

美的集团 (000333.SZ)

短期成本压力不改长期发展潜力

● 公司公布 2016 年年报和新一轮激励草案

公司实现营业收入 1590 亿元，同比增长 14.9%，归母净利润 146.8 亿元，同比增长 15.6%。其中从 2016 年 6 月 30 日起并表东芝家电，增加主营业务收入 75.2 亿元，净利润 3218 万元。公司拟每 10 股派现 10 元，分红比例达 44%。公司推出第三期合伙人计划（草案）、限制性股票激励（草案）、第四期股票期权计划（草案），覆盖核心高管、管理层和业务骨干。

● 2H16 空调内销高增长，预计成本压力从 1Q17 开始体现

分产品看，空调、冰箱、洗衣机和小家电的收入受益于东芝并表，若扣除并表因素，估计全年收入增速分别为 2%、14%、20%、14%。其中空调受益于补库存需求，估计 2H16 不考虑东芝并表仍有 45% 左右增长。毛利率方面，空调、冰箱、洗衣机、小家电的毛利率分别提高 +2.3pct、-0.1pct、+0.5pct、+4.7pct，其中空调和小家电的毛利率提升显著。分内外销来看，内销收入同比增长 5%，毛利率提高 1.3pct，出口收入同比增长 30%，毛利率同比提高 4.6pct。扣除并表因素后，全年出口同比增长 14%。

1Q17 公司的出货量增长较快，原因包括地产带动滞后、涨价预期下经销商囤货、空调受益于低基数，同时价格提升，预计 1Q17 收入增长良好，然而由于成本上涨，预计毛利率和净利率同比下降。2H16 东芝成功盈利，然而考虑到淡旺季波动，1Q17 可能小幅亏损。

● 费用率小幅上升，运营效率持续提高

2016 年公司的销售费用率和管理费用率分别为 11.1% 和 6.0%，分别同比上升 0.4 和 0.7pct。公司的运营效率持续提升，存货周转天数从 45 天降至 41 天，现金周期从 4 天降至 1 天，自有资金继续增加。预收账款同比增长，反映经销商进货积极性高。其他流动负债同比增长约 25 亿。经营性现金流净额达 267 亿元，持续高于净利润。

● 盈利预测和投资建议

预计公司 2017-2019 年净利润为 159、178 和 195 亿元，同比增长 8.6%、11.5% 和 9.8%。虽然短期公司受到成本上涨、东芝亏损等负面影响；长期来看，公司的成长性仍值得关注：1) 通过收购 KUKA 和 SERVOTRONIX，公司在工业机器人领域已经具备良好基础，积极向 3C/医药/消费品等新领域延伸，并且提前布局服务机器人市场；2) 重视海外市场，推广海外自主品牌，推动全球运营；3) 推进“T+3”模式，完善物流建设，进一步缩减渠道层级，提升效率。公司的治理完善，激励充分，有望灵活应对风险、抓住机会，长期成长潜力值得期待。现价对应 2017 年估值为 13.4 倍，继续推荐。

● **风险提示：**原材料成本大幅上涨，空调“T+3”进展低于预期，新业务进展低于预期，汇率波动风险。

公司评级 **买入**

当前价格 33.13 元

前次评级 **买入**

报告日期 2017-03-31

相对市场表现



分析师: **蔡益润** S0260515040001



021-60750652



caiyirun@gf.com.cn

相关研究:

美的集团 (000333.SZ): 单季空调收入快速增长, 业绩确定性增强 2016-10-31

美的集团 (000333.SZ): 空调坚定去化库存, 其他业务表现出色 2016-08-31

美的集团 (000333.SZ): 要约收购获得重要进展 2016-07-08

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	139,347	159,842	201,043	222,424	242,367
增长率(%)	-2.08%	14.71%	25.78%	10.64%	8.97%
EBITDA(百万元)	12,967.69	15,407.47	19,902.42	22,431.73	24,900.45
净利润(百万元)	12,706.73	14,684.36	15,939.92	17,780.86	19,525.66
增长率(%)	20.99%	15.56%	8.55%	11.55%	9.81%
EPS(元/股)	2.978	2.274	2.468	2.753	3.023
市盈率(P/E)	11.02	12.39	13.42	12.03	10.96
市净率(P/B)	2.85	2.92	2.98	2.58	2.23
EV/EBITDA	10.19	11.36	9.20	7.48	6.06

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

表 1: 美的集团利润表分拆(单位: 百万元)

	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016
营业收入	42,574	40,301	29,159	27,313	38,600	39,408	39,070	42,764
收入 YoY	10.5%	2.9%	-8.5%	-16.5%	-9.3%	-2.2%	34.0%	56.6%
毛利率	26.9%	27.9%	23.3%	24.3%	29.9%	28.7%	25.6%	25.5%
销售费用	5,363	3,623	2,612	3,201	4,977	3,208	4,156	5,337
销售费用率	12.6%	9.0%	9.0%	11.7%	12.9%	8.1%	10.6%	12.5%
管理费用	1,608	1,997	1,891	1,946	1,663	2,027	2,291	3,640
管理费用率	3.8%	5.0%	6.5%	7.1%	4.3%	5.1%	5.9%	8.5%
财务费用	196	-197	102	38	-282	-623	-8	-93
财务费用率	0.5%	-0.5%	0.3%	0.1%	-0.7%	-1.6%	0.0%	-0.2%
投资收益	528	653	413	417	254	460	469	102
营业利润	4,377	5,829	2,884	1,826	4,729	6,649	3,897	2,161
营业利润率	10.3%	14.5%	9.9%	6.7%	12.3%	16.9%	10.0%	5.1%
营业利润 YoY	28.2%	18.6%	-5.9%	-11.3%	8.0%	14.1%	35.1%	18.3%
利润总额	4,428	6,329	3,374	1,921	5,000	7,177	4,163	2,574
减: 所得税费用	777	1,031	494	125	834	1,113	642	464
%税前利润	17.5%	16.3%	14.6%	6.5%	16.7%	15.5%	15.4%	18.0%
合并报表的净利润	3,651	5,298	2,880	1,796	4,167	6,064	3,521	2,110
归母净利润	3,342	4,982	2,688	1,695	3,907	5,589	3,311	1,876
归母净利润 YoY	31.6%	22.4%	14.7%	9.4%	16.9%	12.2%	23.2%	10.7%
归母净利率	7.9%	12.4%	9.2%	6.2%	10.1%	14.2%	8.5%	4.4%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 第三期美的集团合伙人计划

激励对象 核心管理人员 15 人

资金及来源	公司计提的持股计划专项基金，9900 万元
存续期	4 年
锁定期	1 年，期满后分三期归属
业绩考核指标	2017 年加权平均净资产收益率不低于 20%&个人年度业绩考核结果

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3：2017 年限制性股票激励计划

激励对象	高层管理人员 140 人
股票来源及数量	定向发行新股 2979 万股
授予价格	16.86 元
锁定期	锁定 12 个月，然后在 36 个月内分三次解锁
业绩考核指标	2017 年、2018 年、2019 年的净利润不低于前三个会计年度平均水平；激励对象的个人考核

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4：第四期股票期权激励计划

激励对象	中高层管理人员、科技人员等 1476 人
股票来源及数量	定向发行新股 9898.2 万股
授予价格	33.72 元
锁定期	等待期 12 个月，之后在 36 个月内分三期行权
业绩考核指标	2017 年、2018 年、2019 年的净利润不低于前三个会计年度平均水平；激励对象的个人考核

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	93209	120209	150450	169838	190171
货币资金	11862	17196	37873	53304	70181
应收及预付	25351	23609	30647	33291	35610
存货	10449	15627	16931	18243	19380
其他流动资产	45547	63776	65000	65000	65000
非流动资产	35474	49979	41849	40198	38583
长期股权投资	2888	2212	2212	2212	2212
固定资产	18730	21057	19072	17222	15407
在建工程	955	581	581	581	581
无形资产	6567	13226	7069	7269	7469
其他长期资产	6334	12905	12916	12916	12916
资产总计	128683	170188	192299	210036	228755
流动负债	71970	89094	100576	105550	109618
短期借款	3921	3024	0	0	0
应付及预收	45238	61290	75576	80050	83618
其他流动负债	22811	24780	25000	25500	26000
非流动负债	806	10990	10873	10873	10873
长期借款	90	2254	2254	2254	2254
应付债券	0	4819	4819	4819	4819
其他非流动负债	716	3917	3800	3800	3800
负债合计	72777	100084	111449	116423	120491
股本	4267	6459	6459	6459	6459
资本公积	14511	13597	13597	13597	13597
留存收益	31376	40910	50391	61713	74780
归属母公司股东权益	49076	62254	71745	83067	96134
少数股东权益	6830	7850	9105	10547	12130
负债和股东权益	128683	170188	192299	210036	228755

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	26764	26695	16525	20990	22736
净利润	13625	15862	17195	19223	21109
折旧摊销	0	0	2385	2450	2515
营运资金变动	13808	13214	-1333	947	573
其它	-668	-2381	-1723	-1630	-1461
投资活动现金流	-17989	-19781	7515	900	600
资本支出	-2583	-2132	6315	-200	-400
投资变动	-15449	-17649	1200	1100	1000
其他	42	0	0	0	0
筹资活动现金流	-8860	412	-3364	-6459	-6459
银行借款	24515	32422	-3024	0	0
债券融资	-29352	-24962	-244	0	0
股权融资	1702	815	0	0	0
其他	-5725	-7863	-96	-6459	-6459
现金净增加额	-85	7326	20677	15431	16877
期初现金余额	6203	11862	17196	37873	53304
期末现金余额	6118	19188	37873	53304	70181

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.1	14.7	25.8	10.6	9.0
营业利润增长	10.9	16.9	9.1	13.6	11.2
归属母公司净利润增长	21.0	15.6	8.6	11.5	9.8
获利能力(%)					
毛利率	25.9	27.4	26.8	27.0	27.0
净利率	9.8	9.9	8.6	8.6	8.7
ROE	25.9	23.6	22.2	21.4	20.3
ROIC	26.4	22.6	33.9	41.2	48.8
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	58.8	58.0	55.4	52.7
净负债比率	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6
流动比率	1.30	1.35	1.50	1.61	1.73
速动比率	1.14	1.16	1.31	1.41	1.54
营运能力					
总资产周转率	1.12	1.07	1.11	1.11	1.10
应收账款周转率	13.35	12.70	13.52	14.04	14.60
存货周转率	8.03	8.79	8.69	8.90	9.13
每股指标(元)					
每股收益	2.98	2.27	2.47	2.75	3.02
每股经营现金流	6.27	4.13	2.56	3.25	3.52
每股净资产	11.50	9.64	11.11	12.86	14.88
估值比率					
P/E	11.0	12.4	13.4	12.0	11.0
P/B	2.9	2.9	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	10.2	11.4	9.2	7.5	6.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	139347	159842	201043	222424	242367
营业成本	103227	116058	147137	162406	176841
营业税金及附加	911	1077	1005	1112	1212
销售费用	14800	17678	22718	24911	26903
管理费用	7442	9621	12666	14013	15027
财务费用	139	-1006	-991	-1003	-988
资产减值损失	5	381	679	470	339
公允价值变动收益	82	117	0	0	0
投资净收益	2011	1286	1200	1100	1000
营业利润	14917	17436	19030	21615	24034
营业外收入	1707	1819	1200	1000	800
营业外支出	573	340	0	0	0
利润总额	16051	18915	20230	22615	24834
所得税	2427	3053	3034	3392	3725
净利润	13625	15862	17195	19223	21109
少数股东损益	918	1178	1255	1442	1583
归属母公司净利润	12707	14684	15940	17781	19526
EBITDA	12968	15407	19902	22432	24900
EPS(元)	2.98	2.27	2.47	2.75	3.02

广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。