项

9 月末, 公司货币资金 130 亿元, 相比去年同期增长 17.7%, 货币资金较为充足。存货 79 亿元, 相比去年同期下降 36%, 公司库存消化良好, 存货的管控加强, 经营效率提升。

9 月底, 公司其他流动负债 78 亿元, 相比年初增加 18 亿元, 主要为公司计提市场退广费用以及售后维修费, 体现了公司较为谨慎的会计处理方式。

1-9 月, 公司经营性现金流 8 亿元。

二、2012 年 1-9 月利润表各项对比(2012 年同比 2011 年)

表格 3: 公司 1-9 月利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2012 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比
一、营业总收入	53,833	81,878	-34.3%
二、营业总成本	49,913	78,337	-36.3%
其中: 营业成本	41,987	67,318	-37.6%
毛利率(简单测算)	22.0%	17.8%	4.22%
营业税金及附加	216	282	
销售费用	5,038	7,597	-33.7%
销售费用率	9.4%	9.3%	0.1%
管理费用	2,285	2,189	4.4%
管理费用率	4.2%	2.7%	1.6%
财务费用	241	751	
资产减值损失	145	200	
加: 公允价值变动收益	-170	72	
投资收益及其它	286	373	
三、营业利润	4,037	3,986	1.3%
加: 营业外收入	358	570	
减: 营业外支出	62	71	
四、利润总额	4,334	4,486	-3.4%
减: 所得税费用	814	896	-9.2%
综合所得税率	18.8%	20.0%	-1.2%
五、净利润	3,520	3,589	-1.9%
归属于母公司净利润	3,000	2,880	4.2%
净利润率	5.6%	3.5%	2.1%
少数股东损益	519	709	
少数股东损益占比	14.8%	19.8%	
六、总股本	3,384	3,384	
七、按期末股数简单每股收益:	0.89	0.85	
毛利率减销售费用率	12.6%	8.5%	4.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、2012 年三季度利润表各项对比(2012 年同比 2011 年)

表格 4: 公司三季度利润表各项对比(单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2012 年 Q3	2011 年 Q3	同比
一、营业总收入	14,843	19,841	-25.2%
二、营业总成本	13,716	18,866	-27.3%
其中: 营业成本	11,259	15,816	-28.8%
毛利率(简单测算)	24.1%	20.3%	3.86%
营业税金及附加	80	115	
销售费用	1,709	2,039	-16.2%
销售费用率	11.5%	10.3%	1.2%
管理费用	743	721	3.1%
管理费用率	5.0%	3.6%	1.4%
财务费用	41	312	
资产减值损失	-115	-137	
加: 公允价值变动收益	-44	75	
投资收益及其它	97	163	
三、营业利润	1,180	1,212	-2.7%
加: 营业外收入	239	179	
减: 营业外支出	18	42	
四、利润总额	1,401	1,349	3.8%
减: 所得税费用	283	250	13.4%
综合所得税率	20.2%	18.5%	1.7%
五、净利润	1,117	1,099	1.7%
归属于母公司净利润	912	905	0.8%
净利润率	6.1%	4.6%	1.6%
少数股东损益	205	194	
少数股东损益占比	18.4%	17.7%	
六、总股本	3,384	3,384	
七、按期末股数简单每股收益:	0.27	0.27	
毛利率减销售费用率	12.6%	10.0%	2.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

四、经营趋势向上，集团系统再造

2012 年，公司战略调整各项工作稳步推进。目前公司基本面各项指标逐步转好，经营趋势向上。

（一）加大研发投入，提升产品品质

公司在“产品领先、效率驱动、全球经营”战略指导下，强调产品品质和品牌美誉度的提升。上半年，公司投入资金约 10 亿元推进品质整改，在质量检测、品质管理以及信息化建设上，建立规范的产品管理体系。

（二）渠道回归事业部

国内市场，公司根据当前冰箱、洗衣机以及空调行业出现新形势，适时进行了渠道调整。原有模式通过“中国营销公司”整合冰洗空业务，造成渠道库存管理难、监测难，效率下降。此次调整，将冰洗业务从区域销售公司独立出来，回归产品事业部，加强产研销一体化管理与专业化运作。空调业务沿用原有的区域销售模式。

目前，公司进行组织机构扁平化，提升运营效率，全国渠道布局包括：30 个冰箱中心，33 个洗衣机中心，34 个区域暖通销售公司（中央空调），46 个区域制冷销售公司（家用空调），制冷综合专卖点累计约 11000 家，其中旗舰店近千家。

（三）集团系统再造

8 月 25 日，美的集团宣布进行重大调整，将美的集团二级产业集团（日电集团、机电集团以及制冷集团等）同集团总部的管理职能进行整合。何享健卸任集团董事长，担任美的集团的控股股东——美的投资控股有限公司董事长。

美的电器董事长兼总裁，方洪波兼任集团董事长，栗建伟任副董事长。同时，董事长之子何剑锋进入集团，担任美的集团董事。原任日电、机电等部门总裁，黄健、蔡其武等人不再担任总裁，任命为集团董事。同时，新增陈劲松、胡晓玲两位 PE 董事总经理，任集团董事。

集团组织架构方面，将原有日电集团和机电集团全面进行重组，精简为事业部。

此次调整，一方面，推动和深化美的集团战略转型，提升运营效率，规范治理和优化管控。另一方面，为公司未来集团整体上市做好成组织架构调整的准备，推进资本运作进程。

目前，公司进行重大资产重组无先例停牌。

（五）未来发展有信心

公司战略转型经过近一年多的实施，对组织架构、渠道模式、产品管理等多系统的重新梳理，加强了事业部研产销一体化。公司也在积极进行微调，在保证较高盈利能力下，通过加快新品上市速度，激励团队士气，强化渠道推力，稳固并积极提升市场份额。

公司转型过程中，公司核心竞争力并未受到实质性损伤，目前公司各项工作都在有条不紊地进行推进。当然，美的作为一个上千亿规模的公司，其转型注定是一个艰难的过程。提高产品美誉度、提升产品品质以及企业盈利能力也是一个长期的过程，我们需要足够的耐心。总的来讲，公司最困难的阶段正在过去。对企业未来发展我们仍保持谨慎乐观。

五、盈利预测及估值

综合考虑,预计公司 2012、2013 年盈利预测分别为 1.20 和 1.43 元。目前股价相比 2012 年业绩在 8 倍左右,维持“谨慎推荐”评级。

表格 5: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	74,559	93,108	66,852	76,679
营业收入增长率	57.7%	24.9%	-28.2%	14.7%
二、营业总成本	72,255	88,847	61,628	70,131
其中: 营业成本	62,114	75,619	51,870	59,472
毛利率(简单测算)	16.7%	18.8%	22.4%	22.4%
营业税金及附加	86	352	253	290
销售费用	6,943	8,591	6064	6978
销售费用率	9.3%	9.2%	9.1%	9.1%
管理费用	2,663	3,191	3111	3021
管理费用率	3.6%	3.4%	4.7%	3.9%
财务费用	464	1,051	295	320
资产减值损失	-16	42	35	50
加: 公允价值变动收益	118	39	-150	-50
投资收益及其它	134	722	385	150
三、营业利润	2,557	5,023	5,459	6,648
加: 营业外收入	2,570	676	504	690
减: 营业外支出	164	138	120	100
四、利润总额	4,963	5,561	5,843	7,238
减: 所得税费用	920	1,020	1,046	1,306
综合所得税率	18.5%	18.3%	17.9%	18.1%
五、净利润	4,043	4,541	4,797	5,932
归属于母公司净利润	3,127	3,699	4,068	4,834
净利润率	4.2%	4.0%	6.1%	6.3%
少数股东损益	916	842	729	1,097
少数股东损益占比	22.7%	18.5%	15.2%	18.5%
六、总股本	3385	3386	3384	3384
七、按期末股数简单每股收益:	0.92	1.09	1.20	1.43
净利润增长率	65.3%	18.3%	10.0%	18.8%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn