

2017年09月04日

美的集团 (000333.SZ)

公司快报

内外生增长齐发力，公司成长具备想象空间

投资要点

◆ **营收增速明显，但利润增速较为逊色**：2017年8月30日，公司发布半年报，报告期内，公司实现营业收入1264.64亿元，同比增长60.19%，扣除并购并表因素，公司原营业收入1038.77亿元，同比增长34%，归属于上市公司股东的净利润114.58亿元，同比增加21%。地区方面，国内营业收入增加51.76%，国外营业收入增加77.05%。

报告期内，公司管理费用率较同期稍有上升至5.49%，同时因汇兑损益同比增加10.3亿元，财务费用率大幅上涨了1.45pct至0.28%，尽管销售费用率降低0.59pct至9.97%，但期间费用率仍上涨了1.59pct至15.74%。受原材料价格上涨、库卡毛利较低以及公司销售策略影响，公司毛利率下滑4pct至25.23%，因此公司一季度和二季度的归母净利润同比分别增长了11.40%和15.56%，利润增速远小于营收增速。

◆ **内生增长叠加并表库卡东芝，空调双寡头雄风再起**：公司作为空调领域的双寡头企业之一，受益于行业的爆发式增长，上半年暖通空调业务实现收入500.23亿元，同比增长41.52%。家用空调领域，公司持续加大研发投入，推出i青春智能云空调、省电星空调、风淳云智能柜机等新产品，满足消费者智能控制、静音、节能等个性化需求。因此，公司家用空调频频获得国内外各界的荣誉与认可。中央空调领域，公司以18.7%的市占率领跑市场。公司不仅拥有多个国际重大工程项目，同时在今年中标2018俄罗斯世界杯场馆空调项目，公司除了踏足房地产配套市场，同时更是成为专业轨道交通领域国内高铁市场占有率最高的品牌，涵盖了全国50%以上的高铁领域暖通项目，占全部地铁城市的45%，被誉为“进入城市最多、地铁里程最长、总订单量最大”的中央空调品牌。

◆ **转型多元化战略落地，公司布局初见成效**：与格力主打空调产品不同的是，美的在多种家电领域齐开花。公司大力度推进和东芝等公司的并购整合，上半年美的消费电器营收增速达46.77%，占美的营收的44%，主要产品品类皆占据领导地位。今年上半年公司并表德国KUKA。上半年库卡集团增长迅猛，报告期内，库卡实现营收135.14亿元(+35%)、净利润4.51亿元(+98%)，达到历史最高水平。据《2016年全球机器人行业发展报告》，中国是全球第一大机器人消费国，中国机器人产业规模增速超过20%/年，然而目前中国机器人使用密度较低（德国是中国的10倍，韩国更高），国内公司缺乏核心高端技术，中国机器人产业发展一直比较落后。公司通过控股全球机器人四大家族之一的德国KUKA能够获得行业领先的技术，加速获得国内机器人市场份额。

◆ **多种方式协同作战，运营效率显著提高**：公司持续推动渠道升级，通过缩减渠道层级、推动电商平台直营，成功开发运营“鲲鹏”数据运营系统、开展“T+3”战略以及利用旗下5A级物流企业安得物流使得公司运营效率显著增加，公司库存及资金周转效率明显加快，上半年公司库存面积同比下降27%，线下渠道库存下降51%，订单交付及时率稳步提升达98%，公司变革取得显著成效，未来随着KUKA

投资评级

增持-A(首次)

6个月目标价

44.25元

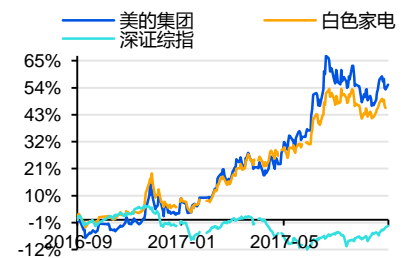
股价(2017-09-04)

41.36元

交易数据

总市值(百万元)	269,652.19
流通市值(百万元)	260,897.26
总股本(百万股)	6,519.64
流通股本(百万股)	6,307.96
12个月价格区间	25.18/45.39元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.45	3.62	55.06
绝对收益	4.84	13.66	53.01

分析师

王刚
 SAC 执业证书编号：S0910515070001
 wanggang@huajinsec.cn
 021-20377098

报告联系人

王洁婷
 wangjieting@huajinsec.cn
 021-20377166

相关报告

物流机器人在安德物流的大规模应用，公司的运营效率将进一步提升。

◆ **入池 MSCI，行业龙头、稀缺标的给予估值溢价：**今年上半年，MSCI 明晟宣布将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数与 MSCI ACWI 全球指数，家电板块美的集团、青岛海尔、老板电器率先入池。美的集团作为连续两次入榜《财富》世界五百强的唯一一家中国家电企业以及 2017 年 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强连续两年成为榜单中排名最高的家电品牌，我们认为能够给予一定的估值溢价。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2018 年每股收益分别为 2.58 和 2.95 元。净资产收益率分别为 24.3% 和 23.8%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 44.25 元，相当于 2018 年 15 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**

- 1、 汇兑损失风险；
- 2、 家电行业整体波动风险；
- 3、 与 KUKA、东芝整合不如预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	139,347.1	159,841.7	223,778.4	246,156.2	283,079.7
同比增长(%)	-2.1%	14.7%	40.0%	10.0%	15.0%
营业利润(百万元)	14,916.9	17,436.0	20,770.7	23,513.7	27,567.1
同比增长(%)	10.9%	16.9%	19.1%	13.2%	17.2%
净利润(百万元)	12,706.7	14,684.4	16,807.7	19,225.9	22,392.2
同比增长(%)	21.0%	15.6%	14.5%	14.4%	16.5%
每股收益(元)	1.95	2.25	2.58	2.95	3.43
PE	21.0	18.1	15.8	13.8	11.9
PB	5.4	4.4	3.9	3.3	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	139,347.1	159,841.7	223,778.4	246,156.2	283,079.7	年增长率					
减:营业成本	102,662.8	115,615.4	166,714.9	181,417.1	208,093.0	营业收入增长率	-2.1%	14.7%	40.0%	10.0%	15.0%
营业税费	911.3	1,077.1	1,414.8	1,608.3	1,849.0	营业利润增长率	10.9%	16.9%	19.1%	13.2%	17.2%
销售费用	14,799.8	17,678.5	23,049.2	26,584.9	30,346.1	净利润增长率	21.0%	15.6%	14.5%	14.4%	16.5%
管理费用	7,441.8	9,620.8	12,403.5	13,868.6	16,225.9	EBITDA 增长率	-5.9%	8.0%	45.9%	11.4%	16.1%
财务费用	138.9	-1,006.0	425.3	296.1	11.1	EBIT 增长率	10.7%	8.0%	25.6%	12.3%	15.8%
资产减值损失	4.8	380.8	600.0	500.0	493.6	NOPLAT 增长率	12.0%	7.8%	28.8%	12.6%	16.1%
加:公允价值变动收益	81.6	117.4	-	-	-	投资资本增长率	2.6%	16.3%	79.3%	-28.8%	54.6%
投资和汇兑收益	2,011.3	1,286.0	1,600.0	1,632.4	1,506.1	净资产增长率	22.5%	23.1%	13.6%	16.9%	16.3%
营业利润	14,916.9	17,436.0	20,770.7	23,513.7	27,567.1	盈利能力					
加:营业外净收支	1,134.5	1,478.6	1,051.1	1,221.4	1,250.4	毛利率	26.3%	27.7%	25.5%	26.3%	26.5%
利润总额	16,051.4	18,914.6	21,821.8	24,735.1	28,817.5	营业利润率	10.7%	10.9%	9.3%	9.6%	9.7%
减:所得税	2,426.7	3,052.7	3,553.5	3,976.1	4,583.2	净利率	9.1%	9.2%	7.5%	7.8%	7.9%
净利润	12,706.7	14,684.4	16,807.7	19,225.9	22,392.2	EBITDA/营业收入	11.2%	10.6%	11.0%	11.1%	11.3%
						EBIT/营业收入	11.2%	10.6%	9.5%	9.7%	9.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	56.5%	59.6%	68.4%	54.8%	63.2%
货币资金	11,862.0	17,931.3	22,377.8	24,615.6	28,308.0	负债权益比	129.9%	147.3%	216.0%	121.2%	171.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.30	1.35	1.03	1.06	1.14
应收帐款	11,473.1	14,594.6	13,999.3	16,086.5	19,298.5	速动比率	1.15	1.18	0.90	0.92	0.97
应收票据	12,889.2	7,427.5	45,399.0	2,464.7	50,151.8	利息保障倍数	112.43	-16.77	49.84	80.42	2,486.8
预付帐款	988.6	1,587.4	4,031.6	1,713.2	4,366.7	营运能力					
存货	10,448.9	15,626.9	19,855.6	15,420.0	28,475.0	固定资产周转天数	49	45	35	32	28
其他流动资产	45,706.0	63,453.7	52,000.0	52,500.0	55,984.6	流动营业资本周转天数	35	34	19	-6	-7
可供出售金融资产	3,290.0	5,187.7	3,377.7	3,951.8	4,172.4	流动资产周转天数	232	241	224	198	190
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	28	29	23	22	23
长期股权投资	2,888.3	2,211.7	12,412.7	12,564.7	16,385.0	存货周转天数	33	29	29	26	28
投资性房地产	150.8	494.1	590.2	729.7	922.7	总资产周转天数	322	337	336	329	313
固定资产	18,729.9	21,056.8	22,238.6	21,973.6	21,855.4	投资资本周转天数	105	100	107	107	99
在建工程	954.8	580.7	1,156.6	1,074.9	1,037.1	费用率					
无形资产	3,392.4	6,868.5	18,000.0	17,062.8	19,915.2	销售费用率	10.6%	11.1%	10.3%	10.8%	10.7%
其他非流动资产	6,068.2	13,579.7	32,186.9	32,569.4	38,821.6	管理费用率	5.3%	6.0%	5.5%	5.6%	5.7%
资产总额	128,841.9	170,600.7	247,626.2	202,727.0	289,693.9	财务费用率	0.1%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.0%
短期债务	3,920.9	3,024.4	25,034.7	1,693.7	10,228.7	三费/营业收入	16.1%	16.4%	16.0%	16.6%	16.5%
应付帐款	18,588.0	26,928.4	33,364.3	36,682.9	43,002.4	投资回报率					
应付票据	17,078.5	18,484.9	44,849.4	24,693.8	53,919.1	ROE	25.8%	24.0%	24.3%	23.8%	23.8%
其他流动负债	32,416.4	40,746.3	50,019.3	43,018.5	55,890.0	ROA	10.6%	9.3%	7.4%	10.2%	8.4%
长期借款	90.1	2,254.3	11,895.0	-	13,639.9	ROIC	31.9%	33.6%	37.1%	23.3%	38.0%
其他非流动负债	716.4	10,185.7	4,100.2	5,000.8	6,428.9	分红指标					
负债总额	72,810.3	101,624.0	169,262.9	111,089.7	183,109.0	DPS(元)	0.79	0.99	1.07	1.24	1.46
少数股东权益	6,829.8	7,849.8	9,310.3	10,843.4	12,685.6	分红比率	40.3%	44.0%	41.5%	41.9%	42.5%
股本	4,266.8	6,458.8	6,519.6	6,519.6	6,519.6	股息收益率	1.9%	2.4%	2.6%	3.0%	3.6%
留存收益	45,887.5	54,506.4	62,533.4	74,274.3	87,379.7						
股东权益	56,031.6	68,976.7	78,363.3	91,637.3	106,584.9						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	1.95	2.25	2.58	2.95	3.43
净利润	13,624.7	15,861.9	16,807.7	19,225.9	22,392.2	BVPS(元)	7.55	9.38	10.59	12.39	14.40
加:折旧和摊销	-	-	3,422.3	3,623.0	4,274.3	PE(X)	21.0	18.1	15.8	13.8	11.9
资产减值准备	4.8	380.8	-	-	-	PB(X)	5.4	4.4	3.9	3.3	2.8
公允价值变动损失	-81.6	-117.4	-	-	-	P/FCF	30.2	18.7	35.4	29.4	22.1
财务费用	-317.0	-648.9	425.3	296.1	11.1	P/S	1.9	1.7	1.2	1.1	0.9
投资损失	-2,011.3	-1,286.0	-2,000.0	-1,765.7	-1,683.9	EV/EBITDA	10.6	14.8	11.5	9.0	8.4
少数股东损益	917.9	1,177.6	1,460.5	1,533.1	1,842.1	CAGR(%)	15.1%	15.2%	16.2%	15.1%	15.2%
营运资金的变动	-304.7	-4,788.3	9,091.1	23,622.2	-21,532.3	PEG	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
经营活动产生现金流量	26,764.3	26,695.0	29,206.9	46,534.6	5,303.5	ROIC/WACC	3.3	3.5	3.9	2.4	4.0
投资活动产生现金流量	-17,989.2	-19,781.1	-44,041.6	-1,666.9	-15,251.1						
融资活动产生现金流量	-8,876.7	159.9	19,281.2	-42,629.9	13,639.9						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn