

公司研究/更新报告

2017年05月21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): 35.54
合理价格区间(元): 41.9~48.9

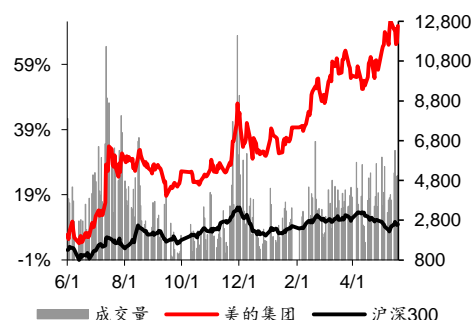
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

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

相关研究

- 1《美的集团(000333,买入): 主业高成长, 并购锦上添花》2017.05
- 2《美的集团(000333,买入): KUKA 并表, 超预期更好》2017.05
- 3《美的集团(000333,买入): 蜕变之始, 御风而行》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

AEG 一小步, 美的一大步

美的集团(000333)

引进高端家电 AEG, 美的产品定位高端化, 转型战略持续演进

近期美的宣布与伊莱克斯合作, 引入源自德国的百年高端家电品牌 AEG。我们认为这是美的自 2011 年以来战略转型的持续演进, 美的在推进 AEG 品牌过程中将获得高端品牌的运作能力, 为下一阶段的发展奠定基础。

产品定位高端化, 是美的 2011 年以来战略转型的持续演进

市场将此次合作视作一次普通的交易, 即 AEG 借助美的在本土市场的优势拓展中国市场, 我们则认为这一举动对美的而言有着更大的深意。未来 2 年, 可能 AEG 对美的收入、净利的贡献不大, 但美的将在推进 AEG 品牌的过程中获得高端品牌的运作能力, 为下一阶段的发展奠定基础。消费升级带来家电行业发展的新机遇, 消费者重视产品品质和品牌, 美的产品定位高端化顺应了这一趋势, 是美的 2011 年以来战略转型升级的持续演进。

AEG 是百年历史沉淀的德国高端品牌

AEG 是伊莱克斯集团下的高端家电品牌。AEG 成立于 1887 年, 产品涉及多个方面, 在家电领域主要包括白电、厨电、小家电等。AEG 于 1994 年并入全球知名的家电商伊莱克斯集团, 集团旗下拥有 Electrolux, Frigidaire 等多个品牌, 其中 AEG 是高端家电的代表, 在德国、奥地利和 Benelux 经济联盟有着强的品牌影响力。在过去的 130 多年里, AEG 一直是消费品创新开发的先驱者, 追求卓越品质。美的引入 AEG, 重点在冰箱和厨电领域的高端产品, 直接弥补了美的相应产品在高端顶尖市场的不足。

选择引进而非自创高端品牌, 是相对容易成功的路径

美的通过引进 AEG 高端产品提升自身产品定位。品牌高端化的路径有两个, 一是依靠自创, 二是通过外部引进。消费者往往对品牌形成固有认识, 这是品牌定位由普通走向高端化的障碍, 因此相对而言, 引进比自创高端品牌更节省投入、成功的可能性也更高。美的在大众产品市场已经占据领先地位, 但与某些细分领域的龙头相比, 高端产品仍具备提升空间。我们预计, 短期美的主要依靠直接进口 AEG 产品, 未来或许能够自主生产, 这一过程本身有助于美的产品在工艺、质控等方面的提升。

具备成长性的优质蓝筹, 维持“买入”评级

消费升级在家电企业带来新的发展机遇, 美的作为国内家电龙头, 具备品牌优势。公司“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略并发, 聚焦产品与用户, 深化经营转型, 已经取得显著成效。美的激励机制明确, 战略转型持续推进, 长期增长前景确定。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.74/3.49/4.30 元, 考虑到公司 2017 年利润表受到并购溢价摊销影响较大, 2018 年业绩将更为真实地反映经营状况, 我们按 2018 年盈利预测, 给予 12~14 倍 PE 估值, 对应目标价 41.9~48.9 元。维持“买入”评级。

风险提示: 合作事项待监管审批, 房地产超调, 国际运营政策、汇率风险。

公司基本资料

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股) | 6,466 |
| 流通 A 股 (百万股) | 6,275 |
| 52 周内股价区间 (元) | 22.30-36.15 |
| 总市值 (百万元) | 229,790 |
| 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 | 17,687 | 22,516 | 27,761 |
| +/-% | 20.99 | 15.56 | 20.45 | 27.30 | 23.30 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 1.97 | 2.27 | 2.74 | 3.49 | 4.30 |
| PE (倍) | 18.06 | 15.63 | 12.98 | 10.19 | 8.27 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

| | |
|------------------------------|---|
| 有别于市场的观点..... | 3 |
| PE/PB - Bands | 3 |
| 消费升级，家电企业发展的新机遇..... | 4 |
| 消费升级，家电行业的新机遇 | 4 |
| 家电企业顺势发力高端市场..... | 4 |
| AEG，百年历史沉淀的德国高端品牌..... | 5 |
| 伊莱克斯，全球知名的家电领导品牌 | 5 |
| AEG，百年历史传承的高端品牌 | 6 |
| AEG 一小步，美的高端化一大步 | 8 |
| 产品高端化，是美的战略转型的演进 | 8 |
| 牵手 AEG，美的直接切入白电、厨电最高端市场..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1：美的集团历史 PE-Bands | 3 |
| 图表 2：美的集团历史 PB-Bands | 3 |
| 图表 3：洗衣机中滚筒洗衣机份额快速提升 | 4 |
| 图表 4：冰箱中对多门冰箱占比提高..... | 4 |
| 图表 5：高售价段位的冰箱产品主要为国外品牌..... | 4 |
| 图表 6：国内冰箱品牌格局，在金字塔最顶端以海外品牌占优 | 4 |
| 图表 7：伊莱克斯近几年销售收入、业绩..... | 5 |
| 图表 8：伊莱克斯 2016 年销售收入构成..... | 5 |
| 图表 9：伊莱克斯主要市场区域对应的品牌和销售收入占比..... | 5 |
| 图表 10：AEG 部分家电产品展示..... | 6 |
| 图表 11：Electrolux 在中国出售的冰箱既有高端产品，也有低端产品..... | 7 |
| 图表 12：天猫旗舰店 Electrolux 和美的、海尔官方商城各自最高售价产品对比..... | 7 |
| 图表 13：美的集团的几个重要发展阶段，目前处于 2011 年以来的战略转型进程中..... | 8 |
| 图表 14：美的 2012 年及以后利润增速高于收入..... | 8 |
| 图表 15：美的运营效率改善，存货周转率持续提升 | 8 |
| 图表 16：美的部分产品线下零售额市场占有率 | 9 |
| 图表 17：代表冰箱高端产品的对开门冰箱中，美的的份额低于海尔和容声 | 9 |
| 图表 18：在出售的冰箱产品中，美的高价产品占比小于西门子、海尔 | 9 |
| 图表 19：美的油烟机售价低于老板、方太、西门子等 | 9 |
| 图表 20：美的燃气灶售价低于老板、方太、西门子等 | 9 |

有别于市场的观点

2017年5月2日，美的集团与全球知名的家电集团伊莱克斯集团签订协议，在中国市场建立长期战略合作，共同成立合资公司，为中国消费者引入源自德国的百年高端家电品牌AEG。新组建的合资公司将由美的控股，结合双方的优势来开拓中国高端零售市场和以地产项目为代表的商用市场。

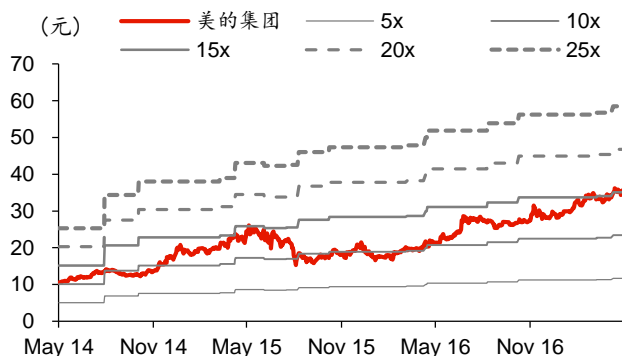
与市场众投资者的理解不同，我们认为这次合作对美的集团而言有着特别的意义。市场将美的与伊莱克斯的合作视作一次普通的合作，认为美的主要受益来自于合资公司在中国销售的家电产品收入。而我们认为，未来两年，可能AEG对美的收入、净利的贡献不大，但是美的将在推进AEG品牌的过程中获得高端品牌的运作能力，为下一阶段的发展奠定基础。产品定位高端化，是美的自2011年以来战略转型升级的持续演进。

美的在大众产品市场已经取得领先优势，下一步，美的产品目标直指家电行业金字塔最顶端的市场，而这一市场目前海外品牌仍占据优势。通过AEG品牌高端产品的引入快速弥补了美的自身在中国高端市场的不足，这一合作也意味着公司产品高端化又迈进一大步。其实在AEG之前，美的收购了日本知名家电品牌东芝、与Clivet的合作等，都是美的实现产品高端化的努力。公司产品高端化，顺应了消费升级的趋势，也意味着企业发展将进入新的阶段。

风险提示：合作事项待监管审批；房地产超调、凉夏等导致空调销售低于预期；公司国际运营的政策、汇率风险。

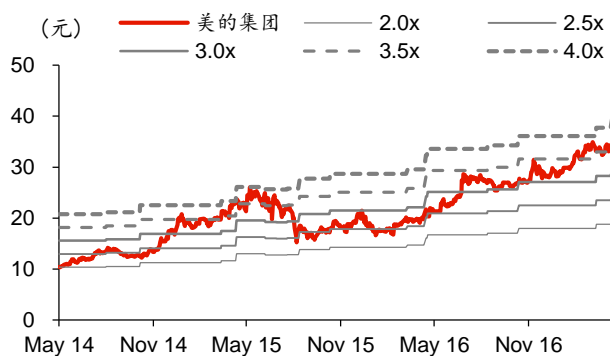
PE/PB - Bands

图表1：美的集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：美的集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

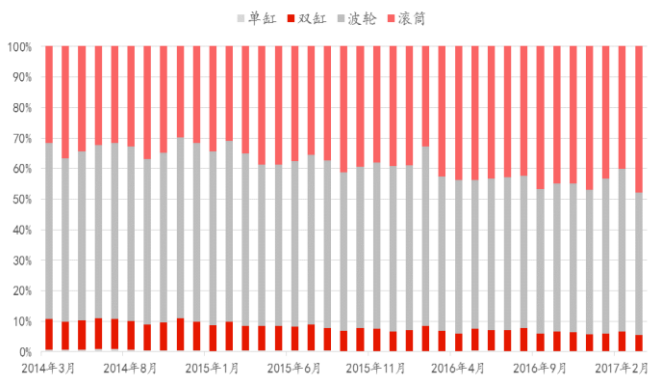
消费升级，家电企业发展的新机遇

消费升级，家电行业的新机遇

按照马斯洛需求层次理论，当低层次的需求得到满足时，消费者必然会追求更高层次的需求。中国居民收入持续增长，为更高层次的消费提供了动力；技术进步不断创造出新的产品和新的消费条件，为消费升级提供了客观条件。同时，年轻消费群体的崛起，推动了个性化、多元化消费，带来更多对生活品质的追求。消费升级是我们身边实实在在发生的进程，而且迅速从一二线传导至三四线城市甚至农村。

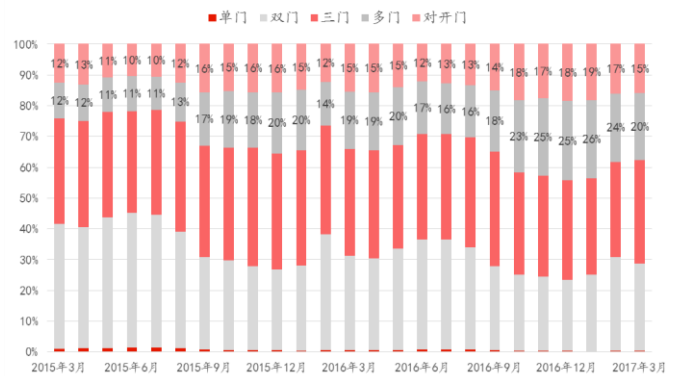
在家电行业，家电产品已经基本度过了普及型消费阶段，消费升级的表现主要有两个方面。一方面，产品品类的扩张，代表性的是新式家电的应用及流行，比如洗碗机、扫地机器人等；另一方面，高端、升级产品逐步替代低端、入门级产品，消费者品牌意识增强，比如洗衣机中滚筒洗衣机占比快速提升，冰箱中对开门和多门冰箱挤占单门、双门的份额。

图表3：洗衣机中滚筒洗衣机份额快速提升



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表4：冰箱中对多门冰箱占比提高



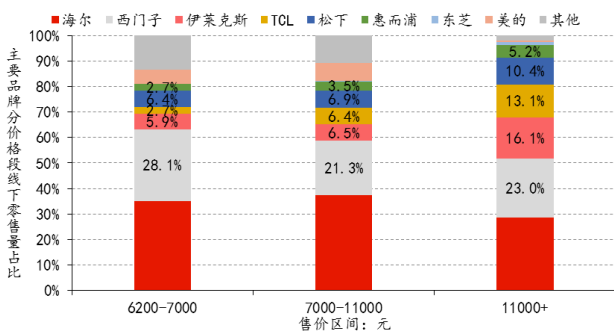
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

家电企业顺势发力高端市场

家电企业调整产品以顺应消费升级趋势，家电巨头发力高端市场。居民收入增加和对更高质量的要求，增加了高端市场的消费；消费者品牌意识强化，因此强势品牌市场份额有望继续提升。截至目前，本土家电品牌已经在大众产品市场占据绝对优势，空调、冰箱、洗衣机三大白电线下零售量中国内品牌占比超过6成，空调高达9成（中怡康口径）。但在细分家电产品金字塔的最顶端，海外品牌仍然具备竞争优势。以国内冰箱市场为例，最顶级的产品仍然以西门子、博世等具备历史沉淀的品牌占优。

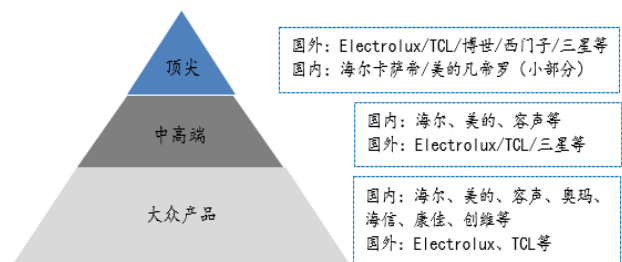
美的作为白电龙头，在大众产品市场已经取得领先优势，下一步进军家电行业金字塔顶端的市場，提升产品定位，既是顺应行业发展趋势，也是公司战略转型的演进。

图表5：高售价段位的冰箱产品主要为国外品牌



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表6：国内冰箱品牌格局，在金字塔最顶端以海外品牌占优



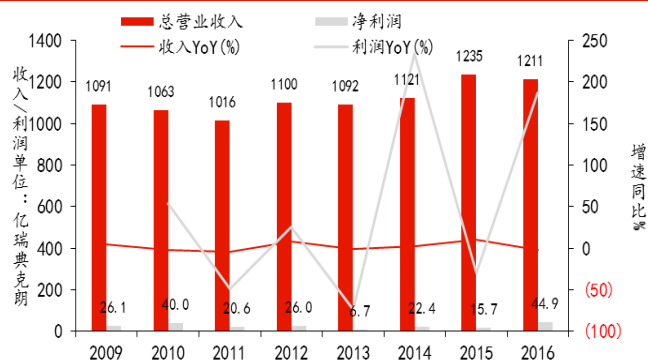
资料来源：华泰证券研究所

AEG，百年历史沉淀的德国高端品牌 伊莱克斯，全球知名的家电领导品牌

伊莱克斯集团是全球知名的家电与商用电器的领先企业，AEG 是集团旗下品牌之一。伊莱克斯集团于 1919 年创建于瑞典，在随后的近百年时间里，不断通过兼并收购扩大经营规模，现已经成为国际规模排名靠前的家电巨头。伊莱克斯集团提供的产品包括空调、冰箱、洗衣机、微波炉、电饭煲、灶具、洗碗机、吸尘器和小家电等全系列产品，是世界上唯一可以同时为普通消费者和专业人士提供完整解决方案的家电供应商。集团平均每年售出 6000 万件产品，销售遍及 150 个国家市场。2016 年伊莱克斯集团全球销售额 1211 亿瑞典克朗/净利润 45 亿瑞典克朗，约合人民币收入 1588 亿元/净利润 59 亿元。分收入构成来看，2016 年伊莱克斯集团的收入中 87% 来自主要家电品类 (Major appliances, 包含：冰箱、洗衣机、洗碗机、大灶具和微波炉)；分区域的收入贡献来看，伊莱克斯集团的主要收入来自西欧和北美市场。

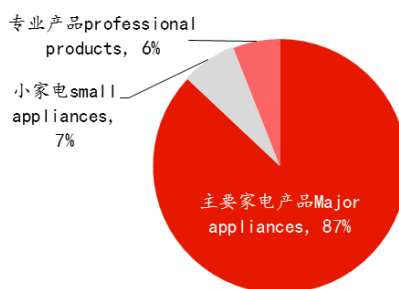
伊莱克斯集团旗下的主要家电品牌包括 AEG, Electrolux, Frigidaire, Westinghouse 和 Zanussi，其中 AEG 是 1994 年收购的。这些品牌除了 Electrolux 全球运营外，其他品牌各自有一定的区域市场分布，其中 AEG 主要分布在欧洲、非洲和亚洲。

图表7：伊莱克斯近几年销售收入、业绩



资料来源：伊莱克斯年报、华泰证券研究所

图表8：伊莱克斯 2016 年销售收入构成



资料来源：伊莱克斯年报、华泰证券研究所

图表9：伊莱克斯主要市场区域对应的品牌和销售收入占比

| 核心市场 | 区域 | 区域收入在集团占比 (2016年) | 集团在该区域的主要品牌 | 该区域内主要产品收入构成 (2016年) | | |
|-------|-----------------|-------------------|-------------------------|----------------------|-----|-------------|
| | | | | 主要家电 | 小家电 | 专业食品服务和洗衣设备 |
| 核心市场 | 西欧 | 30% | Electrolux AEG ZANUSSI | 80% | 8% | 12% |
| | 北美 | 38% | Electrolux FRIGIDAIRE | 95% | 3% | 2% |
| | 澳大利亚、新西兰、日本 | 3% | Electrolux Westinghouse | 85% | 8% | 7% |
| 成长型市场 | 非洲、中东、东欧 (含俄罗斯) | 11% | Electrolux AEG ZANUSSI | 84% | 9% | 7% |
| | 拉丁美洲 | 13% | Electrolux FRIGIDAIRE | 94% | 6% | |
| | 中国和东南亚 (含印度) | 5% | Electrolux AEG | 69% | 22% | 9% |

资料来源：伊莱克斯年报、华泰证券研究所

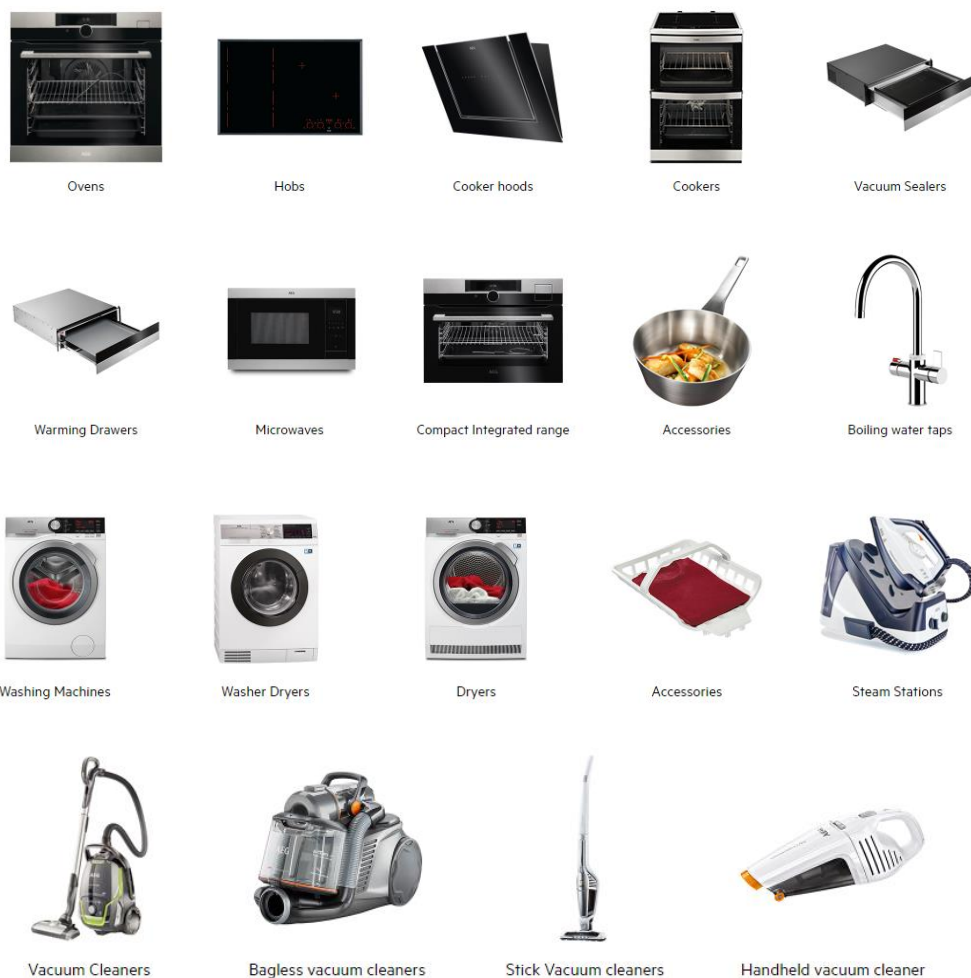
AEG, 百年历史传承的高端品牌

AEG 品牌具备深厚的历史沉淀。AEG (Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft) 成立于 1887 年, 1994 年并入伊莱克斯集团。当前 AEG 品牌的产品涉及汽车、火车、电动工具、电子设备、电子仪器、电力设备、微电子等多个方面。在家电产品方面, AEG 品牌下主要产品包括白电、厨电、小家电(如吸尘器)和部分家电配件。

在过去的 130 多年里, AEG 一直是消费品创新开发的先驱者, 从其设计理念“perfekt in form und funktion” (译作“神形合一, 完美呈现”)可见 AEG 对品质的追求。AEG 家电品牌在欧洲可比以高端奢侈著称的 Miele, 尤其在德国、奥地利和 Benelux 经济联盟 (比利时、荷兰和卢森堡三国建立的经济集团), AEG 有着非常强的品牌影响力。

在伊莱克斯集团旗下, AEG 品牌的定位高端、创新。2016 年伊莱克斯集团展示了新的 AEG 品牌 logo, 同时发布了 2 个系列的产品, 除了一款新的洗涤、烘干一体化洗衣机外, 同时发布了世界上第一款会响应用户的需求的厨房——AEG Mastery 系列厨电产品, 具备记忆功能和可定制选项, 是智能的嵌入式家用电器, 能带来独有的烹饪体验。

图表10: AEG 部分家电产品展示



资料来源: AEG 官网、华泰证券研究所

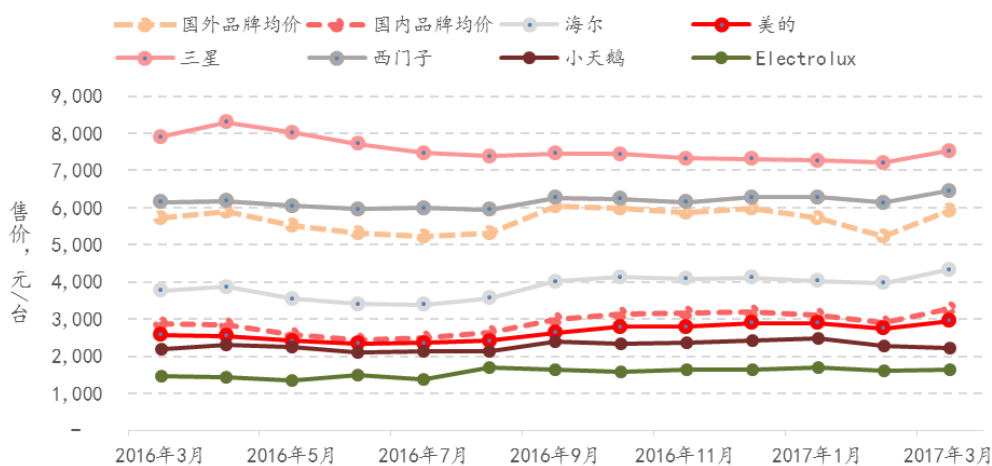
伊莱克斯集团早在 1997 年即进入了中国, 但由于中国本土家电企业的强势竞争力, 伊莱克斯集团在中国的业务增长并不快, 到 2016 年中国区收入在集团中占比 <5%。伊莱克斯集团在中国出售的 Electrolux 品牌家电, 既有高端也有低端的产品。以冰箱线为例, 在线上销售平台天猫官方商城, Electrolux 售价最高的冰箱 20200 元/台, 高于海尔和美的, 其

中在天猫平台最高售价的海尔冰箱 7999 元/台，美的冰箱 8699 元/台（在各公司官网，海尔、美的产品的最高售价是 12999 元/台）；从中怡康渠道监测的线下产品均价看，Electrolux 冰箱平均售价则低于国内主要品牌，说明 Electrolux 销售的冰箱中低价产品占比较高。

相比 Electrolux，AEG 在中国更容易建立起高端形象。消费者往往会对产品品牌形成固有印象，这是为何企业经常要采用不同的品牌来区分高、低端定位层次不同的产品。因此，伊莱克斯集团与美的集团的合作，并没有选择已经进入中国市场的 Electrolux 品牌下的高端产品，而是取而代之以集团旗下的高端品牌 AEG，凸显本次合作是美的与伊莱克斯集团多次商讨后的有备而为。AEG 虽然也是在 1980s 就进入了中国，不过 AEG 早期主要业务是在电力设备领域，2016 年前后伊莱克斯集团才将 AEG 品牌的家电初步引入中国。

通过本次合作，AEG 将获得伊莱克斯集团在高端产品及品牌运营的专业性，而美的作为国内家电市场龙头，对本土市场有着独到的洞察和渠道优势。我们看好美的与伊莱克斯集团的合作。

图表11： Electrolux 在中国出售的冰箱既有高端产品，也有低端产品



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表12： 天猫旗舰店 Electrolux 和美的、海尔官方商城各自最高售价产品对比

| Electrolux | 海尔 | 美的 | 美的 |
|-----------------------------------|---|-----------------------|-------------------------------|
| | | | |
| ¥20200.00 | ¥7999 | ¥8699.00 | ¥12999.00 |
| Electrolux/伊莱克斯 EQE6807SD-NC N多门式 | Haier/海尔 BCD-620WD88U1 620升智能十字对开多门风冷无霜 | Midea/美的 BCD-530WGP2V | 冰箱 646L 凡帝罗智能冰箱 BCD-646 WGP2V |

资料来源：天猫商城、美的/海尔官方商城、华泰证券研究所 注：取材时间为 2017 年 5 月 18 日

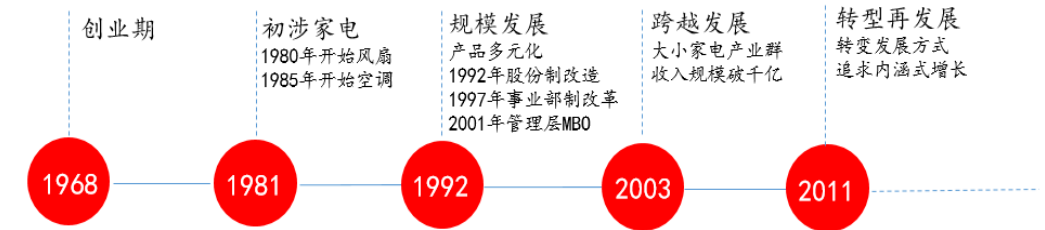
AEG 一小步，美的高端化一大步 产品高端化，是美的战略转型的演进

2011年开始，美的加快战略转型，推动公司经营从注重增长数量向质量转型，从低附加值向高附加值转型，从粗放式向精益管理转型。“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴，聚焦产品与用户，深化经营转型，加大科技投入，积极推动全球研发布局，推动精益制造及精益管理，产品品质与口碑持续改善。

美的三大战略并发，本质是商业模式的改变。公司从原来低成本、大规模竞争模式转向有差异化的竞争。美的战略转型的成效在财务方面得到体现，例如在收入方面，2012年以后收入重回增长通道，且利润增速高于收入，显示公司盈利水平的提升；在运营效率方面，存货周转率从2007-2011年的6左右提高至9左右。

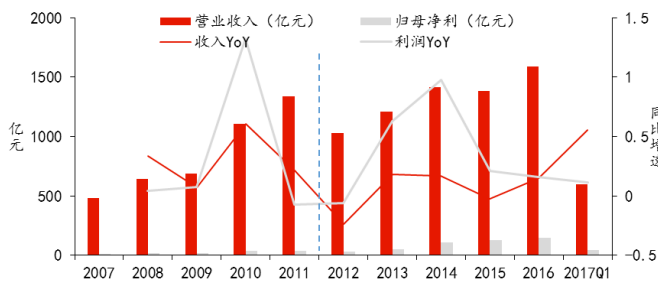
我们认为，对美的来讲，其在国内的家电市场处于龙头地位，空调、洗衣机等优势产品的市场份额仍处于提升当中。短期来看，公司除了海外并购资产的整合和新产业拓展，重要的是继续巩固传统家电行业的地位，保持“产品领先”优势。产品领先，一方面要靠公司持续加大研发投入以保证技术领先，公司在德国、美国、日本、甚至奥地利都有研发布局，过去几年公司投入最多的就是研发；另一方面，我们认为公司产品定位高端化，迎接消费升级机遇，抢占高端市场份额。这也是公司自2011年以来，新发展模式的持续演进。

图表13：美的集团的几个重要发展阶段，目前处于2011年以来的战略转型进程中



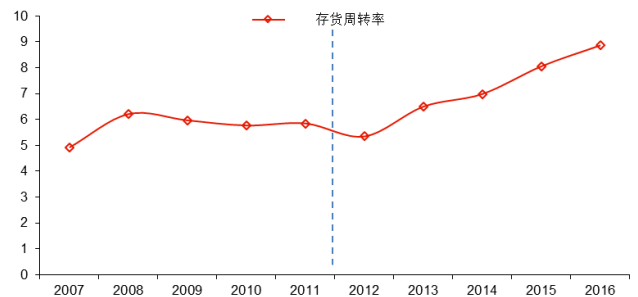
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表14：美的2012年及以后利润增速高于收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15：美的运营效率改善，存货周转率持续提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

牵手AEG，美的直接切入白电、厨电最高端市场

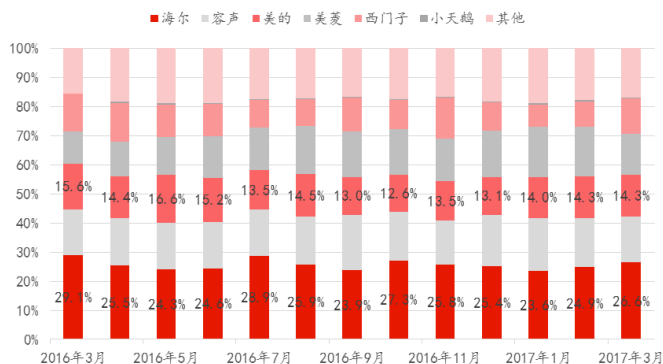
美的家电产品已经在多个领域处于领先优势，但作为综合性公司，美的相比一些细分领域的龙头仍具备提升空间。据中怡康市场数据，美的多个产品线下零售额市场占有率居前，空调、洗衣机、以及各类小家电中的电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶、微波炉等市场前二，相对弱势在冰箱、烟灶具，市场排名3-4。冰箱、厨电方面，美的在高端市场具备提升空间。美的通过引进AEG产品，可以迅速补齐公司在烟灶、冰箱领域的短板。

图表16: 美的部分产品线零售额市场占有率

| 品类 | 2016年 | | 2015年 | |
|------|-------|------|-------|------|
| | 市场占有率 | 市场排名 | 市场占有率 | 市场排名 |
| 空调 | 23.9% | 2 | 25.2% | 2 |
| 洗衣机 | 23.0% | 2 | 21.3% | 2 |
| 冰箱 | 10.5% | 3 | 9.6% | 4 |
| 电饭煲 | 42.2% | 1 | 42.3% | 1 |
| 电磁炉 | 50.0% | 1 | 48.6% | 1 |
| 电压力锅 | 45.5% | 1 | 42.7% | 1 |
| 电水壶 | 36.9% | 1 | 32.2% | 1 |
| 微波炉 | 45.7% | 2 | 44.6% | 2 |
| 热水器 | 12.7% | 3 | 12.2% | 3 |
| 油烟机 | 9.5% | 3 | 8.8% | 3 |
| 燃气灶 | 7.2% | 4 | 7.2% | 4 |

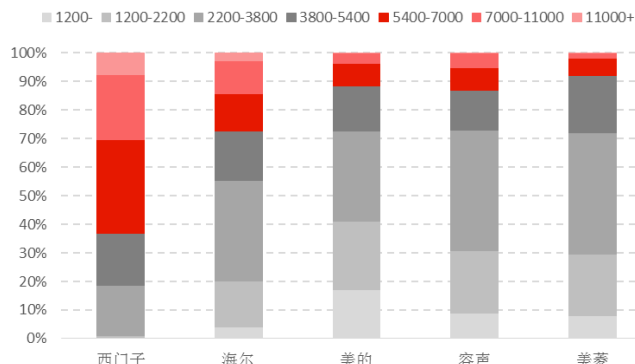
资料来源: 中怡康、美的年报、华泰证券研究所

图表17: 代表冰箱高端产品的对开门冰箱中, 美的份额低于海尔和容声



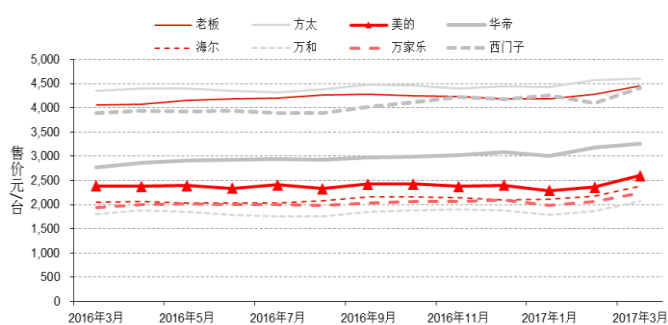
资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

图表18: 在售的冰箱产品中, 美的高价产品占比小于西门子、海尔



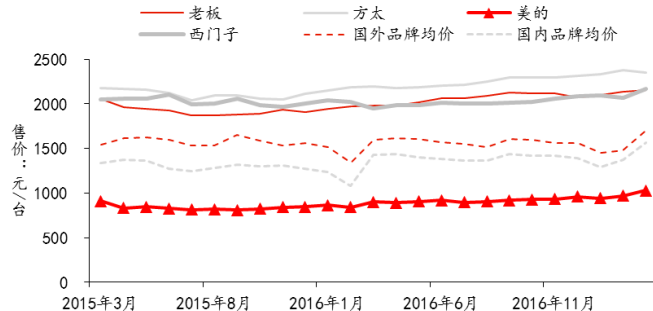
资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

图表19: 美的油烟机售价低于老板、方太、西门子等



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

图表20: 美的燃气灶售价低于老板、方太、西门子等



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

如何拓展高端化市场? 选择引进而非自创高端品牌, 是相对容易成功的路径。品牌高端化的路径有两个: 一是自创高端品牌, 二是通过外部引进成熟高端品牌。相对而言, 引进高端品牌可能存在水土不服的风险, 但比自创品牌更节省投入, 成功的可能性也更高。品牌形象由低端变高端, 最直观的难题就是市场认知, 要打破消费者心目中对一个企业品牌的固有印象, 需要非常大的投入和周期方能完成。美的的产品, 比如空调、冰洗等在中国已经深入人心, 是本土品牌中的中高端, 但以自有品牌进入行业产品金字塔的最顶端, 可能在品牌的认知度上会有障碍, 特别是在冰箱、烟机灶具等相对薄弱的领域。因此, 美的想进一步拓展高端化市场, 选择引进伊莱克斯的 AEG 品牌, 是比自创品牌更便捷的路径。

美的与伊莱克斯的合作是双赢之举。美的对本土消费者有着独到的洞察，能够帮助 AEG 拓展中国市场，这同样也会增加美的集团的收入。进口高端产品，直接弥补了美的在相应高端家电市场的不足；美的将在推进 AEG 品牌的过程中，将获得高端品牌的运作能力。与此同时，从直接进口 AEG 产品，到后期或许能够自主生产，对美的本身产品生产的工艺、质控等方面，也会有很大提升，为产品的高端化奠定基础。

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 | 148,386 | 173,085 | 209,298 |
| 现金 | 11,862 | 17,196 | 28,062 | 42,602 | 66,577 |
| 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 | 179,494 | 203,121 | 238,256 |
| 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 | 9,262 | 10,997 | 13,213 |
| 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 | 52,300 | 67,741 | 86,496 |
| 归属母公司股 | 49,202 | 61,127 | 72,355 | 87,796 | 106,551 |
| 负债和股东权益 | 128,842 | 170,601 | 179,494 | 203,121 | 238,256 |

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 | 6,019 | 25,225 | 31,878 |
| 净利润 | 13,625 | 15,862 | 19,099 | 24,251 | 29,978 |
| 折旧摊销 | 0.00 | 0.00 | 1,061 | 1,072 | 1,077 |
| 财务费用 | 138.93 | (1,006) | 131.37 | (7.76) | (104.05) |
| 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 | (9,900) | (11,886) | (8,902) |
| 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) | (6,876) | (11,886) | (8,902) |
| 现金净增加额 | (84.92) | 7,326 | 10,866 | 14,540 | 23,975 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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) | 131.37 | (7.76) | (104.05) |
| 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 | 21,775 | 28,118 | 35,447 |
| 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 | 22,775 | 28,918 | 35,747 |
| 所得税 | 2,427 | 3,053 | 3,676 | 4,667 | 5,769 |
| 净利润 | 13,625 | 15,862 | 19,099 | 24,251 | 29,978 |
| 少数股东损益 | 917.93 | 1,178 | 1,412 | 1,735 | 2,216 |
| 归属母公司净利润 | 12,707 | 14,684 | 17,687 | 22,516 | 27,761 |
| 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 | 24.88 | 29.13 | 26.06 |
| 归属母公司净利润 | 20.99 | 15.56 | 20.45 | 27.30 | 23.30 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 26.33 | 27.67 | 26.18 | 26.96 | 27.61 |
| 净利率 | 9.12 | 9.19 | 7.07 | 7.88 | 8.38 |
| ROE | 25.83 | 24.02 | 24.44 | 25.65 | 26.05 |
| ROIC | 31.54 | 26.32 | 31.07 | 41.26 | 54.53 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 56.51 | 59.57 | 54.53 | 51.36 | 49.73 |
| 净负债比率 (%) | 5.51 | 5.35 | 2.30 | 2.16 | 1.90 |
| 流动比率 | 1.30 | 1.35 | 1.65 | 1.71 | 1.82 |
| 速动比率 | 1.15 | 1.18 | 1.37 | 1.43 | 1.54 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.12 | 1.07 | 1.43 | 1.49 | 1.50 |
| 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 | 3.91 | 4.94 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.62 | 9.46 | 11.20 | 13.59 | 16.50 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 18.06 | 15.63 | 12.98 | 10.19 | 8.27 |
| PB (倍) | 4.67 | 3.76 | 3.17 | 2.61 | 2.15 |
| EV_EBITDA (倍) | 14.51 | 13.29 | 9.51 | 7.48 | 6.00 |

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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