

强烈推荐-A (维持)

美的集团 000333.SZ

目标估值: 46-52 元  
当前股价: 42.0 元  
2017 年 09 月 15 日

长线资金强化定价权 分部法彰显价值

基础数据

上证综指	3353
总股本(万股)	651964
已上市流通股(万股)	630796
总市值(亿元)	2667
流通市值(亿元)	2580
每股净资产(MRQ)	10.2
ROE(TTM)	24.1
资产负债率	67.5%
主要股东	美的控股有限公司
主要股东持股比例	33.93%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《美的集团(000333)——溢价效应仍将延续》2017-05-02
- 2、《美的集团(000333)——价值投资美的同行》2017-02-23
- 3、《美的集团(000333)——靓丽业绩,美的未来》2016-10-31

纪敏

0755-82960304  
jimin@cmschina.com.cn  
S1090511040039

吴昊

0755-83074302  
wuhao7@cmschina.com.cn  
S1090517080007

研究助理

隋思誉  
suisiyu@cmschina.com.cn

□ 谁在定价 A 股家电? 据 Wind: 2017H1, 公募基金持仓, 家电板块位居第 4 (前三为医药, 电子和食品饮料); 重仓个股方面, 格力第 2 (持仓市值逾 160 亿) 美的第 6 (持仓市值逾 100 亿)。上半年涨跌幅, 家电+31%居 A 股之首, 其中格力+67%美的+57%。流动性紧平衡的市场, 机构持仓比例与资金流向很好地表现诠释了板块与个股的涨跌。下半年以来, 家电板块-3.32%居市场之末, 其中格力-4.61%美的-4.97%, 大致可推断公募的家电持仓在下降。自 8.31 中报披露完毕, 家电板块-1.45%居市场倒数第 3。据沪深港通: 近一月, 美的净买入 35.6 亿居第 1, 格力 16.7 亿居第 3; 近一周, 美的净买入 9.9 亿居第 1, 格力-0.7 亿净卖出。在国内机构减持家电的背景下, 北向资金的交易抉择是近期美的与格力的股价表现差异的主导因素。而相较年初的估值提升, 美的 PE+31%格力+13%。我们预计外资(QFII 和深港通)持股美的占比已经超过 20%, 对企业估值的影响力已经十分显著。

□ 外资为何如此青睐美的? 基本面, 美的具备了“优秀的治理结构+合理的业务布局+清晰理性的战略规划”; 简而言之“远景可期”, 公司估值 PE 也已经领先格力海尔, 与海外一线家电企业的估值(15-20xPE)更为接近。而事实上, 近些年完成的对海外家电品牌(全球化+高端化)以及 Kuka 的并购, 已经为美的估值体系注入了新的影响因子。若以 2017 年盈利为参考分部估值(大家电+小家电+机器人), 我们认为公司的合理市值区间为 3000~3400 亿(对应 2017 年 17.8-20xPE)。

□ 2017H2 及 2018 经营展望。受 Q2 以来原材料持续涨价和人民币快速升值影响, 家电行业下半年利润承压。为此, 7 月以来公司提高了原材料和汇率的对冲比例(外汇的对冲比例由原来的 30-40%提高至 50%+)以减缓利润压力。预计 Q3 毛利率较 Q2 环比改善。2017 年并购 kuka 摊销 24 亿影响业绩, 而明年会降低到 5-6 亿。因此预计 2018 年收入增速回归常态, 而利润增长有望加速(公司家电主业经营向好, 库卡将带来业绩增量, 而东芝将有望全年扭亏)。预计公司 2017 将实现 15%左右盈利增长, 2018 将实现 20%以上增长。

□ 风险提示: 地产数据持续恶化, 原材料价格和汇率波动超预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	139347	159842	230409	261318	297477
同比增长	-2%	15%	44%	13%	14%
营业利润(百万元)	14917	17436	20408	25115	30917
同比增长	11%	17%	17%	23%	23%
净利润(百万元)	12707	14684	16960	20563	25003
同比增长	21%	16%	15%	21%	22%
每股收益(元)	2.98	2.27	2.63	3.18	3.87
PE	13.7	18.0	15.6	12.8	10.6
PB	3.5	4.3	3.7	3.1	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

## 美的集团分部估值

### 美的集团分部估值

估值假设说明：由于大家电和小家电的估值体系不一样，我们还原大家电、小家电（含厨电）、机器人、物流及其他的原口径对美的进行分部估值。

另外，机器人业务由于收购库卡今年产生较大摊销费用（今年 24 亿，明年预计 5 亿），我们在对机器人估值时以明年 2018 利润为基准，然后乘以 0.77 折回今年（保守假设明年机器人业务利润增长 30%）。当前的市值等于机器人 2018 年利润（考虑摊销后）乘以 PE30-35，再乘以 0.77 并减去摊销费用。

#### 美的集团业务分拆及预测

收入：亿元	2016	2017E	2018E
大家电	979.0	1,302.1	1,432.3
小家电	433.0	532.6	612.5
机器人		260.0	338.0
物流及其他	187.0	209.4	230.4
总计		2,304.1	2,613.1
收入增长率			
大家电	11%	33%	10%
小家电	22%	23%	15%
机器人		35%	30%
物流及其他	17%	12%	10%
净利润			
大家电	85.5	110.4	121.4
小家电	53.2	64.8	72.0
机器人		11.4	14.8
摊销影响		-24.0	-5.0
物流及其他	8.1	8.6	9.0
总计	146.8	171.2	212.2

资料来源：wind，招商证券；注，此表净利润总计只是各项业务利润加总，未考虑抵消

#### 美的集团业务分拆及预测

亿元	2017 净利润	2018 净利润	估值区间	市值下限	市值上限
大家电	110.4	121.4	13-15	1,435.2	1,656.0
小家电	64.8	72.0	18-20	1,166.4	1,296.0
机器人	11.4	14.8	30-35	245.0	304.0
摊销影响	-24.0	-5.0			
物流及其他	8.6	9.0	18-20	154.1	171.2
市值评估	171.2	212.2		3,000.7	3,400.2

资料来源：招商证券

## 调研纪要

调研内容精简为 6 大部分，也是市场最关心的公司近况。

多元化股权结构	收入业绩展望	主业分析
销售渠道	关于东芝	关于库卡

### 1、 多元化股权结构

图 1、沪深港通：活跃个股资金流向统计（近一年）

北向							
排名	股票代码	股票简称	净买入	排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	002415.SZ	海康威视	207.77	1	600030.SH	中信证券	-16.14
2	000333.SZ	美的集团	196.27	2	600585.SH	海螺水泥	-14.82
3	000651.SZ	格力电器	137.03	3	600016.SH	民生银行	-11.85
4	601901.SH	方正证券	84.57	4	600690.SH	青岛海尔	-10.17
5	601318.SH	中国平安	66.56	5	600816.SH	安信信托	-7.91
6	600276.SH	恒瑞医药	53.07	6	600482.SH	中国动力	-7.82
7	000858.SZ	五粮液	41.16	7	601668.SH	中国建筑	-6.91
8	000538.SZ	云南白药	36.18	8	601336.SH	新华保险	-6.67
9	002304.SZ	洋河股份	35.43	9	600066.SH	宇通客车	-5.23
10	600887.SH	伊利股份	32.44	10	600309.SH	万华化学	-3.93

资料来源：Wind、招商证券

图 2、沪深港通：活跃个股资金流向统计（近三月）

北向							
排名	股票代码	股票简称	净买入	排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	000333.SZ	美的集团	9.87	1	000858.SZ	五粮液	-3.65
2	600900.SH	长江电力	4.95	2	600276.SH	恒瑞医药	-3.04
3	002475.SZ	立讯精密	4.26	3	002415.SZ	海康威视	-2.44
4	002508.SZ	老板电器	4.21	4	600309.SH	万华化学	-2.06
5	600887.SH	伊利股份	3.09	5	600699.SH	均胜电子	-1.98
6	600585.SH	海螺水泥	2.64	6	601098.SH	中南传媒	-1.82
7	300124.SZ	汇川技术	2.50	7	002230.SZ	科大讯飞	-1.55
8	600660.SH	福耀玻璃	1.71	8	002027.SZ	分众传媒	-1.41
9	600009.SH	上海机场	1.37	9	000651.SZ	格力电器	-0.76
10	600690.SH	青岛海尔	1.34	10	601398.SH	工商银行	-0.60

资料来源：Wind、招商证券

美的股权结构中，外资占总股本预计超过 20%，占比不逊于国内机构投资者。外资机构中如主权基金、大学捐赠基金都是中长期投资者，对美的的估值体系起到深远影响。最近深港通净买入排名美的位居前列。

外资关心的问题？ 长期（5-10 年+）的投资者，更关注公司的中长期战略、治理结构和管理风格。现有的外资大部分是长期股东，包括主权基金、学校捐赠基金、部门对冲基金等。现在来看外资对公司的定价体系影响越来越大。

外资如何看待当前估值？ 外资认为公司与国际同行比估值还有上升空间，加上机器人等新业务的拓展，未来想象空间比较大。他们更看重公司的长期战略和治理机制，关注未来两三年公司在产品、销售渠道、区域等各方面的预期表现。只要各方面都理顺，收入业绩有稳定增长，估值和股价自然会上升。总体来说，稳定与增长提估值的前提。

## 2、收入业绩展望

今年收入增长快主要是合并报表带来的直接贡献，同时原主业增长也较快。明年同口径比增速肯定会下来，但收入利润预计依然保持双位数增长，明年摊销会降低到 5-6 亿（今年 24 亿）会减缓利润的压力。下半年利润还是会有比较大挑战，今年外部不可控因素较多，成本汇率的压力较大。公司需要抗风险的能力，下半年对冲比例提高了，外汇的对冲比例由原来的 30-40% 提高至 50%+，Q3 预计达到 60%。

公司希望 Q3 较 Q2 环比改善，现在由于成本上升影响还没有准确数字，Q3 毛利还是会有改善，外销合同到期后会提价。公司目前重点放在产品结构改善和提价上面，另一方面增强外汇和原材料对冲，避免像 H1 一样出现较大的汇兑损失。全年扣非之后盈利 2 位数增长有难度，但归母净利保持双位数增长是可期的。

## 3、主业分析

### 关于份额

美的目前更关注终端的市场份额，一切的目标都指向终端。中怡康等数据仅供参考，和公司统计口径存在差异。公司更关注把品牌做好，只要做好品牌，市场份额自然会上升。根据公司看到的数据，空调终端份额有所提升，新上任的空调总经理坚决抓终端销售，走正确的道路。

### 关于 T+3

T+3 是一种方法论或者一种管理的意识形态，是一种自然而然的结果。

集团内部坚决推进 T+3，现在所做的模式统称为全价值链的运营，其中包括产研销等多个环节都有做出改变。以往由厂商主导的模式转变成由终端客户下单来带动生产，这个带动不仅拉动了厂商，还拉动了上游的供应商。这里的改变很大，要确保型号是精准的，确保供应是快速及时的，以及确保终端市场表现是强劲的。T+3 可以说是一种方法论或者一种管理的意识形态，公司期望以这样一种导向来改变管控的各个维度。

目前空调 T+3 占比约为 60%，洗衣机为 80-90%。未来空调还有有上升空间，管理层坚决贯彻执行 T+3 模式。

### 关于空调

终端需求超预期是空调高速增长的核心动力源，公司一直在提升柔性制造能力，T+3 坚决执行，线上增长超预期。

今年旺季确实出现了缺货问题，每次变革不是一帆风顺的，公司会吸取经验教训。今年需求旺盛超预期，导致产能配套、单机、供应链没有跟上。目前，空调都是自产的，缺

货的原因是公司内部产能没有跟上。集团的空调压缩机（美芝）全球市场份额 30%以上，是全球最大的空调压缩机厂商，客户里面是有外部客户的。公司一直在提升柔性制造能力，在高峰和低谷都能应对自如。这个过程要求做到 SKU 的精简、型号的精简、自动化率的提升、供应链的整合等，提升反应速度和效率。

下半年的情况本来预期会放缓，但从近两个月出货来看表现强劲，安装卡增速持续超预期，预计 1-8 月增速 50-60%，H2 预计和 H1 保持一致增速。

内销毛利率下滑是因为电商投入费用上升，上半年大家电在电商平台的增长是翻倍的。中怡康数据统计的公司产品均价与友商的均价在拉大，主要是因为线上销售比例提升了，经销商也可能进行线上销售，经销商之间价格、渠道差异也较大。公司 H1 出厂价是提升了 10%。

空调占整个集团出口的 40%左右。空调内外销差主要是海外以 OEM 为主，自主品牌仅占出口比例 33%左右，产品结构和内销也不一样，OEM 主要是合同制，合同周期从 3 个月至一年不等，在合同期内很难谈价，在新的合同期比较容易进行，所以外销毛利率变动较大。毛利率内外销相差 10%。每年海外变动很大，会受汇率、海外政局等因素影响，因此海外比例高带来收益的同时也意味着风险增加。

中央空调方面，今年美的中央空调 40%多增长，包括东芝在内的中央空调业务预计有 50%的增长。多联机在中央空调占比较大，而且增速更快。过去多年，中央空调业务大部分年度有双位数的增长，今年突破 40%的增长。公司认为中央空调尤其是家用中央空调的业务前景较好，也有基数低的原因。销售渠道，公司有中央空调单独的专卖店，另外两千多家旗舰店也都有卖家用中央空调。另外，公司和碧桂园、万科等多家地产商合作都很紧密。除了地产之外，美的中央空调在地铁方面增速也很快，全国地铁很多安装的是美的中央空调，市场份额第一。

这几年中央空调的趋势是大金的市场份额在下降，美的格力的市场份额在提升。其中工建渠道尤为明显，在抵制日货趋势和价格没有优势的情况下，大金很难进入中国工建渠道，本土品牌在工建渠道有很大优势。

## 关于原材料

原材料总体占营业成本 85%，钢、铜、塑料等占整个成本的 50-60%。上半年原材料涨价对公司的影响是-6%。因为公司现在做 T+3，原材料价格波动传导速度很快，大概几个星期到一个月。下半年原材料套保比例会增加，对冲风险。

## 毛利率下降解析

### 原材料价格上涨和线上销售比例提升是 2 大因素

整体毛利率下降 4%，外销毛利率下降 6-7%，内销则下降接近 3%。主要原因还是受原材料成本上升影响，其次是外销订单有滞后因素，再者今年线上增速较快也是原因之一。线上产品结构偏大众化，价格偏低。整体来说，今年线上线下净利率相差不大，去年线上净利率比线下高将近 3%。空冰洗今年线上增速都很快，空调线上增速预计达到 200%，洗衣机 60-70%。

## 关于吸尘器展望

### 产品有分层，未来高速增长

吸尘器目前还是以出口为主。公司整合了东芝的吸尘器，推出了新产品。东芝近几年缺乏渠道和研发投入，但是品牌和技术沉淀雄厚。公司已经推出类似 Dyson 手持吸尘器的新产品并上市了。美的吸尘器定价在一千多，是无绳的手持式吸尘器，主打中端群体。未来东芝推出吸尘器会主打高端群体，电机未来会和东芝有合作。东芝虽然定位高端，但与最高端的戴森吸尘器的定价仍会有差距，介于美的和戴森之间。

## 4、关于渠道及电商

中报中提到“围绕全渠道一盘货核心能力建设，全面推动物流平台与物流能力提升”。一盘货，就是集团的库存、经销商和厂商实现了共享的方式，这对经销商的返利或者定价没什么影响。“一盘货”实际上就是共享库存，做到一个更好的调配和调剂，最终实现提高效率，控制好库存的水平。

另外，目前的渠道结构大体是，电商 25%（京东+天猫为主），苏宁+国美 20%，旗舰店 10%+，其余是传统经销商。现在增长最快的还是电商，尤其是大家电增速非常快。电商占比终极目标可能达到 50%，但需要几年的时间发展。

渠道扁平化是公司一直坚持做的，一方面美的本身受益，另一方面经销商也会受益，整个价值链上都有体现的。现在销售公司也在逐步弱化，这就相当于少了一个环节，少了一些费用。以前分二批、三批批发商，是分层级的，现在二批都很少了，主要以一批为主。层级减少，渠道就会受益。

## 5、关于东芝

### 东芝追求工匠精神，定位高端，协同效应逐步显现。

公司借助东芝的品牌目前主要是吸尘器、净水器、小家电等。洗衣机热水器使用比佛利打高端市场。厨电使用 AEG 品牌。洗衣机已经有美的、小天鹅和比佛利三个品牌，高中低端已经完善，再引入东芝有可能造成同业竞争，影响原有品牌发展。东芝更多的是技术上提供帮助和支持。

东芝去年下半年扭亏，但今年上半年又出现了亏损，这里面存在季节性原因，东芝旺季在 H2。另一方面是汇率问题，去年 H2 日元升值而今年贬值，东芝的销售以日元结算为主，成本主要以美元计价。而且从去年收购后推进整合工作，今年 H1 加大研发和渠道投入，会对 H1 盈利产生影响，今年目标是仍然是扭亏。

未来还是以日本市场为主，东南亚也有机会，中国市场已经开始引入。长远来说，引入中国市场有助于未来走高端化路线，但需要时间发展。

## 6、关于库卡

上半年订单实现 20%以上的增长，收入实现 35%左右增长。中国区订单的增长快于其他地区。订单增长速度最快的地区是中国和美国。欧洲较慢，仅实现个位数的增长。库卡今年的收入计划是 33 亿欧元（260 亿元），计划 2020 年实现 40-45 亿欧元收入。今年库卡在中国的收入增速将超过双位数。但是今年面临的问题是产能受限，年初进行了扩产能的工作，预计年底能投入生产，预计在中国区的产能明年能够翻番。

客户结构，汽车制造业是库卡的强势业务，比例不会下降得特别快。汽车行业增长的同时，其他行业增速更快，所以相比之下汽车的占比稍有下降，但不会出现大比例下降。虽然汽车行业的业务在中国区占比最高，但如果将中国的汽车制造厂商和外国诸如大众、奔驰等汽车制造厂商相比，差距还是存在的，所以汽车行业在中国增长空间是毫无疑问的。

库卡本身的定位很高端，即使在工业机器人“四大巨头”中也是最高端的。对公司而言，如果生产高端的产品就必须要以高标准进行要求，所以生产出来的高端产品不是面向大众市场的，而是面对高端客户的。以高标准进行要求才是库卡能做到定制化生产的原因，其他采取的就是标准化的生产而且业务结构与库卡不同。库卡不仅做机器人业务，也有系统集成业务和 Swisslog（瑞仕格公司）的业务。本体（机器人）业务占 30%，系统集成业务占比 50%，瑞仕格公司业务占比 20%。瑞仕格在美的并购时仍处于亏损状态。单看机器人业务的话，库卡与其他几家的盈利能力差别不大。库卡的产能利用率很高，毛利率也很高，但是净利润比较低，主要是因为库卡期间费用比较高，例如德国那边的管理费用、人工费用等。有改善空间，但是直接对库卡的运营进行改善也十分困难。库卡的瑞仕格方面的业务能够实现改善，但系统集成业务就难以改善。公司寄希望于通过协同项目来实现净利率的提升。

机器人的核心零部件的价值占整个机器人成本的一半以上。库卡选择从日本等地区进行外购，如减速器，世界上主要只有日本的 HarmonicDrive 和 Nabtesco 两家。HarmonicDrive 和 Nabtesco 掌握了核心技术，所以几乎是全球垄断了这个行业。

美的收购库卡不是为了美的内部的生产。公司不可能只为了美的的内部生产而专门购买库卡，公司主要是考虑到机器人行业未来在中国广阔市场，未来的协同效应也可以在中国广阔的市场进行发挥。美的能为库卡提供一个很好的应用场景，因为美的品类齐全，涉及大家电、小家电、厨电等业务，前景广阔。对于库卡而言，美的也能帮助其快速适应其他一般行业。以后在一般工业的应用比例会逐渐增加。如电子电器的需求很旺盛，美的一直在帮助库卡发挥协同效应和适应中国市场。

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	93368	120621	167059	188958	221249
现金	11862	17196	17617	19801	29019
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12889	7428	10707	12143	13823
应收款项	10372	13455	19366	21964	25003
其它应收款	1101	1140	1643	1864	2122
存货	10449	15627	22874	25641	28886
其他	46695	65776	94852	107545	122396
<b>非流动资产</b>	35474	49979	53892	55759	57682
长期股权投资	2888	2212	2212	2212	2212
固定资产	18730	21057	23382	25707	28032
无形资产	3392	6869	8582	8223	7901
其他	10464	19842	19717	19617	19537
<b>资产总计</b>	<b>128842</b>	<b>170601</b>	<b>220951</b>	<b>244717</b>	<b>278930</b>
<b>流动负债</b>	72004	89184	127673	136690	152943
短期借款	3921	3024	5068	120	0
应付账款	17449	25357	37135	41629	46897
预收账款	5616	10252	15015	16831	18961
其他	45018	50550	70456	78110	87085
<b>长期负债</b>	806	12440	12440	12440	12440
长期借款	90	2254	2254	2254	2254
其他	716	10186	10186	10186	10186
<b>负债合计</b>	<b>72810</b>	<b>101624</b>	<b>140113</b>	<b>149130</b>	<b>165383</b>
股本	4267	6459	6459	6459	6459
资本公积金	13440	13610	13610	13610	13610
留存收益	31495	41059	51559	64660	80615
少数股东权益	6830	7850	9210	10859	12864
归属于母公司所有者权益	49202	61127	71628	84728	100684
<b>负债及权益合计</b>	<b>128842</b>	<b>170601</b>	<b>220951</b>	<b>244717</b>	<b>278930</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	26764	26695	8610	16206	19801
净利润	12707	14684	16960	20563	25003
折旧摊销	0	0	812	958	902
财务费用	(317)	(649)	292	189	(8)
投资收益	(2011)	(1286)	(1403)	(1403)	(1403)
营运资金变动	13965	13590	(9424)	(5757)	(6706)
其它	2421	356	1374	1656	2013
<b>投资活动现金流</b>	(17989)	(19781)	(4727)	(2827)	(2827)
资本支出	(3131)	(2323)	(4727)	(2827)	(2827)
其他投资	(14858)	(17458)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(8877)	160	(3462)	(11196)	(7756)
借款变动	(7159)	(7169)	1885	(4948)	(120)
普通股增加	51	2192	0	0	0
资本公积增加	1189	170	0	0	0
股利分配	(4216)	(5120)	(6459)	(7462)	(9048)
其他	1257	10087	1112	1214	1412
<b>现金净增加额</b>	<b>(102)</b>	<b>7074</b>	<b>421</b>	<b>2183</b>	<b>9218</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	139347	159842	230409	261318	297477
营业成本	102663	115615	169318	189806	213826
营业税金及附加	911	1077	1553	1761	2005
营业费用	14800	17679	25806	29529	33615
管理费用	7442	9621	14055	15940	18146
财务费用	139	(1006)	292	189	(8)
资产减值损失	5	381	381	381	381
公允价值变动收益	82	117	117	117	117
投资收益	2011	1286	1286	1286	1286
<b>营业利润</b>	14917	17436	20408	25115	30917
营业外收入	1707	1819	1819	1819	1819
营业外支出	573	340	340	340	340
<b>利润总额</b>	16051	18915	21887	26594	32395
所得税	2427	3053	3567	4383	5387
<b>净利润</b>	13625	15862	18320	22212	27008
少数股东损益	918	1178	1360	1649	2005
<b>归属于母公司净利润</b>	12707	14684	16960	20563	25003
<b>EPS (元)</b>	2.98	2.27	2.63	3.18	3.87

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-2%	15%	44%	13%	14%
营业利润	11%	17%	17%	23%	23%
净利润	21%	16%	15%	21%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.3%	27.7%	26.5%	27.4%	28.1%
净利率	9.1%	9.2%	7.4%	7.9%	8.4%
ROE	25.8%	24.0%	23.7%	24.3%	24.8%
ROIC	20.7%	18.3%	19.4%	21.4%	22.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.5%	59.6%	63.4%	60.9%	59.3%
净负债比率	3.1%	3.2%	3.3%	1.0%	0.8%
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	8.1	8.9	8.8	7.8	7.8
应收帐款周转率	14.1	13.4	14.0	12.6	12.7
应付帐款周转率	5.5	5.4	5.4	4.8	4.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.98	2.27	2.63	3.18	3.87
每股经营现金	6.27	4.13	1.33	2.51	3.07
每股净资产	11.53	9.46	11.09	13.12	15.59
每股股利	1.20	1.00	1.16	1.40	1.70
<b>估值比率</b>					
PE	13.7	18.0	15.6	12.8	10.6
PB	3.5	4.3	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	9.8	8.9	6.8	5.6	4.6



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，复旦大学，计算机专业学士和硕士。

2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。2016年获新财富家电行业第3名，水晶球家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第3名。2015年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2014年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2013年获新财富家电行业第5名，水晶球奖家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2015、2016年新财富家电行业第3名核心成员；2016保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第3名。

隋思誉，北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学、经济学双学士。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。