

公司研究/季报点评

2017年05月01日

家用电器/白色家电 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 33.66
合理价格区间(元): 38.36~43.84

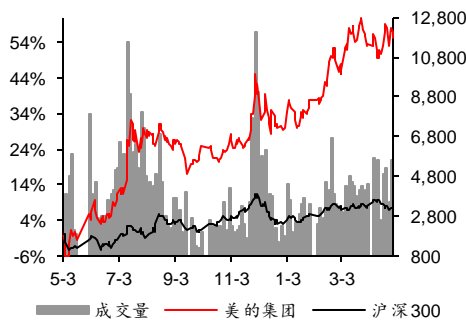
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王修宝 0755-23884591
联系人 wangxiubao@htsc.com

相关研究

- 1《美的集团(000333,买入): 蜕变之始, 御风而行》2017.03
- 2《重点荐股-美的集团》2016.12
- 3《美的集团(000333):Q3 业绩超预期, 产品升级助推盈利》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

KUKA 并表, 比预期更好

美的集团(000333)

KUKA 实现并表, 美的 Q1 主业增长超预期

美的集团 2017Q1 归母净利 YoY+11.4%, 不考虑 KUKA+东芝, 美的集团原业务归母净利 YoY+26%, 主业增速超预期。公司产品结构优化和运营效率提升助推盈利能力升级, “双智”战略稳步推进, 正从家电企业蜕变为全球化科技集团, 增长前景可期。

2017Q1 主业增速超预期

美的集团 2017Q1 实现收入 597 亿元, YoY+56%; 归母净利 44 亿元, YoY+11%。其中, 东芝 Q1 实现收入 38 亿元, 净利润-1.9 亿元, 经营同比有效改善; KUKA 实现收入 58 亿元, YoY+26%, 净利润 2 亿元, YoY+27%, 持续增长。如果不考虑东芝+KUKA, 美的集团原业务收入 504 亿元, YoY+31%。本期确认并购 KUKA 的溢价摊销费用 6 亿元, 若按照 KUKA94.55%权益、东芝 80.1%权益, 扣除上述费用和两者的归母净利贡献, 美的原有业务归母净利 49.2 亿元, YoY+26%。

KUKA 订单快速增长, 业绩增长前景确定

KUKA 受益于中国机器人工业的提速发展。IFR 预计中国机器人销售到 2020 年可比 2015 年增长 1.3 倍。通过携手美的, KUKA 在中国区的业务也快速拓展, 2016 年 KUKA 来自中国区的订单达 5.3 亿欧元, YoY+44%。KUKA2016 年实现总收入 29 亿欧元, YoY+0.6%; 税后利润 0.9 亿欧元, YoY+0.1%。KUKA 预计其 2017 年收入 YoY+5%, 业绩持平上年。2017Q1 KUKA 收到订单 9.7 亿欧元, YoY+30%; 从 Q1 订单情况来看, 我们认为 KUKA 全年业绩大概率会超预期。

美的空调 2017Q2 内销增长弹性大

受益于年初空调补库存, 美的空调产销高增长。根据产业在线数据, 2017Q1 我国空调总销量/内销量/出口量分别 YoY+33%/+62%/+13%; 同期美的空调总销量/内销量/出口 YoY+26%/+47%/+15%; 2017Q1 美的空调内销市占率 22%, 同比-2.3pct; 出口市占率+0.3pct。内销增速略低于行业, 是因为公司空调业务也推行“T+3”, 减少了向渠道压货, 对渠道库存进行有效控制, 从而增加了后期的业绩弹性。另据中怡康数据, 2017Q1 美的空调/冰箱/洗衣机零售量 YoY+8%/-14%/-0.7%, 分别比行业增速 -10pct/-4pct/+10pct。空调/冰箱/洗衣机零售均价分别 YoY+3%/+6%/+6%, 通过涨价应对了原材料价格的上涨。

激励明确, 具备成长性的优质蓝筹, 维持“买入”评级

美的集团激励机制明确, 战略转型显现成效, “双智”战略稳步推进, 自动化及智能制造布局和国际市场的开拓, 为公司打开新的成长空间。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.74/3.49/4.30 元, 按 2017 年盈利预测, 给予 14-16 倍 PE 估值, 对应目标价 38.36-43.84 元。维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 凉夏和地产超调致空调销售不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,466
流通 A 股(百万股)	6,277
52 周内股价区间(元)	20.35-34.92
总市值(百万元)	217,635
总资产(百万元)	225,914
每股净资产(元)	10.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	139,347	159,842	250,055	285,854	331,227
+/-%	(2.08)	14.71	56.44	14.32	15.87
归属母公司净利润(百万元)	12,707	14,684	17,699	22,541	27,786
+/-%	20.99	15.56	20.53	27.35	23.27
EPS (元, 最新摊薄)	1.97	2.27	2.74	3.49	4.30
PE (倍)	17.11	14.81	12.28	9.64	7.82

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

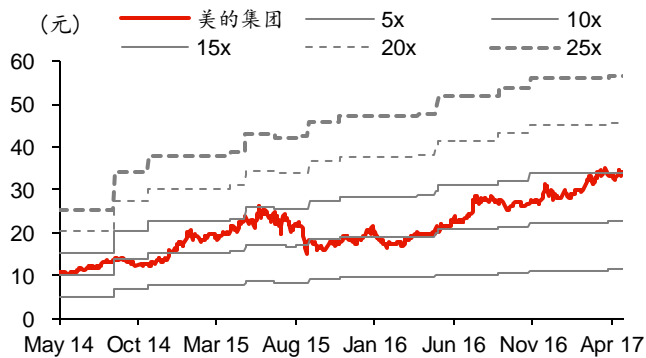
图表1: 公司单季度财务分析

单位: 亿元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 YoY (%)	-9.3	-2.2	34.0	56.6	55.4
归母净利 YoY (%)	16.9	12.2	23.2	10.7	11.4
ROE (%)	7.6	10.2	5.8	3.1	6.9
扣非后 ROE (%)	7.3	9.8	5.5	2.1	6.7
ROA (%)	3.0	3.9	2.1	1.3	2.4
销售毛利率 (%)	29.8	28.6	25.5	25.5	25.1
销售净利率 (%)	10.9	15.5	9.1	5.0	7.8
销售商品提供劳务收到的现金	320.6	358.0	443.6	411.1	471.3
经营活动现金净流量	66.0	15.3	109.1	76.6	70.1
购建固定无形长期资产支付的现金	4.8	5.9	5.3	7.2	5.1
投资支付的现金	263.3	169.6	217.8	258.1	284.1
投资活动现金净流量	-95.6	-67.8	-14.3	-20.1	-269.1
吸收投资收到的现金	0.2	0.3	6.1	1.6	1.6
取得借款收到的现金	77.7	200.3	10.1	36.0	298.3
筹资活动现金净流量	48.0	84.4	-112.5	-18.3	285.5
现金流量净额	18.4	32.8	-17.5	39.7	87.0

资料来源: Wind、华泰证券研究所

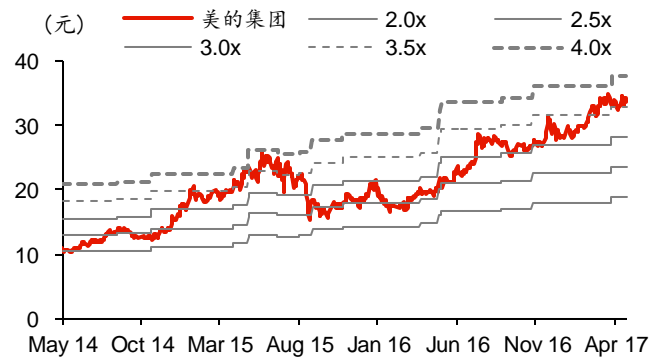
PE/PB - Bands

图表2: 美的集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 美的集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	93,368	120,621	154,859	179,580	215,810
现金	11,862	17,196	34,535	49,096	73,089
应收账款	10,372	13,455	22,212	25,392	29,422
其他应收账款	1,101	1,140	1,827	2,089	2,420
预付账款	988.63	1,587	1,846	2,088	2,398
存货	10,449	15,627	25,274	28,585	32,829
其他流动资产	58,595	71,616	69,165	72,330	75,652
非流动资产	35,474	49,979	31,107	30,036	28,958
长期投资	2,888	2,212	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	18,730	21,057	20,286	19,359	18,355
无形资产	3,392	6,869	6,875	6,875	6,875
其他非流动资产	10,464	19,842	3,947	3,802	3,729
资产总计	128,842	170,601	185,966	209,615	244,768
流动负债	72,004	89,184	89,879	100,955	114,906
短期借款	3,921	3,024	0.00	0.00	0.00
应付账款	17,449	25,357	36,920	41,756	47,956
其他流动负债	50,634	60,803	52,959	59,199	66,950
非流动负债	806.46	12,440	7,998	3,373	3,586
长期借款	90.06	2,254	2,254	2,254	2,254
其他非流动负债	716.40	10,186	5,743	1,119	1,332
负债合计	72,810	101,624	97,877	104,328	118,492
少数股东权益	6,830	7,850	9,263	11,000	13,218
股本	4,267	6,459	6,459	6,459	6,459
资本公积	14,511	13,597	13,597	13,597	13,597
留存公积	31,376	40,910	58,771	74,232	93,002
归属母公司股	49,202	61,127	78,826	94,288	113,058
负债和股东权益	128,842	170,601	185,966	209,615	244,768

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	26,764	26,695	6,016	25,220	31,872
净利润	13,625	15,862	19,112	24,278	30,005
折旧摊销	0.00	0.00	1,061	1,072	1,077
财务费用	138.93	(1,006)	115.19	(40.18)	(136.56)
投资损失	(2,011)	(1,286)	(1,110)	(1,200)	(1,000)
营运资金变动	10,578	9,090	(12,580)	916.19	1,714
其他经营现金	4,434	4,036	(582.05)	194.13	213.13
投资活动现金	(17,989)	(19,781)	14,747	1,200	1,000
资本支出	3,131	2,323	0.00	0.00	0.00
长期投资	17,254	16,976	(7,906)	0.00	0.00
其他投资现金	2,395	(482.15)	6,841	1,200	1,000
筹资活动现金	(8,877)	159.91	(3,425)	(11,858)	(8,880)
短期借款	(2,150)	(896.51)	(3,024)	0.00	0.00
长期借款	70.86	2,164	0.00	0.00	0.00
普通股增加	51.03	2,192	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,486	(914.62)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,335)	(2,385)	(400.72)	(11,858)	(8,880)
现金净增加额	(84.92)	7,326	17,339	14,562	23,993

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	139,347	159,842	250,055	285,854	331,227
营业成本	102,663	115,615	184,601	208,781	239,778
营业税金及附加	911.33	1,077	1,685	1,926	2,232
营业费用	14,800	17,678	26,362	29,746	33,949
管理费用	7,442	9,621	16,610	18,491	20,925
财务费用	138.93	(1,006)	115.19	(40.18)	(136.56)
资产减值损失	4.77	380.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	81.61	117.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,011	1,286	1,110	1,200	1,000
营业利润	14,917	17,436	21,791	28,151	35,479
营业外收入	1,707	1,819	1,500	1,300	1,100
营业外支出	572.56	340.38	500.00	500.00	800.00
利润总额	16,051	18,915	22,791	28,951	35,779
所得税	2,427	3,053	3,678	4,672	5,775
净利润	13,625	15,862	19,112	24,278	30,005
少数股东损益	917.93	1,178	1,413	1,737	2,218
归属母公司净利润	12,707	14,684	17,699	22,541	27,786
EBITDA	15,056	16,430	22,967	29,182	36,420
EPS(元)	2.98	2.27	2.74	3.49	4.30

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(2.08)	14.71	56.44	14.32	15.87
营业利润	10.90	16.89	24.98	29.19	26.03
归属母公司净利润	20.99	15.56	20.53	27.35	23.27
获利能力(%)					
毛利率	26.33	27.67	26.18	26.96	27.61
净利率	9.12	9.19	7.08	7.89	8.39
ROE	25.83	24.02	22.45	23.91	24.58
ROIC	31.54	26.32	31.07	41.26	54.53
偿债能力					
资产负债率(%)	56.51	59.57	52.63	49.77	48.41
净负债比率(%)	5.51	5.35	2.30	2.16	1.90
流动比率	1.30	1.35	1.72	1.78	1.88
速动比率	1.15	1.18	1.44	1.50	1.59
营运能力					
总资产周转率	1.12	1.07	1.40	1.45	1.46
应收账款周转率	13.25	12.70	13.74	12.01	12.09
应付账款周转率	5.46	5.40	5.93	5.31	5.35
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.27	2.74	3.49	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	4.14	4.13	0.93	3.90	4.93
每股净资产(最新摊薄)	7.62	9.46	12.20	14.60	17.50
估值比率					
PE(倍)	17.11	14.81	12.28	9.64	7.82
PB(倍)	4.42	3.56	2.76	2.31	1.92
EV_EBITDA(倍)	13.62	12.48	8.93	7.03	5.63

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com