

超预期的，岂止空调

■事件：美的集团公布半年报，2017H1 实现收入 1245 亿元，YoY+61%；归母净利润 108 亿元，YoY+14%。其中 2017Q2 实现收入 650 亿元，YoY+65%；归母净利润 65 亿元，YoY+16%。我们测算，Q2 单季不含 KUKA 和东芝的原业务收入 YoY+36%，业绩约 YoY+24%。虽然在成本费用端有诸多利空，但公司 Q2 收入和业绩表现仍超出市场预期。我们预计下半年空调补库存继续，小家电维持强劲，公司业绩仍向好。

■Q2 收入和业绩增长超预期：根据公告，美的 Q2 因并购确认的摊销费用为 7.6 亿元，本期汇兑损失约 3.4 亿元（上年同期-6.9 亿元），若排除上述因素，公司的业绩增速会更喜人。我们认为高增长的主要原因有：1) 空调。根据公告 2017H1 暖通空调销售收入 YoY+41.5%，公司作为空调龙头，充分享受行业高景气红利。我们认为公司空调的高增长在下半年有望继续，一方面是因为夏季空调旺销，当前行业渠道库存仍处于较低水平，补库存继续；另一方面，公司上年基数较低，Q3 弹性大。可资参考的是，截至 6 月底公司账面预收款 142 亿元，YoY+246%，比年初也增加了 39 亿元，应收票据+应收款同比增加 20 亿元。另外，根据产业在线数据，7 月美的空调总销量/内销量/出口量分别 YoY+118%/+193%/+38%。2) 小家电。2017H1 公司家用电器收入 YoY+47%。我们预计其中冰箱增长 10%~20%、洗衣机增 20%~30%，则厨电及小家电在上半年实现高增长，估计小家电表现最佳。3) 出口。2017H1 出口收入 YoY+77%，除了并购 KUKA 和东芝外，亦受益于海外经济复苏及产品结构升级给我国家电行业出口带来的机遇。4) 电商。2017H1 公司全网上零售超过 200 亿元，YoY+80%，线上收入占内销近 25%，较 2016 年提高了约 5pct。

■毛利率环比改善：根据公告，2017H1 公司暖通空调/家用电器毛利率同比下滑 3.4pct/1.8pct，市场或认为这主要是受原材料涨价影响。我们认为，公司虽然成本承压，但 2017Q2 单季毛利率 25.4%，较 Q1 提高 0.3pct，环比改善趋势明显，说明公司通过提价、产品结构调整等手段已经开始修复盈利能力。另外，我们认为本期汇率波动对公司毛利率的影响较大，根据公告公司国外收入毛利率同比下滑 4.6pct，比国内业务多下滑 1.7pct。假设下半年汇率维持相对稳定，则这部分损失可降低。

■东芝 Q2 已实现盈利：根据公告，东芝上半年实现收入 75.3 亿元、净利润-0.9 亿元，单看 Q2 收入环比基本持平、净利润 0.8 亿元。东芝全年盈亏平衡的目标达成在望。

■机器人发力，KUKA 超预期：根据 KUKA 半年报，其 2017H1 实现收入 18.0 亿欧元，YoY+35%；净利润 0.6 亿欧元，YoY+98%。其中 Q2 单季收入 10.1 亿欧元，YoY+43%；净利润 0.3 亿欧元，YoY+254%，单季新增订单 10.1 亿欧元，YoY+13%，均创单季历史新高。由于收入增长强劲，KUKA 管理层上调全年保底收入预期至 33 亿欧元（原 31 亿欧元）。另根据公告，美的开发的物流机器人本体样机进入测试阶段，2 款康复养老产品获得医疗器械认证，有望在智能物流、康复养老市场发力。

■投资建议：美的集团战略转型成效显著，激励机制明确，长期增长前景确定。我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 2.60/3.34/4.18 元；考虑到公司 2017 年利润受并购摊销影响较大，2018 年业绩将更为真实地反映经营状况，6 个月目标价 50.15 元，按 2018 年盈利预测对应 15 倍 PE。维持买入-A 的投资评级。

■风险提示：原材料价格大幅上涨，外贸政策风险，汇率风险。

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,393.5	1,598.4	2,410.3	2,935.6	3,469.4
净利润	127.1	146.8	169.0	216.9	271.3
每股收益(元)	1.96	2.26	2.60	3.34	4.18
每股净资产(元)	7.58	9.42	10.96	12.97	15.48
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	21.4	18.6	16.1	12.6	10.0
市净率(倍)	5.5	4.5	3.8	3.2	2.7
净利率	9.1%	9.2%	7.0%	7.4%	7.8%
净资产收益率	25.8%	24.0%	23.8%	25.8%	27.0%
股息收益率	1.9%	2.4%	2.5%	3.2%	4.0%
ROIC	31.9%	33.6%	36.4%	46.3%	73.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

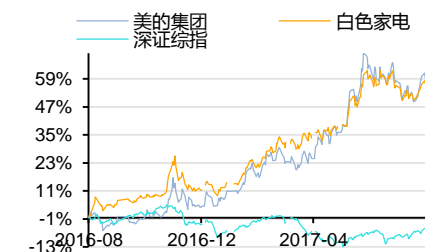
6 个月目标价： 50.15 元

股价 (2017-08-30) 41.98 元

交易数据

总市值(百万元)	269,618.75
流通市值(百万元)	257,982.56
总股本(百万股)	6,465.68
流通股本(百万股)	6,186.63
12 个月价格区间	25.40/44.48 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.68	10.17	62.88
绝对收益	0.72	16.91	58.19

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

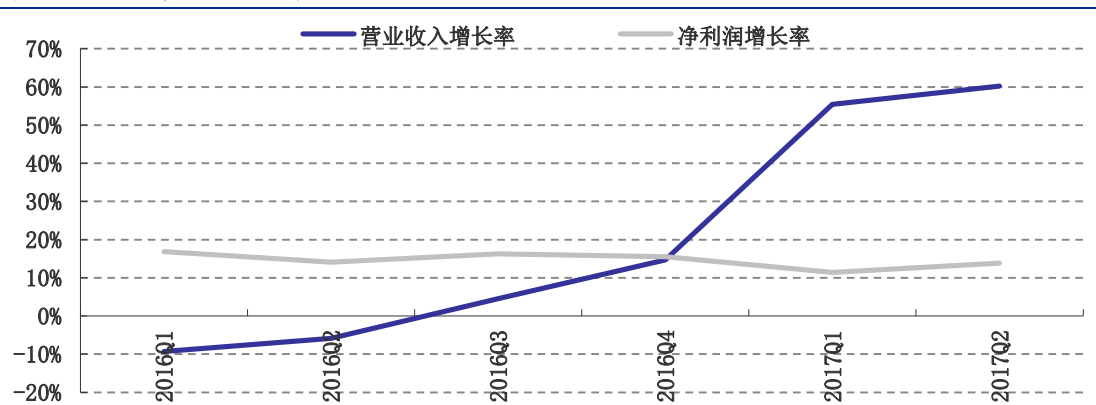
美的集团：长线白马，全面发力/张立聪	2017-08-10
美的集团：布局工业机器人领域，欲借“双智”东风实现转型	2017-06-07
美的集团：运营效率继续提高，海外并购优化布局	2016-08-31
美的集团：要约收购库卡机器人股份超 50%，将实现并表增厚业绩	2016-07-08

表 1：财务指标分析

%	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 YoY	-9	-2	34	57	55	65
归母净利 YoY	17	12	23	11	11	16
扣非归母净利 YoY	24	21	61	-18	14	5
销售毛利率	30	29	25	25	25	25
销售费用率	13	8	11	12	11	9
毛利率-销售费用率	17	20	15	13	14	17
销售净利率	11	15	9	5	8	11
ROE	8	10	6	3	7	10
扣非后 ROE	7	10	6	2	7	9
ROA	3	4	2	1	2	3
销售商品提供劳务收到的现金/收入	84	91	114	96	79	82
经营活动现金净流量/收入	17	4	28	18	12	11
经营活动现金净流量/经营净收益	140	24	322	527	149	109
经营现金流净额占比	359	48	-613	201	81	-1,335
投资现金流净额占比	-520	-212	81	-53	-311	-31
筹资现金流净额占比	261	264	633	-48	330	1,465

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,393.5	1,598.4	2,410.3	2,935.6	3,469.4	成长性					
减:营业成本	1,026.6	1,156.2	1,765.9	2,145.1	2,516.4	营业收入增长率	-2.1%	14.7%	50.8%	21.8%	18.2%
营业税费	9.1	10.8	16.1	19.7	23.2	营业利润增长率	10.9%	16.9%	20.2%	28.6%	26.9%
销售费用	148.0	176.8	270.0	326.6	382.4	净利润增长率	21.0%	15.6%	15.1%	28.3%	25.1%
管理费用	74.4	96.2	155.5	183.3	216.1	EBITDA 增长率	-5.9%	8.0%	41.3%	24.8%	23.9%
财务费用	1.4	-10.1	1.3	-1.0	-4.0	EBIT 增长率	10.7%	8.0%	24.9%	27.3%	25.9%
资产减值损失	0.0	3.8	2.5	2.1	2.8	NOPLAT 增长率	12.0%	7.8%	28.3%	27.3%	25.9%
加:公允价值变动收益	0.8	1.2	-	-	-	投资资本增长率	2.6%	18.1%	0.3%	-21.1%	24.5%
投资和汇兑收益	20.1	12.9	10.5	9.5	9.3	净资产增长率	22.5%	23.1%	16.5%	18.4%	19.4%
营业利润	149.2	174.4	209.5	269.3	341.8	利润率					
加:营业外净收支	11.3	14.8	8.3	10.1	7.7	毛利率	26.3%	27.7%	26.7%	26.9%	27.5%
利润总额	160.5	189.1	217.8	279.5	349.5	营业利润率	10.7%	10.9%	8.7%	9.2%	9.9%
减:所得税	24.3	30.5	35.2	45.1	56.4	净利润率	9.1%	9.2%	7.0%	7.4%	7.8%
净利润	127.1	146.8	169.0	216.9	271.3	EBITDA/营业收入	11.2%	10.6%	9.9%	10.1%	10.6%
						EBIT/营业收入	11.2%	10.6%	8.7%	9.1%	9.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	49	45	31	25	21
货币资金	118.6	172.0	265.1	458.7	544.1	流动营业资本周转天数	35	35	24	13	13
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	232	241	207	194	195
应收账款	114.7	145.9	222.1	241.5	306.3	应收账款周转天数	28	29	27	28	28
应收票据	128.9	74.3	273.9	117.5	350.7	存货周转天数	33	29	33	32	31
预付账款	9.9	15.9	23.4	24.3	31.6	总资产周转天数	322	337	279	251	242
存货	104.5	156.3	290.8	228.9	375.9	投资资本周转天数	105	101	73	53	45
其他流动资产	457.1	641.9	486.8	528.6	552.4	投资回报率					
可供出售金融资产	32.9	51.9	52.0	52.0	52.0	ROE	25.8%	24.0%	23.8%	25.8%	27.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.6%	9.3%	9.0%	11.4%	11.2%
长期股权投资	28.9	22.1	22.1	22.1	22.1	ROIC	31.9%	33.6%	36.4%	46.3%	73.8%
投资性房地产	1.5	4.9	4.9	4.9	4.9	费用率					
固定资产	187.3	210.6	210.6	204.3	196.5	销售费用率	10.6%	11.1%	11.2%	11.1%	11.0%
在建工程	9.5	5.8	7.9	9.8	11.6	管理费用率	5.3%	6.0%	6.5%	6.2%	6.2%
无形资产	33.9	68.7	61.8	54.9	48.1	财务费用率	0.1%	-0.6%	0.1%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	60.7	135.8	108.6	110.2	115.7	三费/营业收入	16.1%	16.4%	17.7%	17.3%	17.1%
资产总额	1,288.4	1,706.0	2,030.2	2,057.8	2,612.0	偿债能力					
短期债务	39.2	30.2	5.8	-	-	资产负债率	56.5%	59.6%	60.4%	53.8%	56.5%
应付账款	185.9	269.3	416.3	421.0	562.3	负债权益比	129.9%	147.3%	152.6%	116.3%	130.0%
应付票据	170.8	184.8	305.7	290.2	408.8	流动比率	1.30	1.35	1.35	1.48	1.50
其他流动负债	324.2	407.5	426.4	367.0	469.6	速动比率	1.15	1.18	1.10	1.27	1.24
长期借款	0.9	22.5	-	-	-	利息保障倍数	112.43	-16.77	164.09	-273.81	-84.16
其他非流动负债	7.2	101.9	72.4	28.4	35.5	分红指标					
负债总额	728.1	1,016.2	1,226.6	1,106.6	1,476.2	DPS(元)	0.79	1.00	1.04	1.34	1.67
少数股东权益	68.3	78.5	92.1	109.6	131.4	分红比率	40.3%	44.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	42.7	64.6	64.9	64.9	64.9	股息收益率	1.9%	2.4%	2.5%	3.2%	4.0%
留存收益	458.9	545.1	646.6	776.7	939.5						
股东权益	560.3	689.8	803.6	951.2	1,135.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	136.2	158.6	169.0	216.9	271.3	EPS(元)	1.96	2.26	2.60	3.34	4.18
加:折旧和摊销	-	-	27.7	29.3	30.9	BVPS(元)	7.58	9.42	10.96	12.97	15.48
资产减值准备	0.0	3.8	-	-	-	PE(X)	21.4	18.6	16.1	12.6	10.0
公允价值变动损失	-0.8	-1.2	-	-	-	PB(X)	5.5	4.5	3.8	3.2	2.7
财务费用	-3.2	-6.5	1.3	-1.0	-4.0	P/FCF	30.9	20.2	22.5	10.3	15.3
投资损失	-20.1	-12.9	-12.0	-10.0	-10.0	P/S	2.0	1.7	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	9.2	11.8	13.6	17.5	21.8	EV/EBITDA	8.4	10.0	10.5	7.6	6.0
营运资金的变动	-3.0	-55.2	21.0	89.6	-112.6	CAGR(%)	19.8%	22.7%	16.2%	19.8%	22.7%
经营活动产生现金流量	267.6	267.0	220.6	342.3	197.5	PEG	1.1	0.8	1.0	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-179.9	-197.8	-11.1	-8.0	-8.0	ROIC/WACC	3.3	3.5	3.8	4.8	7.6
融资活动产生现金流量	-88.8	1.6	-116.3	-140.7	-104.1	REP	1.0	1.0	1.4	1.2	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034