

美的集团 (000333.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

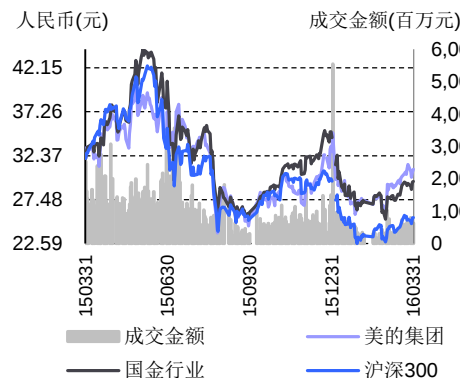
公司点评

市场价格(人民币): 30.85 元
 目标价格(人民币): 35.66-36.83 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,240.50
总市值(百万元)	131,632.00
年内股价最高最低(元)	40.58/23.76
沪深 300 指数	3218.09
深证成指	10455.37



开启全球布局进程，携手东芝协同发展

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.435	2.898	3.406	3.891	4.385
每股净资产(元)	9.36	11.78	14.19	16.62	20.00
每股经营性现金流(元)	5.88	6.27	7.07	5.07	4.28
市盈率(倍)	11.27	11.33	9.22	8.07	7.16
行业优化市盈率(倍)	22.16	29.47	24.99	24.99	24.99
净利润增长率(%)	40.36%	20.45%	17.54%	14.24%	12.70%
净资产收益率(%)	26.01%	24.59%	24.01%	23.41%	21.92%
总股本(百万股)	4,215.81	4,266.84	4,266.84	4,266.84	4,266.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

公告事项

美的集团公告已与东芝株式会社签署战略合作备忘录；且与东芝签署了一份股权转让协议，美的将以约 537 亿日元（约合 4.73 亿美元）收购东芝家电业务的主体“东芝生活电器株式会社”80.1%的股权，东芝保留 19.9%的股权，同时，美的将获得 40 年的东芝品牌的全球授权及超过 5 千项与白色家电相关的专利。东芝家电将会继续开发、制造和销售东芝品牌的白色家电，包括冰箱、洗衣机、吸尘器以及其他小家电，美的也将在品牌、技术、营销和员工方面进行持续投入，以充分挖掘东芝家电业务的潜力。

相关报告

1. 《盈利能力稳步提升，静待收入端探底回升》，2016.3.28
2. 《去库存加速、盈利能力增强，落实“双智”战略、布局全球市场》，2015.10.29
3. 《业绩成长确定，分享智慧生活盛宴-业绩成长确定，分享智慧生活盛宴...》，2015.8.13

经营分析

■ **稳居日本白电业前位、东芝竞争优势凸显：**东芝家电业务主要包含洗衣机、吸尘器、家用空调、冰箱和厨电产品等五大业务板块。2014 年东芝主要家电产品销量约 850 万台，东芝家电在日本、东南亚和中东市场有广泛的影响。稳居日本白电业前位：根据 GFK、Euromonitor 的数据，东芝在日本市场的洗衣机销售份额为 20%，位居第三；冰箱销售份额为 15.3%，位居第三；微波炉销售份额为 22%，位居第四；吸尘器销售份额为 13.7%，位居第四；电饭煲销售份额为 11.5%，位居第四。毫无疑问，东芝在日本的地位十分卓越，冰洗竞争优势凸显。

■ **开启国际化并购进程，美的东芝协同发展、互补优势：**此次合作是公司落实全球经营的重要战略步骤，而美的与东芝长达 20 年的合作历史也进一步奠定了此次合作的基础。公司通过与东芝的优势互补与协同，将在品牌、技术、渠道及生产制造等方面有力提升公司全球影响力与综合竞争实力。

品牌提升：东芝拥有享誉国际的品牌影响力和行业领先的市场地位，可与美的的品牌形成互补，形成完全的市场覆盖；

技术提升：东芝家电锐意进取的创新精神和行业领先的研发水平，是促进美的的研发实力的有效提升；

渠道拓展：东芝拥有一流的供应链网络以及无可比拟的渠道优势，美的可借助东芝在日本市场的渠道实力，迅速打入日本市场；

制造协同：东芝强大的生产制造能力和先进的工艺水平，与美的完备的供应链体系、规模化生产经验之间存在巨大的互补性。

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)60230230
 zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人
 (8621)60230218
 sunjj@gjzq.com.cn

- **并购价格较为合理：**美的计划以约合 4.73 亿美元的价格进行，且在收购后需要承接东芝家电约 2.2 亿美元的债务；本次并购总成本约合 6.93 亿美元。因 15 年东芝数据未披露，我们用 14 财年东芝财务数据测算，本次收购 PS 约为 0.23 倍，低于国内家电行业的平均水平，认为并购价格较为合理。

盈利调整

- 考虑到当下家电行业整体情况以及公司此次全球化发展战略，预计 16-18 年收入分别为 1503、1790、2151 亿元，同比增速 8.60%、19.10%、20.2%，净利润 145、166、187 亿元，同比增速 17.54%，14.24%、12.70%。摊薄后 EPS 为 3.41、3.89、4.39 元。

投资建议

- 目前股价为 31.40 元，对应 16 年 PE9.22 倍。
基于对于公司今后发展展望，给予 16 年 10.46-10.80 倍市盈率，对应目标价区间为 35.66-36.83 元。给予“买入”评级。

图表 1：分项销售预测表

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
空 调 及 零 部 件						
销售收入（百万元）	62,177.70	72,704.84	64,491.95	72,875.90	84,536.05	99,752.54
增长率（YOY）	20.82%	16.93%	-11.30%	13.00%	16.00%	18.00%
毛利率	24.50%	26.95%	28.25%	29.00%	29.00%	28.50%
销售成本（百万元）	46,944.16	53,110.89	46,270.51	51,741.89	60,020.59	71,323.06
增长率（YOY）	20.36%	13.14%	-12.88%	11.82%	16.00%	18.83%
毛利（百万元）	15,233.54	19,593.95	18,221.44	21,134.01	24,515.45	28,429.47
增长率（YOY）	22.26%	28.62%	-7.00%	15.98%	16.00%	15.97%
占总销售额比重	55.32%	53.50%	50.16%	48.49%	47.23%	46.37%
占主营业务利润比重	57.32%	57.27%	53.78%	51.50%	50.11%	49.21%
冰 箱 及 零 部 件						
销售收入（百万元）	8,131.08	9,723.78	11,422.68	13,707.22	16,585.73	20,068.73
增长率（YOY）	36.64%	19.59%	17.47%	20.00%	21.00%	21.00%
毛利率	19.06%	24.08%	23.18%	25.68%	26.00%	28.00%
销售成本（百万元）	6,581.30	7,382.29	8,774.50	10,187.20	12,273.44	14,449.49
增长率（YOY）	33.61%	12.17%	18.86%	16.10%	20.48%	17.73%
毛利（百万元）	1,549.78	2,341.49	2,648.18	3,520.01	4,312.29	5,619.25
增长率（YOY）	51.24%	51.08%	13.10%	32.92%	22.51%	30.31%
占总销售额比重	7.23%	7.16%	8.88%	9.12%	9.27%	9.33%
占主营业务利润比重	5.83%	6.84%	7.82%	8.58%	8.81%	9.73%
洗 衣 机 及 零 部 件						
销售收入（百万元）	8,053.45	9,973.82	12,017.51	15,622.76	20,309.59	26,402.47
增长率（YOY）	29.60%	23.85%	20.49%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	26.61%	28.52%	28.10%	29.00%	29.00%	28.00%
销售成本（百万元）	5,910.43	7,129.29	8,640.66	11,092.16	14,419.81	19,009.78
增长率（YOY）	24.93%	20.62%	21.20%	28.37%	30.00%	31.83%
毛利（百万元）	2,143.02	2,844.53	3,376.85	4,530.60	5,889.78	7,392.69
增长率（YOY）	44.47%	32.73%	18.71%	34.17%	30.00%	25.52%
占总销售额比重	7.17%	7.34%	9.35%	10.39%	11.35%	12.27%
占主营业务利润比重	8.06%	8.31%	9.97%	11.04%	12.04%	12.80%
小 家 电						
销售收入（百万元）	27,843.79	32,709.72	35,445.86	42,535.03	51,042.04	61,250.45
增长率（YOY）	#DIV/0!	17.48%	8.36%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	24.19%	24.74%	25.03%	26.00%	26.00%	25.00%
销售成本（百万元）	21,108.38	24,617.34	26,574.53	31,475.92	37,771.11	45,937.83
增长率（YOY）	#DIV/0!	16.62%	7.95%	18.44%	20.00%	21.62%
毛利（百万元）	6,735.41	8,092.38	8,871.33	11,059.11	13,270.93	15,312.61
增长率（YOY）	#DIV/0!	20.15%	9.63%	24.66%	20.00%	15.38%
占总销售额比重	24.77%	24.07%	27.57%	28.30%	28.52%	28.47%
占主营业务利润比重	25.34%	23.65%	26.18%	26.95%	27.12%	26.51%
电 机						
销售收入（百万元）	4,431.18	7,219.61	3,533.84	3,569.18	3,926.10	4,318.71
增长率（YOY）	#DIV/0!	62.93%	-51.05%	1.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.02%	13.85%	16.05%	16.00%	16.00%	15.00%
销售成本（百万元）	3,721.30	6,219.69	2,966.67	2,998.11	3,297.92	3,670.90
增长率（YOY）	#DIV/0!	67.14%	-52.30%	1.06%	10.00%	11.31%
毛利（百万元）	709.88	999.92	567.17	571.07	628.18	647.81
增长率（YOY）	#DIV/0!	40.86%	966.00%	0.69%	10.00%	3.13%
占总销售额比重	3.94%	5.31%	2.75%	2.37%	2.19%	2.01%
占主营业务利润比重	2.67%	2.92%	1.67%	1.39%	1.28%	1.12%
物 流						
销售收入（百万元）	1,759.38	3,564.56	1,652.76	1,983.31	2,578.31	3,351.80
增长率（YOY）	#DIV/0!	102.60%	-53.63%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	11.59%	9.59%	11.97%	11.00%	12.00%	11.00%
销售成本（百万元）	1,555.47	3,222.72	1,454.92	1,765.15	2,268.91	2,983.10
增长率（YOY）	#DIV/0!	107.19%	-54.85%	21.32%	28.54%	31.48%
毛利（百万元）	203.91	341.84	197.84	218.16	309.40	368.70

来源：公司年报，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	120,975	141,668	138,441	150,293	178,978	215,145
增长率		17.1%	-2.3%	8.6%	19.1%	20.2%
主营业务成本	-92,818	-105,670	-102,663	-109,260	-130,052	-157,374
%销售收入	76.7%	74.6%	74.2%	72.7%	72.7%	73.1%
毛利	28,157	35,998	35,778	41,033	48,926	57,771
%销售收入	23.3%	25.4%	25.8%	27.3%	27.3%	26.9%
营业税金及附加	-610	-810	-911	-751	-895	-1,076
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-12,432	-14,734	-14,800	-16,567	-20,408	-24,010
%销售收入	10.3%	10.4%	10.7%	11.0%	11.4%	11.2%
管理费用	-6,733	-7,498	-7,442	-7,214	-8,233	-12,048
%销售收入	5.6%	5.3%	5.4%	4.8%	4.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	8,381	12,957	12,626	16,501	19,390	20,637
%销售收入	6.9%	9.1%	9.1%	11.0%	10.8%	9.6%
财务费用	-564	-251	-139	-100	-100	-100
%销售收入	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-123	-350	-5	-100	-100	-116
公允价值变动收益	546	-653	82	100	100	118
投资收益	998	1,511	2,011	2,566	2,888	2,888
%税前利润	10.1%	11.0%	12.8%	13.1%	12.6%	12.0%
营业利润	9,239	13,214	14,575	18,967	22,178	23,427
营业利润率	7.6%	9.3%	10.5%	12.6%	12.4%	10.9%
营业外收支	688	540	1,134	688	690	690
税前利润	9,927	13,754	15,709	19,655	22,868	24,117
利润率	8.2%	9.7%	11.3%	13.1%	12.8%	11.2%
所得税	-1,714	-2,344	-2,427	-3,503	-4,369	-3,508
所得税率	17.3%	17.0%	15.4%	17.8%	19.1%	14.5%
净利润	8,212	11,410	13,283	16,151	18,499	20,608
少数股东损益	2,980	1,144	918	1,618	1,896	1,897
归属于母公司的净利润	5,232	10,266	12,365	14,533	16,603	18,711
净利率	4.3%	7.2%	8.9%	9.7%	9.3%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	8,297	11,646	13,625	16,151	18,499	20,608
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3,167	3,627	5	1,983	1,922	1,880
非经营收益	-2,567	-1,838	-673	-1,071	-3,578	-3,596
营运资金变动	6,180	12,634	10,578	13,122	4,779	-625
经营活动现金净流	15,078	26,069	23,535	30,185	21,621	18,267
资本开支	-1,692	-1,405	-2,583	3,619	581	-20
投资	209	-28,803	-17,537	-1	0	0
其他	1,016	1,345	2,131	2,666	2,988	3,006
投资活动现金净流	-467	-28,862	-17,989	6,284	3,569	2,986
股权募资	17	8	1,702	0	-1,965	0
债权募资	2,507	-2,365	-4,837	-4,118	0	1
其他	-3,391	-4,060	-4,725	-219	-4,367	-4,367
筹资活动现金净流	-868	-6,418	-7,860	-4,336	-6,332	-4,366
现金净流量	13,744	-9,211	-2,315	32,132	18,858	16,887

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	15,574	6,203	11,862	43,994	62,853	79,740
应收款项	23,104	27,640	24,362	26,559	29,838	36,457
存货	15,198	15,020	10,449	16,763	19,953	24,145
其他流动资产	11,451	37,564	46,549	2,187	2,603	1,576
流动资产	65,327	86,427	93,222	89,504	115,247	141,918
%总资产	67.4%	71.8%	72.4%	76.0%	81.3%	84.8%
长期投资	1,963	2,779	6,329	6,230	6,129	6,013
固定资产	20,185	20,184	19,685	19,247	17,983	17,305
%总资产	20.8%	16.8%	15.3%	16.3%	12.7%	10.3%
无形资产	6,905	7,122	6,567	2,859	2,411	2,034
非流动资产	31,619	33,865	35,474	28,337	26,525	25,355
%总资产	32.6%	28.2%	27.6%	24.0%	18.7%	15.2%
资产总计	96,946	120,292	128,697	117,841	141,771	167,272
短期借款	10,490	6,683	3,921	0	0	0
应付款项	30,288	38,002	41,283	40,809	51,770	60,020
其他流动负债	15,870	28,458	26,063	7,955	8,658	9,566
流动负债	56,647	73,143	71,267	48,764	60,428	69,586
长期贷款	711	19	90	90	90	91
其他长期负债	507	1,399	237	0	0	0
负债	57,865	74,561	71,594	48,854	60,518	69,677
普通股股东权益	32,847	39,470	50,273	60,539	70,910	85,354
少数股东权益	6,233	6,261	6,830	8,448	10,344	12,241
负债股东权益合计	96,946	120,292	128,697	117,841	141,771	167,272

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	3.103	2.435	2.898	3.406	3.891	4.385
每股净资产	19.479	9.362	11.782	14.188	16.619	20.004
每股经营现金净流	5.962	5.880	6.273	7.074	5.067	4.281
每股股利	0.000	2.000	1.200	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	15.93%	26.01%	24.59%	24.01%	23.41%	21.92%
总资产收益率	5.40%	8.53%	9.61%	12.33%	11.71%	11.19%
投入资本收益率	13.71%	20.43%	17.46%	19.63%	19.28%	18.05%
增长率						
主营业务收入增长率	17.91%	17.11%	-2.28%	8.56%	19.09%	20.21%
EBIT 增长率	15.52%	54.59%	-2.56%	30.69%	17.51%	6.43%
净利润增长率	35.12%	40.36%	20.45%	17.54%	14.24%	12.70%
总资产增长率	10.50%	24.08%	6.99%	-8.44%	20.31%	17.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.8	22.3	26.0	25.0	25.0	26.0
存货周转天数	56.1	52.2	45.3	56.0	56.0	56.0
应付账款周转天数	65.4	65.0	66.8	68.0	66.0	65.0
固定资产周转天数	59.1	50.3	49.4	44.2	34.1	26.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.74%	1.07%	-13.75%	-63.64%	-77.24%	-81.61%
EBIT 利息保障倍数	14.9	51.6	90.9	165.0	193.9	206.4
资产负债率	59.69%	61.98%	55.63%	41.46%	42.69%	41.65%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-04	买入	21.46	24.00~24.00
2	2014-08-19	买入	21.53	N/A
3	2014-10-24	买入	20.29	N/A
4	2014-10-27	买入	20.01	26.00~29.00
5	2014-12-15	买入	24.70	29.00~34.80
6	2015-08-13	买入	34.60	43.05~48.22
7	2015-10-29	买入	26.79	N/A
8	2016-03-28	买入	31.40	35.66~36.83

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD