

美的集团 (000333) \ 家用电器

——美的集团向全球化企业迈进

事件:

美的集团公布2016年年度报告, 公司去年实现营业总收入约1598亿元, 同比增长15%, 净利润约159亿元, 同比增长16%; 公司拟每10股派现10元, 分红总额高达65亿; 公司还推出面向中高层及业务骨干的多层次激励方案, 包括第三期合伙人计划、限制性股票激励、第四期股票期权。

投资要点:

- 美的冰洗等产品的市场份额大幅提升, 有望摆脱对空调业的过于倚重;
- 美的海外收入占比持续增长, 正成长为全球化企业;
- 美的盈利能力在原材料成本上涨背景下仍更进一步;
- 机器人产业布局为公司铸就新的长期增长点;
- 品牌领先、品质提升、全球布局、以变应变及强大的渠道推广能力筑就领先同业的综合竞争优势, 而背后是公司全方位的股权激励机制优势。
- 盈利预测与投资结论

基于公司的股权激励机制优势, 及公司已形成的品牌领先优势、家电全品类布局优势、渠道网络尤电商突出优势、海外布局领先一步优势、以变应变的经营战略, 加之今年以来空调业销售的显著增长, 我们预计公司2017年收入会显著增长, 后面2年则恢复正常年均增幅, 毛利率则因原材料上涨而略有降低, 则预测公司未来3年净利润增幅在13%-15%之间, 动态合理估值在13-15倍, 预测未来3年每股收益分别为2.57/2.97/3.44元, 当前预估2017年动态估值12.9倍, 估值落在合理区间, 但基于公司长期核心竞争力及作为全球家电龙头的估值溢价效应, 给予推荐评级。

风险提示

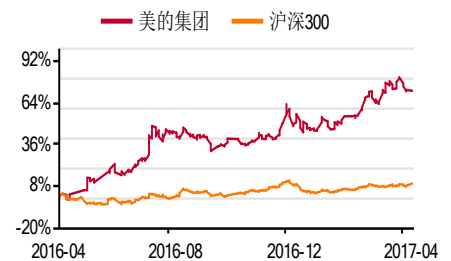
行业销售滑坡、海外并购业务整合效果低于预期

投资建议: **推荐**
 首次覆盖
 当前价格: 33.89元
 目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6,466/6,187
流通A股市值 (百万元)	209,665
每股净资产 (元)	9.46
资产负债率 (%)	59.57
一年内最高/最低 (元)	35.66/18.96

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	138,441.23	159,044.04	190,852.85	219,480.78	252,402.89
增长率 (%)	-2.28%	14.88%	20.00%	15.00%	15.00%
EBITDA (百万元)	15,726.68	18,280.05	25,000.79	28,076.63	31,301.35
净利润 (百万元)	12,706.72	14,684.36	16,604.60	19,183.91	22,240.54
增长率 (%)	20.99%	15.56%	13.08%	15.53%	15.93%
EPS (元/股)	1.97	2.27	2.57	2.97	3.44
市盈率 (P/E)	16.87	14.60	12.91	11.17	9.64
市净率 (P/B)	4.36	3.51	2.97	2.52	2.15
EV/EBITDA	9.48	12.42	9.54	7.27	6.65

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ 美的冰洗等产品的市场份额大幅提升，收入上摆脱了对空调业务倚重；

美的集团 2016 年非空调业务取得大幅增长，不再对空调业务过于依赖。集团冰箱业务实现销售收入大跨越，全年实现收入 150 亿元（占公司总收入 9.4%），同比增长 31%，远远高于行业仅 1.65% 的增速，市场份额跃居行业第三，达到 10.5%；洗衣机业务实现收入 161 亿元（占比 10%），同比增长 34%，同样大幅超越行业 6% 的增速，市场份额提高到 23%，已相当接近行业第一名的份额。可以说，美的集团冰洗业务 2016 年 30% 多的增速实现了冰洗业务的大跨越，2017 年冰洗业务进军第一的可能性大增。而小家电（含厨电）业务更是碾压同行，大多产品的市场份额完全是压倒性的优势地位，如电饭煲份额 42.2%、电磁炉份额 50%、电压力锅份额 45%、微波炉份额 45%，小家电及厨电实现收入高达 433 亿元，超过所有以小家电及厨电为主业的单独上市企业，占比 27%，同比增长 22%，也是远远超过行业均速。以上 3 项相加收入 754 亿元，占总营收比重达到 47%；空调收入比重因此下降到 42%，公司通过其他业务的快速发展初步摆脱了对空调业的过度依赖，从而形成了更均衡的业务架构，具备更强劲的抗冲击能力。

➤ 美的海外收入占比持续增长，摆脱对国内市场的依赖、成长为全球化企业；

美的 2016 年海外收入规模达到 640 亿元，为家电企业第一，也是中国制造业中海外收入规模较大的企业。从国内外收入占比看，海外收入占比高达 43.5%。在规模和占比两方面衡量，美的集团已经是不折不扣的全球化企业。从海外收入来源看，一方面是国内优质产品大规模出口的结果，如美的中央空调几年来收获多个国际重大工程项目，包括新加坡樟宜国际机场、阿联酋政府安居别墅、欧洲青年奥运会、非洲运动会、阿联酋阿布扎比购物中心、巴西奥运会官方所有公开招标的比赛场馆、碧桂园马来西亚森林城市、菲律宾半导体工厂、巴西里约万豪酒店、香港警察新界北总区总部、台湾桃园医院等一大批工程。

另一方面是美的海外收购公司并表贡献收入的结果：2016 年美的集团投入资金超过 300 亿元发起三项跨国业务战略合作，获得东芝家电业务主体“东芝生活电器株式会社”80.1% 的股权；获得库卡集团 94.55% 的股权；收购意大利著名中央空调企业 Clivet 80% 的股权。这些收购不仅壮大了美的集团的技术实力与市场网络，更在长期内构建了面向未来的多元化业务布局。

➤ 美的盈利能力在原材料成本上涨背景下仍更进一步；

2016 年多项原材料成本大幅上涨，如钢材 1 年最大涨幅几近翻番，但美的集团发挥大集团的综合采购优势，有效控制了成本，盈利能力经受住了考验。从各产品看，公司空调产品毛利率 30.56%，为 7 年来最高水平；洗衣机毛利率 28.5%、冰箱毛利率 23%、小家电毛利率 29.6%，都处于行业较高水平及数年来的较高位置。公司整体毛利率因此达到 27.3%、销售净利率达到 9.97%，都是多年来的高位，反映公司整体盈利能力上佳。尤其是销售净利率指标从 08 年的 4.15% 至今翻番还多，表明公司的收入增长是有质量的增长，背后是公司产品整体品质定位的提高和运营管理能力提升。当然，随着原料成本压力愈加增大，我们推测公司盈利能力进一步提升的空间也有限。

➤ 机器人产业与智慧家居产业的布局铸就新的长期增长点；

在公司的长期战略愿景“成为全球领先的消费电器、暖通空调、机器人及工业自动化科技集团”中，机器人产业已经成为集团3大产业方向之一，安川机器人的业务合作架构、全球机器人四大家之一的库卡集团及以色列运动控制和自动化解决方案公司 Servotronics 的收购，进一步奠定了美的向机器人与自动化领域进军的基础。2016年我国工业机器人产量已达7.24万台，同比增长34.3%。同时，机器人企业超过800家，相关机器人产品和服务已经在机械、电子、化工、轻工、船舶、矿山开采、医疗手术、康复、餐饮、消费、消防、公共服务等领域得到了应用。根据工信部、发改委、财政部联合印发的《机器人产业发展规划（2016-2020年）》，到2020年，我国工业机器人销量将超15万台，保有量达到80万台。以每台20万元计算，预计到2020年我国工业机器人总销售额将达到450亿元左右，加上其他服务类机器人，整个机器人产业的销售额有望突破500亿元。美的作为在机器人领域投资最大的国内厂商，有望在这500亿元中占据最大的份额，形成新的长期增长点。

在另一个具备长期愿景的业务方向智慧家居业，2016年美的M-SMART战略落地，云平台、美居、通信模块、家电单品智能、售后服务等方面进行持续优化，公司作为亚洲首家家电企业加入国际物联网联盟 ZigBee 联盟并成为顶级会员；公司自主研发并发布业界首款物联网安全模块，积极拓展布局全屋智慧家居产业，在包括安防、照明、空气净化、卫浴、健康管理等方面投入研发及市场资源，初步形成以智慧家居套装、智享租、智能硬件、智能核心模组等为核心的全套智慧家居解决方案。可以说，公司在智能家居业务业已形成成体系的解决方案与配套商品，一旦市场启动，公司将可迅速切入。

➤ 品牌领先、品质提升、全球布局、以变应变及强大的渠道推广能力筑就领先同业的综合竞争优势，而背后是公司全方位的系统管理优势及股权激励机制优势。

公司是国内家喻户晓的领先家电及暖通空调系统品牌，公司各主要产品品类均居行业市场前3，拥有全品类的家电产品线的美的公司因此形成互相加成放大的品牌效应，具备显著的品牌领先优势。这也是公司近几年几个原本的短板产品可以逐步超越的一大助力，可以预期凭借这一强大的品牌优势，公司可以在许多产品上后来居上。

在品质提升与产品创新方面，美的在全球8个国家设立了17个研究中心，研发人员整体超过10,000人，据汤森路透发布的《2016全球创新报告》，美的位列家电领域全球排名创新机构首位及厨房电器子领域亚洲创新机构首位。公司推出了一系列差异化产品，如美的“智能王”系列空调实现智能送风及安防等智能功能；洗衣机领域的比佛利高端系列和迪士尼差异化系列产品为用户创造高品质生活体验；冰箱领域致力于智能技术的研发与应用；小家电中“真空变压鼎釜 IH”电饭煲采用了“瞬时变压控制与宽频分区 IH 加热技术”。这些产品在品质上有明显提升，推动了美的产品的定位提升。

美的强大的渠道推广能力令竞争对手望尘莫及，线下形成公司旗舰店、苏宁、国美、区域性连锁（TOP100）、小区域连锁（VIP200）和乡镇专卖店等多层次6大渠

道，线上形成与天猫、京东等主要电商平台的战略合作，2016年美的电商整体销售超过230亿元，天猫和京东体系双双实现百亿规模，电商业务继续保持全网第一，线上销售占公司内销占比突破20%。可以说，电商销售的增长是公司近几年异军突起的主要原因。

我们认为，铸就公司上述竞争优势的内部机制基础在于公司全方位的长效激励机制，公司面向中高层及核心业务骨干推出了第三期股权激励计划；面向对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心管理人员推出第二期美的集团“合伙人”持股计划，继续推动“经理人”向“合伙人”的身份转变，并以购买股票额度分配与业绩挂钩、权益分期归属并延长锁定的方式，激励管理层与公司长期价值成长的责任绑定。在大型企业中，以如此广泛的范围推出股权激励机制是比较少的，这促使公司高层、核心骨干与公司全体股东长期利益趋于一致，从而推动了公司业绩的长期增长。

► 盈利预测与投资结论

基于公司的股权激励机制优势，及公司已形成的品牌领先优势、家电全品类布局优势、渠道网络尤电商突出优势、海外布局领先一步优势，加之今年以来空调业销售的显著增长，我们预计公司未来2017年收入会显著增长，后面2年则恢复正常年均增幅，毛利率则因原材料上涨而略有降低，则预测公司未来3年净利润增幅在13%-15%之间，动态合理估值在13-15倍，预测未来3年每股收益分别为2.57/2.97/3.44元，当前预估2017年动态估值12.9倍，估值落在合理区间，但基于公司长期核心竞争力及作为全球家电龙头的估值溢价效应，给予推荐评级。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,601.45	12,246.3	19,085.2	45,068.3	46,144.1	营业收入	138,441.	159,044.	190,852.	219,480.	252,402.
应收账款+票据	24,362.2	22,022.1	42,427.0	31,689.5	53,544.5	营业成本	102,662.	115,615.	139,322.	160,220.	184,254.
预付账款	988.62	1,587.37	2,044.87	2,132.20	2,671.43	营业税金及附加	911.33	1,077.12	1,213.19	1,395.17	1,604.44
存货	10,448.9	15,626.9	19,315.4	20,868.2	25,342.9	营业费用	14,799.7	17,678.4	20,488.7	23,562.0	27,096.3
其他	45,547.1	63,776.0	63,776.0	63,776.0	63,776.0	管理费用	7,441.76	9,620.78	10,635.1	12,230.4	14,065.0
流动资产合计	90,948.3	115,258.	146,648.	163,534.	191,479.	财务费用	138.93	-1,005.9	-75.19	-359.08	-797.95
长期股权投资	2,888.27	2,211.73	2,211.73	2,211.73	2,211.73	资产减值损失	4.77	380.81	245.13	245.13	245.13
固定资产	18,729.8	21,056.7	18,562.2	15,486.9	12,411.6	公允价值变动	81.61	117.38	120.00	150.00	200.00
在建工程	954.76	580.73	0.00	0.00	0.00	投资净收益	420.74	165.90	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,392.40	6,868.54	6,592.56	6,316.58	6,040.60	其他	342.14	355.21	311.32	311.32	311.32
其他非流动资产	7,284.91	16,231.2	15,918.2	15,605.2	15,605.2	营业利润	13,326.3	16,315.9	19,454.5	22,647.4	26,447.1
非流动资产合计	33,250.2	46,949.0	43,284.7	39,620.5	36,269.2	营业外净收益	2,725.01	2,598.68	1,756.59	1,856.59	1,956.59
资产总计	124,198.	162,207.	189,933.	203,154.	227,748.	利润总额	16,051.3	18,914.6	21,211.1	24,504.0	28,403.7
短期借款	3,920.93	3,024.43	12,953.8	0.00	0.00	所得税	2,426.70	3,052.69	3,163.67	3,653.10	4,230.56
应付账款+票据	34,527.2	43,841.9	50,596.9	58,007.7	66,887.6	净利润	13,624.6	15,861.9	18,047.4	20,850.9	24,173.1
其他	29,557.6	36,582.0	35,119.7	39,438.3	38,404.5	少数股东损益	917.93	1,177.56	1,442.89	1,667.02	1,932.63
流动负债合计	68,005.7	83,448.3	98,670.4	97,446.1	105,292.	归属于母公司	12,706.7	14,684.3	16,604.6	19,183.9	22,240.5
长期带息负债	90.06	7,073.12	7,073.12	7,073.12	7,073.12	主要财务比					
长期应付款	0.00	366.88	366.88	366.88	366.88		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	196.59	1,215.77	1,215.77	1,215.77	1,215.77	成长能力					
非流动负债合计	286.65	8,655.77	8,655.77	8,655.77	8,655.77	营业收入	-2.28%	14.88%	20.00%	15.00%	15.00%
负债合计	68,292.4	92,104.1	107,326.	106,101.	113,947.	EBIT	13.75%	16.24%	18.06%	14.25%	14.35%
少数股东权益	6,829.77	7,849.77	9,292.66	10,959.6	12,892.3	EBITDA	-8.28%	16.24%	36.77%	12.30%	11.49%
股本	4,266.84	6,458.77	6,458.77	6,458.77	6,458.77	归属于母公司	97.50%	15.56%	13.08%	15.53%	15.93%
资本公积	14,511.1	13,596.5	13,596.5	13,596.5	13,596.5	获利能力					
留存收益	30,423.8	41,071.5	52,132.2	64,910.9	79,725.8	毛利率	25.84%	27.31%	27.00%	27.00%	27.00%
股东权益合计	56,031.6	68,976.7	81,480.2	95,926.0	112,673.	净利率	9.84%	9.97%	9.46%	9.50%	9.58%
负债和股东权益	124,324.	161,080.	188,806.	202,027.	226,621.	ROE	25.83%	24.02%	23.00%	22.58%	22.29%
						ROIC	24.74%	24.95%	22.67%	19.99%	29.63%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	54.99%	56.78%	56.51%	52.23%	50.03%
净利润	11,765.8	14,570.4	16,434.3	19,122.8	22,310.0	流动比率	1.34	1.38	1.49	1.68	1.82
折旧摊销	0.00	0.00	3,419.12	3,419.12	3,106.13	速动比率	0.51	0.43	0.64	0.81	0.97
财务费用	-317.04	-648.95	370.52	153.48	-208.50	营运能力					
存货减少	4,656.84	-3,741.6	-3,688.5	-1,552.8	-4,474.7	应收账款周转	5.95	7.62	4.70	7.29	4.92
营运资金变动	5,921.15	12,831.2	-15,569.	22,379.6	-14,548.	存货周转率	9.83	7.40	7.21	7.68	7.27
其它	5,201.06	3,312.57	245.13	245.13	245.13	总资产周转率	1.11	0.98	1.00	1.08	1.11
经营活动现金流	27,227.8	26,323.5	1,210.94	43,767.4	6,429.91	每股指标(元)					
资本支出	3,130.93	2,323.43	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.97	2.27	2.57	2.97	3.44
长期投资	59,599.4	93,780.9	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	4.22	4.08	0.19	6.78	1.00
其他	44,741.1	76,323.3	1,613.10	1,728.10	1,863.10	每股净资产	7.62	9.46	11.18	13.16	15.45
投资活动现金流	-17,989.	-19,781.	1,613.10	1,728.10	1,863.10	估值比率					
债权融资	-4,836.9	7,460.38	9,929.38	-12,953.	0.00	市盈率	16.87	14.60	12.91	11.17	9.64
股权融资	1,701.63	814.84	0.00	0.00	0.00	市净率	4.36	3.51	2.97	2.52	2.15
其他	-5,741.3	-8,115.3	-5,914.4	-6,558.6	-7,217.2	EV/EBITDA	9.48	12.42	9.54	7.27	6.65
筹资活动现金流	-8,876.6	159.91	4,014.90	-19,512.	-7,217.2	EV/EBIT	9.48	12.42	11.05	8.28	7.39
现金净增加额	378.69	6,954.99	6,838.94	25,983.0	1,075.81						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

