

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

公司战略转型期，市场或将更关注营收波动

美的电器(000527)年报分析

研究报告-年报分析

增持(下调)

发布日期: 2012-03-12

市场数据 (2012-03-09)

收盘价(元)	14.20
一年内最高/最低(元)	20.50/11.00
沪深300指数	2664.30
市净率(倍)	2.40
流通市值(亿元)	443.08

基础数据 (2011-12-31)

每股净资产(元)	5.91
每股经营现金流(元)	0.87
毛利率(%)	18.78
净资产收益率(%)	18.50
资产负债率(%)	57.7557.75
总股本/流通股(万股)	338434/312026
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司目前处于战略调整期。2011年四季度，营收快速放缓，毛利率与销售费用率均有所改善。我们认为公司此次转型有一定不确定性，2012年，公司销售费用降低与毛利率继续提高是大概率事件，未来市场将更关注公司营收波动情况。

投资要点:

- 公司2011年年中提出战略转型，放弃原“规模优先”策略。提出“产品领先、销量驱动和全球经营”战略。下半年，公司放弃部分毛利率较低订单并努力消减渠道库存，导致下半年营业收入增速快速放缓，特别是Q4出现营收负增长。转型期，市场将更加关注营收增幅的波动。
- 2011年Q4，公司毛利率水平大幅改善，下半年分产品数据显示空调产品毛利率大幅提高是驱动公司毛利率改善主因，而冰箱、洗衣机产品毛利率出现下滑。预计2012年公司毛利率有望继续小幅改善。
- 2011年Q4，公司销售费用大幅下降，导致销售费用率下降至8.85%，但由于营收出现大幅负增长，管理费用率与财务费用率均有所上升。预计2012年，公司将进一步加强费用管理，各项费用率有望下降。
- 预计公司2012年和2013年的每股收益分别为1.12元和1.28元，对应的市盈率分别为12.64倍和11.11倍，由于公司转型有一定的不确定性，下调公司评级至“增持”。
- 风险提示: 1、公司处于转型期，短期内公司业绩波动可能较大。2、由于刺激政策退出，白电产品内需可能出现负增长。

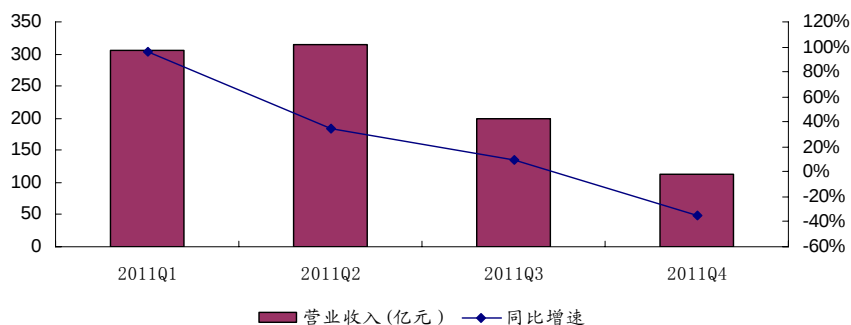
	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(亿元)	745.59	931.08	967.05	1074.33
增长比率(%)	57.70	24.88	3.86%	11.09%
净利润(亿元)	31.27	36.99	38.03	43.28
增长比率(%)	69.21	18.29	2.82%	13.79%
每股收益(元)	0.924	1.093	1.12	1.28
市盈率(倍)	15.37	12.99	12.64	11.11

1. 策略调整或致销售系统遭遇瓶颈

1.1 Q4 营收负增长拖累全年业绩

报告期内公司实现营业收入931.08亿元，同比增长24.88%，增速较2010年放缓32.22pt，其中四季度公司实现营业收入112.30亿元，同比负增长达35.46%，该增速远低于行业平均水平公司主营产品（空调、冰箱和洗衣机全行业2011年Q4出货量增幅）。公司2011年年中提出战略转型，摒弃了原先规模优先战略，提出“产品领先、效率驱动，全球经营”策略，具体措施可总结为放缓扩张速度，提升技术与品质，整合资源，做到利润最大化。下半年，公司主动放弃了部分低毛利订单，导致销售收入出现下降，同时公司对营销系统进行调整，也是导致了Q4营收增速大幅放缓原因之一。

图1：公司单季营业收入增幅与

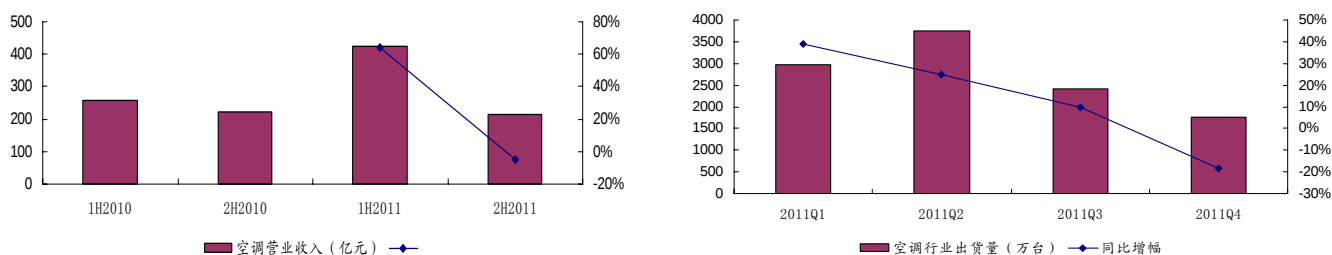


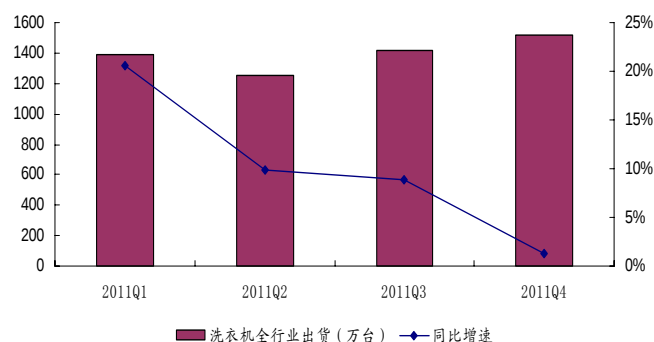
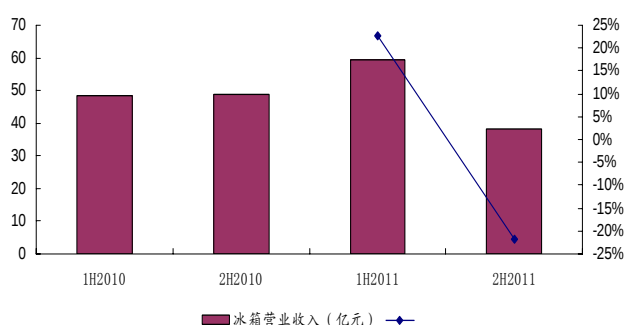
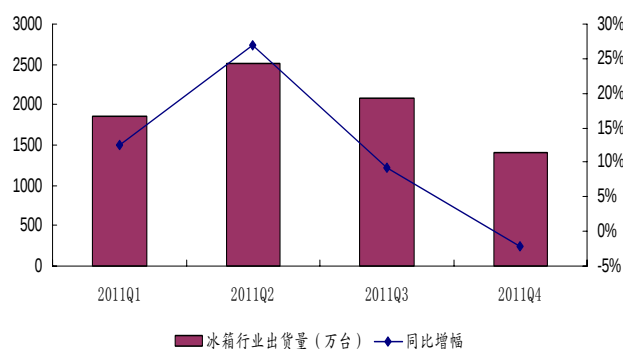
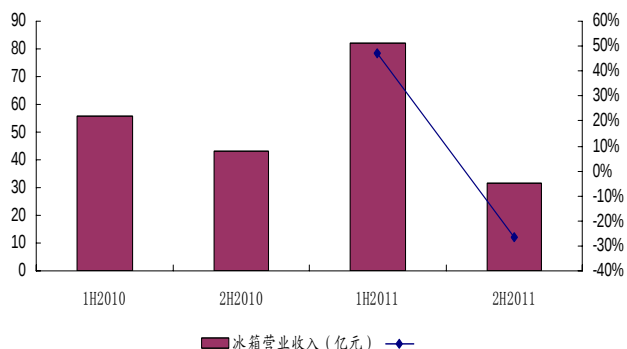
资料来源：中原证券、公司公告

1.2 下半年公司主要产品营收增速均现负增长

分产品数据显示2011年下半年，空调、冰箱和洗衣机营业收入均出现负增长，其中空调实现营业收入212.75亿元，同比下降5.04%，降幅与行业基本同步（2011年下半年行业出货同比增速：-4.03%）；冰箱实现销售收入31.78亿元，同比下降26.72%（2011年下半年行业出货同比增速：4.35%）；洗衣机实现营业收入38.34亿元，同比下降21.66%（2011年下半年行业出货同比增速：4.84%）。洗衣机与冰箱同比降幅远大于行业平均，显示公司冰箱、洗衣机产品在此次策略调整中所受冲击更大。

图2：公司主要产品营收波动与行业出货量对比



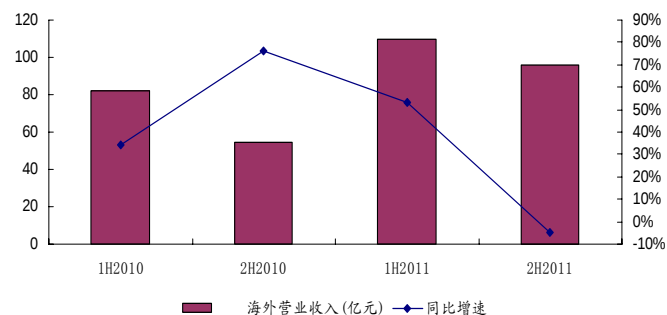
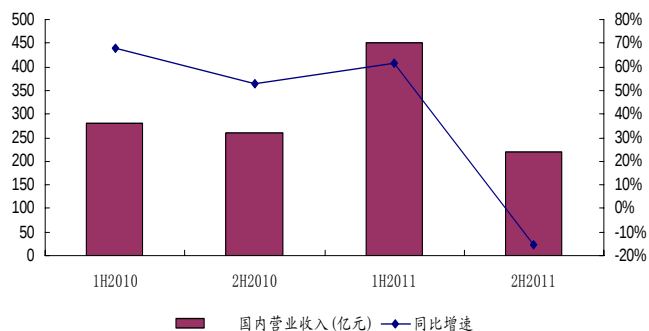


资料来源：中原证券、公司公告

1.3 战略调整或致国内销售系统阵痛

分区域分析,国内市场是重灾区。下半年,国内市场实现销售收入219.66亿元,同比下降15.34%;海外业务实现营业收入91.05亿元,同比下降5.03%。公司四季度放弃部分毛利过低出口订单与内销控制渠道库存是下半年内销外销均出现同比负增长主要原因。

图3：2011年下半年国内营业收入降幅较大



资料来源：中原证券、公司公告

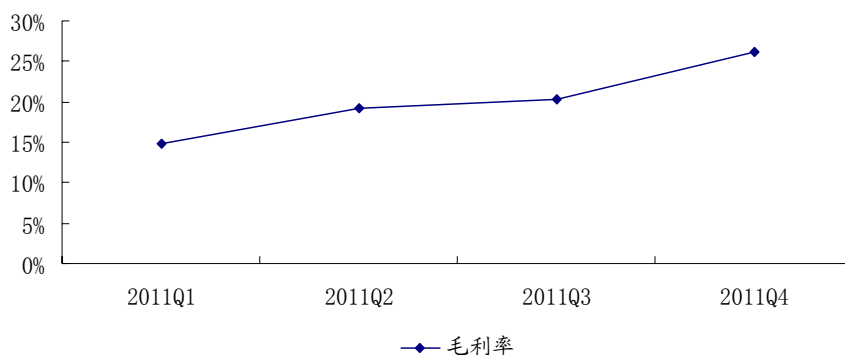
2、多种因素导致公司毛利率提升

2.1 Q4毛利率大幅提高

报告期内，公司主营产品毛利率为18.78%，较去年同期提高2.09pt。其中四季度公司综合毛利高达26.08%，较前三季度大幅提高8.30pt。公司策略转变放弃部分低价订单是Q4毛利率提升原因之一。

图4: 2011年公司空调毛利率水平大幅提高

单位: %



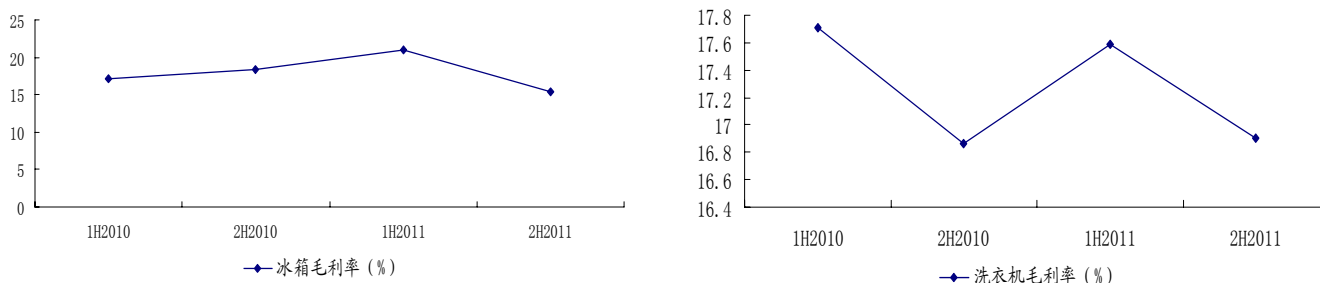
资料来源: 中原证券、公司公告

2.2 空调盈利能力改善是毛利率提高主因

报告期内公司空调业务盈利能力改善明显。下半年，公司空调业务毛利率高达25.63%，较上半年提高7.63个百分点。2011年下半年空调节能补贴政策终止，空调行业提高销售价格以弥补节能补贴取消损失是导致空调毛利率提升原因之一。

2011年下半年，冰箱与洗衣机业务毛利率分别为15.45%与16.90%，分别较上半年下降5.51pt与0.69pt。冰箱与洗衣机业务收入与毛利率同时下滑需引起警觉。

图5: 2011年下半年冰箱、洗衣机毛利率均有所下滑



资料来源: 中原证券、公司公告

2.4 空调产业盈利能力对铜价下降最敏感

在所有白色家电中，空调无疑是用铜最多的家电产品，据统计，空调用铜占到其产品净重的18%。上市公司与零配件供应商签订的供货协议定价均会

与大宗原材料价格挂钩，空调相对于冰箱、洗衣机，对大宗原材料价格波动更为敏感。

按理想状态计算，若铜价由70000元每吨回落至55000元每吨，预计平均每台空调生产成本可降低约120元，若综合考量2011年四季度铝与ABS塑料降价的影响，每台空调生产升本降幅约为130元，在销售价格不变，空调产品内销毛利率约能提高3-4个百分点。由此推测，大宗原材料价格下滑或是空调毛利率改善另一主要原因。

表1：主要白色家电大宗原材料使用情况

	平均重量 (KG)	铁	铜	铝	塑料
冰箱	59	49%	4%	1%	43%
洗衣机	33	52%	2%	4%	33%
空调	50	54%	18%	9%	16%

资料来源：中原证券

表2：理想状态下大宗原材料价格下降对家电产品毛利率的影响

	单位产品大宗材料使用量 (KG)			四季度均价环比变动 (元)	单位产品成本变动 (元)		
	冰箱	洗衣机	空调		冰箱	洗衣机	空调
铁	28.91	17.16	27.00	-4.00	-0.12	-0.07	-0.11
铜	2.36	0.66	9.00	-13360.00	-31.53	-8.82	-120.24
铝	0.59	1.32	4.50	-754.00	-0.44	-1.00	-3.39
塑料	25.37	10.89	8	-781	-19.81	-8.51	-6.25
其他	1.77	2.97	1.50	/	/	/	/
总计	59.00	33.00	50.00	/	-51.90	-18.39	-129.99
毛利率影响	/	/	/	/	1%-1.5%	0.5%-1%	3%-4%

资料来源：中原证券

表3：营收不变情况下2011年Q4大宗原材料价格下降对子产品影响评估

内销毛利率改善	
空调	3%-4%
冰箱	1-1.5%
洗衣机	0.5%-1%

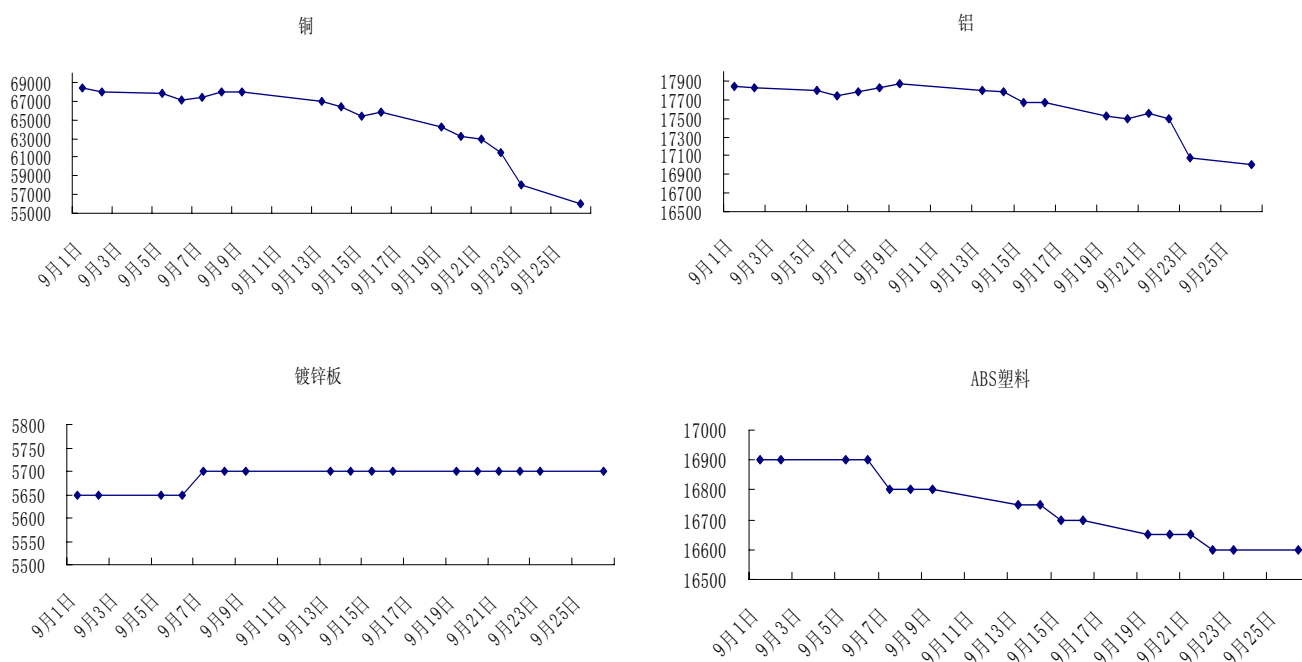
资料来源：中原证券、WIND

2、5 原材料价格下降也是空调毛利率提升原因之一

2011年三季末，在欧债危机与经济二次衰退预期笼罩下大宗原材料价格大幅波动下行，其中铜的跌幅超过了20%（图7），在所有白色家电生产用大宗原材料中降幅最大，铝、ABS塑料价格也出现了不同程度的下滑。

尽管公司年中提出策略转型，但产品结构的改善与技术、品质的提升非一朝一夕就能完成，且公司三季度库存也较高，因此不能把Q4高毛利率简单理解为公司战略转型所导致，也不具备可持续性。

图6：主要家电原材料价格波动态势



资料来源：中原证券、上海金属网

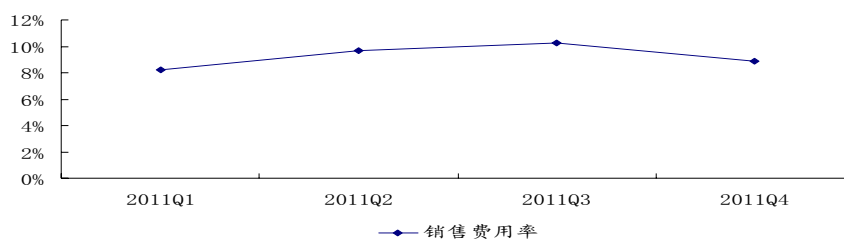
3、期间费用有所改善

3.1 四季度销售费用大幅降低

报告期内公司发生销售费用85.91亿元，同比增长23.73%，全年销售费用率为9.23%，较去年同期下降0.06pt，其中四季度发生销售费用9.94亿元，较去年同期下降42.30%，销售费用率8.85%，较三季度下降1.43pt。公司四季度开始销售体系调整，内容包括营销人员转岗与广告投入消减，销售费用下降立竿见影。但由于四季度销售收入下滑也较大，目前尚难评估公司此次销售系统调整效果。2012年，预计公司仍将严控销售费用，预计销售费用率仍有下降空间。

图7：公司单季营业费用率波动趋势

单位：%



资料来源：中原证券、公司公告

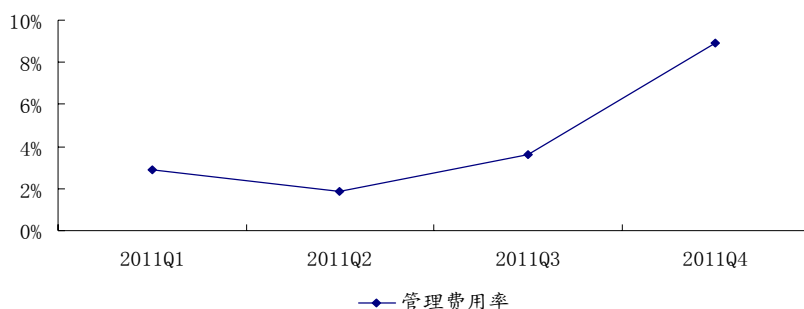
3.2 Q4营收减少致管理费用率增长过快

报告期内公司发生管理费用31.91亿元，同比增长19.83%，管理费用率

为3.43%；其中四季度公司发生管理费用10.03亿元，同比虽下降8.13%，但还是高于同期销售费用支出，管理费用率高达8.93%。由于管理费用有一定的刚性，四季度公司销售收入大幅减少直接导致管理费用率高企。公司策略转型中提高产品竞争力需要增加产品研发投入，预计2012年公司管理费用即使有所下降，降幅也不会太大，管理费用率是否能如期下降还需要视营业收入的改善幅度。

图8：公司单季管理费用率波动趋势

单位：%

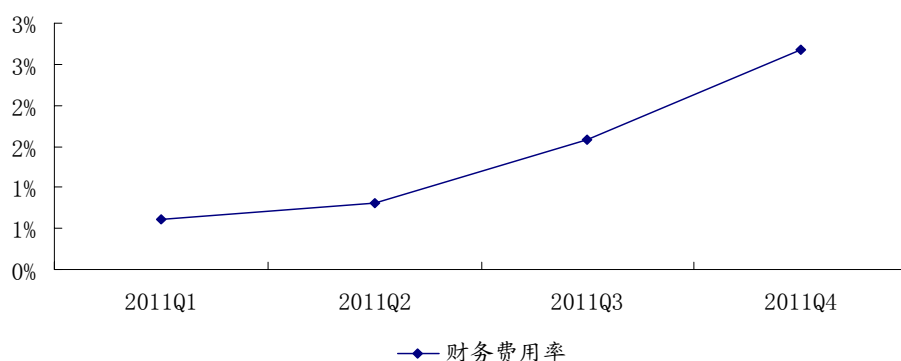


资料来源：中原证券、公司公告

3.3、利息支出与汇兑损失推动财务费用高企

报告期内公司发生财务费用10.51亿元，较去年同期增加126.51%，财务费用率为1.13%。利息支出增加与汇兑损失扩大是财务费用增长的主要原因。报告期内公司共发生利息支出7.68亿元，同比增长192.02%，发生汇兑损失3.75亿元，同比增长62.61%。值得关注的是四季度财务费用发生额为3.00亿元，环比虽下降3.87%，但由于同期销售收入大幅降低，财务费用率高达2.67%。

图9：公司财务费波动趋势



资料来源：中原证券、公司公告

4、经营性现金流减少

报告期内公司经营活动贡献现金流29.59亿元，较去年同期减少24.85亿元，其中应收账款与存货增加是导致经营现金流大幅下降主要原因。报告期末，公司应收账款较期初增加12.65亿元，报告期末存货较期初增加19.27亿元。存货与营收账款大幅增加也折射公司当前销售困境。

5、有息负债大幅增加

经营现金流减少与强劲的外延性扩张投资导致公司负债增幅较大，其中公司短期贷款余额从期初的7.29亿元大幅增加至32.14亿元；长期贷款余额从期初的3.94亿元大幅增加至13.81亿元。预计随着库存的有效控制，短期借款余额2012年有望降低。

5、盈利预测与投资建议

预计公司2012年和2013年的每股收益分别为1.12元和1.28元，对应的市盈率分别为12.64倍和11.11倍，由于公司转型有一定的不确定性，下调公司评级至“增持”。

6、风险提示：

- 1、公司处于策略转型期，短期内公司业绩波动可能较大。
- 2、由于销售刺激政策退出，主要大白电产品内需可能出现负增长。

表：盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	399.85	435.83	535.24	618.16	营业收入	931.08	967.05	1074.33	1235.48
现金	110.78	133.52	200.46	233.44	营业成本	756.19	781.93	868.74	999.05
交易性金融资产	1.82	1.82	0.00	0.00	营业税费	3.52	2.90	3.22	3.71
应收票据	73.59	77.36	85.95	98.84	销售费用	85.91	87.03	96.69	111.19
应收款项	63.15	63.67	70.73	81.34	管理费用	31.91	33.85	37.60	43.24
存货	123.63	128.70	142.98	164.43	财务费用	10.51	-0.76	-2.01	-3.87
其他	26.86	30.77	35.11	40.11	资产减值损失	0.42	0.48	0.54	0.62
非流动资产	195.66	212.24	193.87	193.60	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.48	10.48	0.00	0.00	投资收益	7.22	0.00	0.00	0.04
固定资产	107.15	117.79	123.39	125.73	营业利润	50.23	57.61	65.55	77.58
无形资产	18.10	17.20	16.34	15.52	营业外收入	6.76	0.00	0.00	0.00
其他	59.92	66.76	54.14	52.35	营业外支出	1.38	0.00	0.00	0.00
资产总计	595.50	648.07	729.10	811.76	利润总额	55.61	57.61	65.55	77.58
流动负债	329.32	325.22	343.15	362.58	所得税	10.20	10.66	12.13	14.35
短期借款	32.14	20.00	15.00	0.00	净利润	45.41	46.95	53.43	63.23
应付帐款	122.99	125.11	139.00	159.85	少数股东权益	8.42	8.92	10.15	12.01
预收帐款	47.60	47.78	48.32	49.12	归属母公司净利润	36.99	38.03	43.28	51.21
其他	126.60	132.33	140.84	153.61	EPS (元)	1.11	1.12	1.28	1.51
长期负债	14.60	24.60	34.26	34.26	主要财务比率				
长期借款	13.81	23.81	33.81	33.81		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.78	0.78	0.45	0.45	每股指标				
负债合计	343.92	349.81	377.41	396.84	每股收益	1.11	1.12	1.28	1.51
股本	33.84	33.84	33.84	33.84	每股经营现金	1.41	0.81	1.98	0.97
资本公积金	61.17	61.17	61.17	61.17	每股净资产	5.90	7.02	8.30	9.82
未分配利润	96.28	134.31	177.59	228.80	增长率				
少数股东权益	51.60	60.52	70.67	82.69	营业收入增长率	24.88%	3.86%	11.09%	15.00%
母公司所有者权益	199.71	237.74	281.02	332.23	营业利润增长率	96.45%	14.70%	13.79%	18.35%
负债及权益合计	595.50	648.08	729.10	811.76	净利润增长率	18.28%	2.82%	13.79%	18.35%
现金流量表					获利能力				
(亿元)					毛利率	18.78%	19.14%	19.14%	19.14%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	3.97%	3.93%	4.03%	4.15%
经营活动现金流	29.59	53.86	58.88	60.07	ROE	18.52%	16.00%	15.40%	15.42%
净利润	45.41	46.95	53.43	63.23	ROIC	17.69%	16.29%	17.38%	18.66%
资产减值准备	0.42	0.48	0.54	0.62	偿债能力				
折旧摊销	14.26	12.85	14.66	16.27	资产负债率	53.07%	47.98%	46.49%	42.87%
财务费用	10.51	-0.76	-2.01	-3.87	流动比率	1.21	1.34	1.56	1.70
投资收益	7.22	0.00	0.00	0.04	速动比率	0.84	0.94	1.14	1.25
营运资金变动	0.00	-5.67	-7.74	-16.13	营运能力				
投资活动现金流	-47.15	-24.98	1.05	-15.96	资产周转率	1.83	1.56	1.56	1.60
资本支出	0.00	-16.00	-16.00	-16.00	存货周转率	6.62	6.19	6.38	6.48
其他投资	-47.15	-8.98	17.05	0.04					

筹资活动现金流	65.20	-1.38	7.01	-11.13	应收帐款周转率	18.35	16.82	17.59	17.87
借款变动	0.00	10.00	10.00	0.00	估值比率				
其他	65.20	-11.38	-2.99	-11.13	PE	12.79	12.64	11.11	9.38
现金净增加额	47.64	27.50	66.94	32.98	PB	2.41	2.02	1.71	1.45

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。