

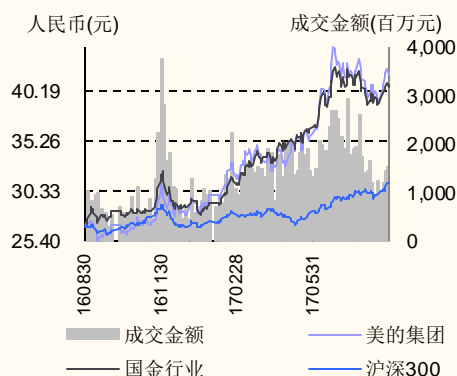
市场价格(人民币): 41.98元

收入规模快速增长, 库卡东芝业绩提升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	6,278.21
总市值(百万元)	272,433.83
年内股价最高最低(元)	44.48/25.40
沪深300指数	3834.30
深证成指	10813.93



相关报告

- 《原有板块强势增长, 并购业务整装待发-美的集团公司点评》, 2017.5.2
- 《业绩再超预期, 长期价值闪耀-美的集团公司点评》, 2017.3.31
- 《盈利能力持续提升, 展望下半年业绩-美的集团中报点评》, 2016.8.30

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人
hongjiran@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	2.978	2.274	2.639	3.071	3.544
每股净资产(元)	11.53	9.46	11.11	13.18	15.73
每股经营性现金流(元)	5.52	3.49	3.68	4.00	4.61
市盈率(倍)	11.02	12.39	15.90	13.67	11.84
行业优化市盈率(倍)	13.93	13.93	13.93	13.93	13.93
净利润增长率(%)	20.99%	15.56%	16.22%	16.36%	15.40%
净资产收益率(%)	25.83%	24.02%	23.79%	23.33%	22.56%
总股本(百万股)	4,266.84	6,458.77	6,465.68	6,465.68	6,465.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2017 年上半年主营收入 1244.50 亿元 (YoY+60.53%), 归母净利润 108.11 亿元 (YoY+13.85%)。剔除 KUKA 和东芝家电并表影响, 美的集团原有业务营收 1038.77 亿元 (+34%), 归母净利润 114.58 亿元 (+21%)。

经营分析

- **空调内销强劲+消费电器出口高增:** 上半年暖通空调收入 500 亿元, 同比 +42%, 消费电器收入 518 亿, 同比 +47%, 机器人及自动化系统收入 136 亿。产业在线显示 1-6 月美的空调/冰箱/洗衣机出货量同比 39%/12%/16%, 其中内销增速 88%/3%/12%, 出口增速 14%/25%/29%, 空调内销补库存+冰洗小家电出口强势是原有业务快速增长的主要原因。
- **并购业务经营状况良好:** 2017H1 库卡集团营收 135.1 亿元 (YoY+35%), 达到历史最高水平, 净利润 4.5 亿元 (同口径+35%), 订单增长 16%, 业务发展势头良好; 东芝家电营收 75.3 亿元, 净利润-0.9 亿元, 17Q2 盈利 0.9 亿元, 环比改善趋势明显。上半年并购业务净利润贡献 3.6 亿元, 扣除库卡并表的商誉摊销 (13.6 亿元) 后对公司业绩的总影响为-10 亿元。随着对并购企业的有效整合, 海外收购对业绩的正面作用将逐步显现。
- **利润率有所下滑, 资产质量依旧稳健。** 受上半年原材料价格高位的影响, 公司毛利率同比下降 4.00pct 至 25.23%; 期间费用率同比+1.59pct, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比-0.56pct、+0.74pct、+1.44pct (汇兑损益同比+10.3 亿元), 净利率同比下降 3.92pct 至 9.28%。2017H1 存货周转天数和应收账款周转天数分别同比+2.5 天和-3.7 天。现金收购库卡导致短期借款同比上涨 179 亿元, 但公司经营良好且现金充沛, 上半年货币资金同比+127%, 经营性现金流净额同比+70%。

投资建议

- 公司白电龙头地位牢固, 运营效率和公司治理持续优化, 国际化和多元化战略打开成长空间, 看好美的集团长期的确定性增长。考虑东芝家电和库卡集团并表, 预计美的集团 2017-19 年净利润分别为 171、199、229 亿元, 对应摊薄 EPS 2.64、3.07、3.54 元, 对应 PE 为 15.9、13.7、11.8 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 并购企业业绩不达预期; 原材料价格大幅上涨; 市场竞争明显加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	142,311	139,347	159,842	221,597	254,662	291,719
增长率		-2.1%	14.7%	38.6%	14.9%	14.6%
主营业务成本	-106,076	-103,227	-116,058	-163,306	-187,520	-214,542
%销售收入	74.5%	74.1%	72.6%	73.7%	73.6%	73.5%
毛利	36,235	36,121	43,784	58,291	67,142	77,177
%销售收入	25.5%	25.9%	27.4%	26.3%	26.4%	26.5%
营业税金及附加	-810	-911	-1,077	-1,440	-1,655	-1,896
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-14,734	-14,800	-17,678	-24,376	-28,013	-32,089
%销售收入	10.4%	10.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-7,498	-7,442	-9,621	-13,296	-15,280	-17,503
%销售收入	5.3%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	13,193	12,968	15,407	19,179	22,194	25,688
%销售收入	9.3%	9.3%	9.6%	8.7%	8.7%	8.8%
财务费用	-251	-139	1,006	47	483	934
%销售收入	0.2%	0.1%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-350	-5	-381	-158	-24	-26
公允价值变动收益	-653	82	117	0	0	0
投资收益	1,511	2,011	1,286	1,500	1,500	1,500
%税前利润	10.8%	12.5%	6.8%	6.8%	5.8%	5.1%
营业利润	13,451	14,917	17,436	20,568	24,154	28,096
营业利润率	9.5%	10.7%	10.9%	9.3%	9.5%	9.6%
营业外收支	540	1,134	1,479	1,500	1,500	1,500
税前利润	13,991	16,051	18,915	22,068	25,654	29,596
利润率	9.8%	11.5%	11.8%	10.0%	10.1%	10.1%
所得税	-2,344	-2,427	-3,053	-3,531	-4,105	-4,735
所得税率	16.8%	15.1%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	11,646	13,625	15,862	18,537	21,549	24,860
少数股东损益	1,144	918	1,178	1,471	1,691	1,945
归属于母公司的净利润	10,502	12,707	14,684	17,066	19,858	22,915
净利率	7.4%	9.1%	9.2%	7.7%	7.8%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11,646	13,625	15,862	18,537	21,549	24,860
非现金支出	2,843	5	381	2,422	2,402	2,455
非经营收益	-1,838	-673	-2,762	-2,529	-2,627	-2,627
营运资金变动	12,634	10,578	9,090	5,353	4,487	5,077
经营活动现金净流	25,285	23,535	22,570	23,783	25,811	29,765
资本开支	-1,405	-2,583	-2,132	-321	-2,179	818
投资	-28,803	-17,537	-19,603	-1	0	0
其他	1,345	2,131	1,954	1,500	1,500	1,500
投资活动现金净流	-28,862	-17,989	-19,781	1,178	-679	2,318
股权募资	8	1,702	815	0	0	0
债权募资	-2,365	-4,837	7,460	-3,643	0	1
其他	-4,060	-4,725	-5,863	-7,035	-6,832	-6,832
筹资活动现金净流	-6,418	-7,860	2,412	-10,678	-6,832	-6,831
现金净流量	-9,995	-2,315	5,201	14,283	18,300	25,253

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,483	12,910	17,931	32,214	50,515	75,767
应收账款	27,640	24,362	22,022	28,528	32,785	37,556
存货	15,020	10,449	15,627	17,897	20,550	23,511
其他流动资产	28,054	34,816	45,117	67,124	67,439	67,790
流动资产	78,197	82,537	100,697	145,763	171,289	204,625
%总资产	65.0%	64.1%	59.0%	74.6%	77.1%	80.7%
长期投资	2,779	6,329	7,927	7,928	7,927	7,927
固定资产	20,184	19,685	21,638	21,442	19,831	18,170
%总资产	16.8%	15.3%	12.7%	11.0%	8.9%	7.2%
无形资产	7,122	6,567	13,226	13,135	16,048	15,962
非流动资产	33,865	35,474	49,979	49,506	50,806	49,060
%总资产	28.2%	27.5%	29.3%	25.4%	22.9%	19.3%
资产总计	120,292	128,842	170,601	195,269	222,095	253,684
短期借款	6,683	3,921	3,183	0	0	0
应付款项	38,002	41,283	55,666	71,411	82,013	93,853
其他流动负债	28,458	26,800	30,335	32,407	33,508	34,817
流动负债	73,143	72,004	89,184	103,818	115,521	128,670
长期贷款	19	90	2,254	2,254	2,254	2,255
其他长期负债	1,399	716	10,186	8,140	8,173	8,210
负债	74,561	72,810	101,624	114,213	125,948	139,136
普通股股东权益	39,470	49,202	61,127	71,735	85,135	101,591
少数股东权益	6,261	6,830	7,850	9,321	11,012	12,957
负债股东权益合计	120,292	128,842	170,601	195,269	222,095	253,684

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.491	2.978	2.274	2.639	3.071	3.544
每股净资产	9.362	11.531	9.464	11.107	13.181	15.729
每股经营现金净流	5.998	5.516	3.494	3.682	3.996	4.609
每股股利	4.374	4.374	6.171	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	26.61%	25.83%	24.02%	23.79%	23.33%	22.56%
总资产收益率	8.73%	9.86%	8.61%	8.74%	8.94%	9.03%
投入资本收益率	20.87%	18.32%	15.94%	17.91%	17.75%	17.48%
增长率						
主营业务收入增长率	17.36%	-2.08%	14.71%	38.64%	14.92%	14.55%
EBIT增长率	55.83%	-1.71%	18.81%	24.48%	15.72%	15.74%
净利润增长率	97.50%	20.99%	15.56%	16.22%	16.36%	15.40%
总资产增长率	24.08%	7.11%	32.41%	14.46%	13.74%	14.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.2	25.8	27.2	26.0	26.0	26.0
存货周转天数	52.0	45.0	41.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	64.8	66.5	67.3	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	50.1	49.1	48.1	34.0	27.0	21.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.37%	-15.88%	-11.13%	-31.02%	-45.18%	-59.97%
EBIT利息保障倍数	52.5	93.3	-15.3	-411.7	-45.9	-27.5
资产负债率	61.98%	56.51%	59.57%	58.49%	56.71%	54.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	9	9	11
增持	0	0	2	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	1	1	1	1
评分	1.00	1.50	1.42	1.42	1.47

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

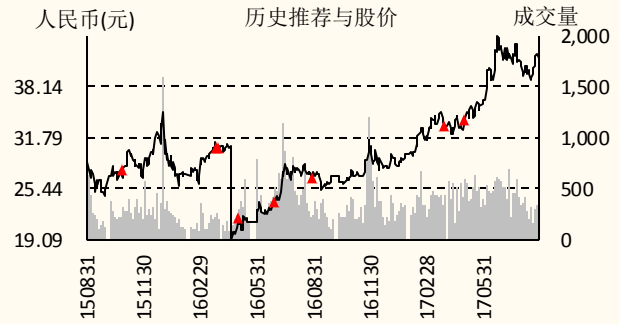
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-29	买入	26.79	N/A
2	2016-03-28	买入	31.40	35.66~36.83
3	2016-04-01	买入	30.85	35.66~36.83
4	2016-05-03	买入	32.10	35.66~36.83
5	2016-06-30	买入	23.37	30.00~32.00
6	2016-08-30	买入	26.87	27.24~29.51
7	2017-03-31	买入	33.13	N/A
8	2017-05-02	买入	33.66	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD