

中航证券金融研究所

韩雪

证券执业证书号:S0640513100001

电话: 010-64818464

邮箱: hanxue116@126.com

## 美的集团 (000333): 战略调整已见成效, 盈利仍有提升空间

行业分类: 家用电器

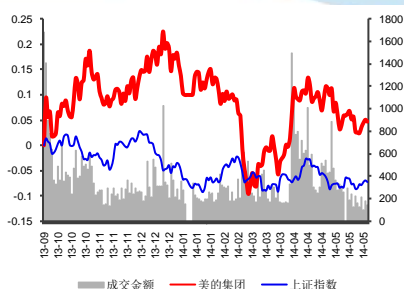
2014年05月28日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	21
当前股价(14.05.28)	17.3

### 基础数据

收盘价	17.33
目标价	21
52周内高	20.00
52周内低	14.30
总市值(百万元)	73059.96
流通市值(百万元)	29734.73
总股本(百万股)	4215.81
A股(百万股)	4215.81
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

### 近一年行业指数与上证综指走势对比



数据来源: WIND

### 投资要点:

**家电行业: 产品升级和模式创新与分化并存。**在家电行业需求维持温和增长的背景下, 推动效率提升、产品升级、提升盈利能力成为家电企业的致胜关键, 电商渠道的快速发展、互联网运营的加速渗透及智能化产品的全面延展, 推动家电企业加快转型升级, 调整经营模式, 寻求新的经济增长点与增长方式。

**公司治理结构清晰、战略调整初见成效, 盈利仍有提升空间。**公司股权结构较为均衡, 战略投资者溢价持股, 实际控制人有动力增加股东回报, 高管团队长期激励到位。公司从2009年以来实施大规模扩张战略, 2011年面对新的发展环境, 公司适时提出与推动战略转型, 围绕“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴进行能力培育, 提升增长质量。目前来看, 战略调整已初见成效, 市场份额明显提升。14年以来, 市场份额继续上升, 表明市场消费者对公司新产品的认可。公司的大家电产品结构和盈利均有望继续提升, 小家电品类调整也有望见效, 随着渠道调整效果的进一步显现, 以及公司积极推动智能家居战略落地, 公司盈利能力有较大的改善空间。

**盈利预测与投资建议。**我们预计公司2014-2015年每股收益分别为1.9\2.3元, 当前股价对应的动态PE为9.1\7.4X, 维持“买入”评级。

### 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	134045.65	102598.11	120975.00	142871.48	166016.66
增长率(%)	29.08%	-23.46%	17.91%	18.10%	16.20%
归属母公司股东净利润	3449.10	3259.29	5317.46	8047.61	9896.52
增长率(%)	-6.93%	-5.50%	63.15%	51.34%	22.97%
每股收益(EPS)	0.818	0.773	1.261	1.909	2.347
每股股利(DPS)	0.000	0.119	0.000	0.098	0.120
每股经营现金流	1.093	1.965	2.554	4.921	3.057
销售毛利率	19.12%	22.56%	23.28%	24.62%	24.88%
销售净利率	4.95%	5.99%	6.86%	9.99%	10.58%
净资产收益率(ROE)	27.61%	22.77%	16.19%	19.88%	19.84%
投入资本回报率(ROIC)	27.28%	19.69%	22.32%	38.59%	59.02%
市盈率(P/E)	21.18	22.42	13.74	9.08	7.38
市净率(P/B)	5.85	5.10	2.22	1.80	1.46
股息率(分红/股价)	0.000	0.007	0.000	0.006	0.007

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

## 目录

一、家电行业：产品升级、模式创新与分化并存 .....	5
1.1 行业增速放缓，分化加剧 .....	5
1.2 产品结构升级 .....	5
1.3 模式创新求发展：智能化、跨界合作 .....	7
二、战略调整初见成效 .....	10
1、公司治理结构清晰 .....	11
2、战略转型：追求规模转向追求盈利能力 .....	13
3、战略调整初见成效 .....	15
三、公司盈利仍有提升空间 .....	17
1、大家电：市场份额、零售均价提升 .....	17
2、小家电和厨电：现有品类提升、市占率提升 .....	20
3、加速推进智能化战略，提升产品竞争力 .....	22
四、盈利预测与投资建议 .....	22

## 图表目录

图表 1: 家电各子行业市场集中度 (2014 年 2 月)	5
图表 2: 空调的市场均价	6
图表 3: 变频空调占比提升至 70%左右	6
图表 4: 冰箱的市场均价	6
图表 5: 三门冰箱占比上升至一半以上	6
图表 6: 洗衣机的市场均价	6
图表 7: 滚筒占比达到三分之一左右	6
图表 8: 抽油烟机的市场均价	7
图表 9: 燃气灶的市场均价	7
图表 10: 消毒柜的市场均价	7
图表 11: 豆浆机的市场均价	7
图表 12: 家电线上市场规模及占比提升明显, 占比提升至 6%	8
图表 13: 白电、黑电渗透率相对较低	9
图表 14: 美的集团业务架构图	10
图表 15: 美的集团的主要子公司股权结构图	11
图表 16: 美的集团股权结构	12
图表 17: 格力电器实际控制人股权结构	13
图表 18: 青岛海尔实际控制人股权结构	13
图表 19: 13 年美的集团研发费用占比提升 0.8pct.	14
图表 20: 美的集团 13 年新品举例	14
图表 21: 美的集团营收、归母净利润同比增速回升	16
图表 22: 美的集团毛利率、净利率逐步提升	16
图表 23: 美的集团 13 年主营构成 (%)	16
图表 24: 美的集团 2013 年各项业务收入同比增速 (%)	16
图表 25: 美的集团各项业务毛利率 (%)	16
图表 26: 美的集团其他流动负债同比增速 (%)	16
图表 27: 美的集团存货周转率 (次)	17
图表 28: 美的集团经营性现金流净额同比增速 (%)	17
图表 29: 家用空调内销量占比 (%)	17
图表 30: 家用空调出口量占比 (%)	17
图表 31: 家用空调市场均价 (元)	18
图表 32: 2013 年家用空调业务毛利率水平 (%)	18
图表 33: 冰箱内销量占比 (%)	18
图表 34: 冰箱出口量占比 (%)	18
图表 35: 冰箱均价 (元)	19
图表 36: 2013 年冰箱业务毛利率 (%)	19
图表 37: 洗衣机内销量占比 (%)	19

图表 38: 洗衣机出口量占比 (%) .....	19
图表 39: 洗衣机内销量占比 (%) .....	19
图表 40: 洗衣机出口量占比 (%) .....	19
图表 41: 2011 年主要国家每百户小家电渗透率 (%) .....	20
图表 42: 2011 年中国主要小家电产品每百户保有量 .....	20
图表 43: 抽油烟机零售份额占比 (%) .....	20
图表 44: 豆浆机零售份额占比 (%) .....	20
图表 45: 电磁炉零售份额占比 (%) .....	21
图表 46: 电饭煲零售份额占比 (%) .....	21
图表 47: 电热水壶零售份额占比 (%) .....	21
图表 48: 电压力锅零售份额占比 (%) .....	21
图表 49: 美的集团小家电毛利逐年提升 .....	22
图表 50: 13 年公司小家电毛利率水平仍低于同行业 (%) .....	22
图表 51: 美的集团主要业务预测 .....	23



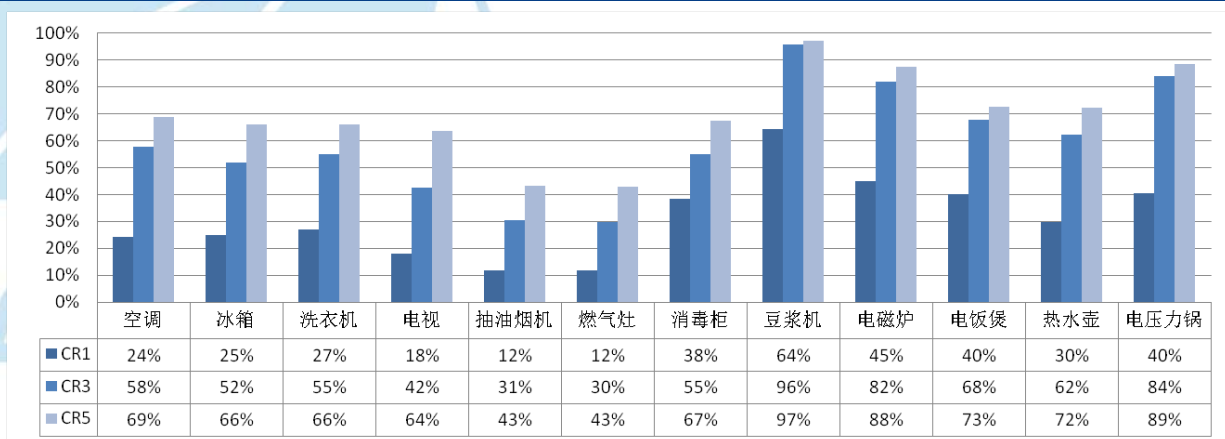
## 一、家电行业：产品升级、模式创新与分化并存

在家电行业需求维持温和增长的背景下，推动效率提升、产品升级、提升盈利能力成为家电企业的致胜关键，电商渠道的快速发展、互联网运营的加速渗透及智能化产品的全面延展，推动家电企业加快转型升级，调整经营模式，寻求新的经济增长点与增长方式。

### 1.1 行业增速放缓，分化加剧

**行业竞争格局：集中度继续提升，龙头企业业绩确定性较强。**家电企业已不能通过价格战实现销售量和利润的增长，行业竞争将转向控制成本、提升产品创新能力和品牌影响力的竞争。未来市场份额将进一步向具备技术、品牌、渠道及规模优势的龙头企业集中，优质龙头企业能够超越行业增速，逆势增长。家电下乡等刺激政策退出以后，受益最大的中小企业失去了政策依靠，回到起点与各大主流品牌竞争。龙头企业一方面受益于产品结构升级及政策补助带来的盈利改善，另一方面也将受益于因政策补助择优化导致的三四线品牌竞争力下滑带来的市场集中度提升。竞争力强的龙头企业通过技术提升和产品创新引导行业产品结构变化，能够增强品牌影响力，获得技术和品牌溢价，提升利润率，同时提高市场份额，实现销售量的稳健增长。龙头企业的业绩确定性较强，有望超越行业增速。

图表 1：家电各子行业市场集中度（2014 年 2 月）



资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

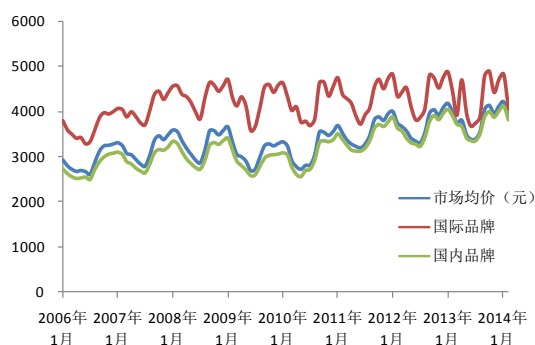
### 1.2 产品结构升级

消费升级趋势下，家电企业的增长由规模驱动转向利润驱动。利润驱动除了控制成本、提高生产效率之外，主要依靠产品结构升级带来的终端售价的提升。产品结构升级主要表现在高端产品占比提升以及由此拉动的产品均价提升，家电企业从而实现利润增速超过收入增速。



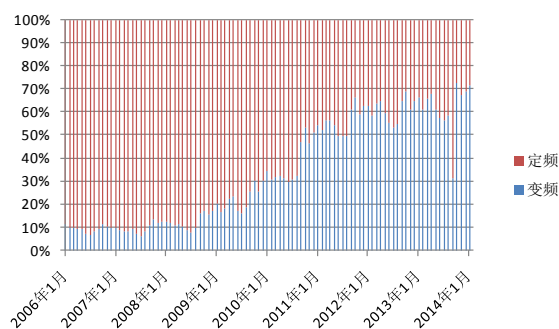
高端产品（高性能、高效能、大容量）比重上升，变频空调、滚筒洗衣机、对开门和多门高端冰箱、精品厨电产品、健康类家电产品高端占比明显提升。根据中怡康数据，变频空调零售量占比提升至 70%左右；滚筒洗衣机零售量的占比提升至 30%；三门、多门及对开门冰箱合计零售量比重达 50%以上；厨电高端化趋势明显，嵌入式燃气灶、欧式、近吸式油烟机是拉动厨电市场增长的明星产品，而环境问题凸显，推动了健康类家电产品空气净化与净水设备快速增长。

图表 2：空调的市场均价



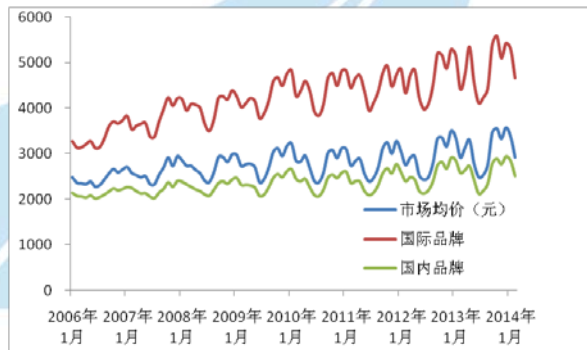
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 3：变频空调占比提升至 70%左右



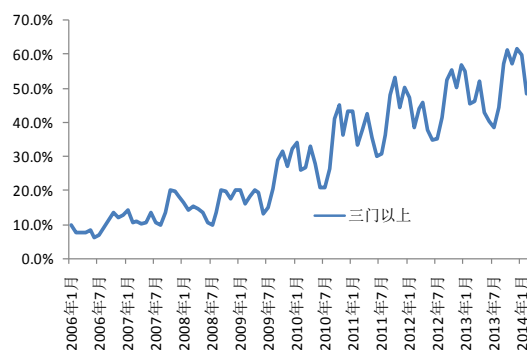
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 4：冰箱的市场均价



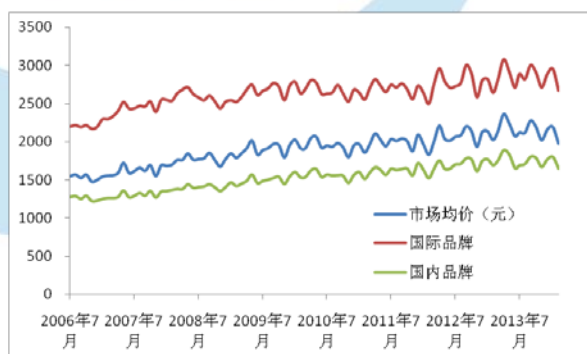
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 5：三门冰箱占比上升至一半以上



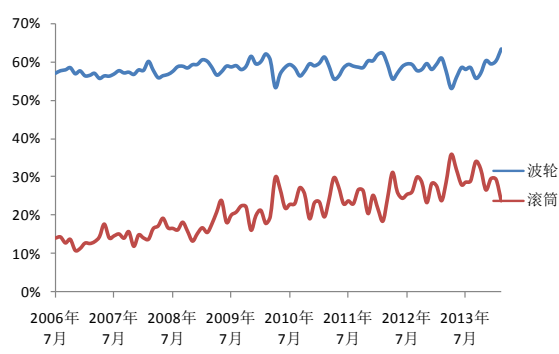
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 6：洗衣机的市场均价



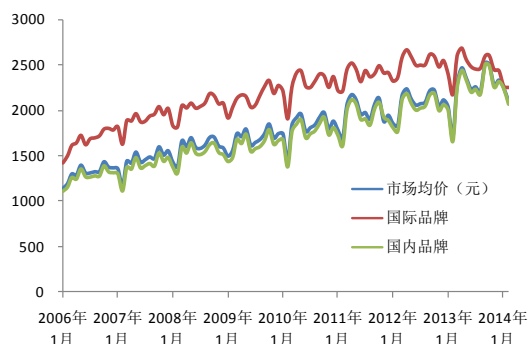
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 7：滚筒占比达到三分之一左右



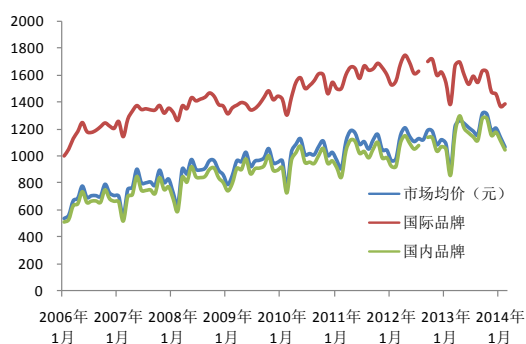
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 8：抽油烟机的市场均价



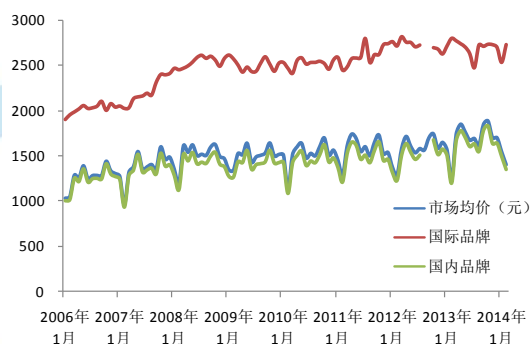
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 9：燃气灶的市场均价



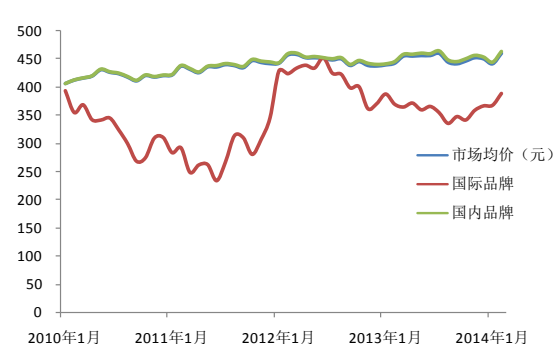
资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 10：消毒柜的市场均价



资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

图表 11：豆浆机的市场均价



资料来源：中怡康，中航证券金融研究所

### 1.3 模式创新求发展：智能化、跨界合作

#### 智能家电探索

基于数字化、三网融合、物联网、大数据、云计算等应用技术的智能家电产品正逐步改写当前家电市场现状及产业格局，推动家电行业研发升级与产品更新，家电产品智能体验更加突出，自动监测、自动测量、自动控制、自动调节与远程控制中心通信功能不断完善，人机互动和机机互通达到更高的水平，据奥维咨询统计，预计到 2020 年，智能家电的生态产值将由 2010 年 50 亿飙升至 2020 年 1 万亿的规模。

目前我国智能终端设备的渗透率大幅提升，已初步培养了用户的使用习惯，提高了消费者对智能家居的接受程度。2014 年初，我国智能手机出货量渗透率达 90%，保有率渗透率过半；智能电视渗透率从 2011 年初的不到 10% 上升到超过 50%。同时，智慧家庭和智慧社区的建设对消费者具有差异化的吸引力，地产商的投资意愿也在加强。

智能家居虽然已经发展多年，但是前期存在很多问题，例如，产品附加值不高、使用不便、标准不统一等。

现阶段企业在产品和服务商的创新加速了智能家居行业的发展速度。

创新的发展趋势一：系统解决方案与单品并重，模块化、标准化便于升级。智能家居产品面向对价格和试错敏感的大众消费者，越来越多的推出简洁的单品，如 Nest 的恒温器和烟雾探测器。

创新的发展趋势二：精准打击需求痛点，深度挖掘外观+易用+功能吸引力。此前的智能家居产品存在操作复杂的问题，当前的主要创新方向包括：产品外观、产品易用性、产品功能等。

创新的发展趋势三：互联网企业介入，商业模式革新存想象空间。互联网企业介入智能家居行业的意义，不在于其对产品的突破性创新，而更多在于它的互联网营销模式和通过“硬件+软件+生态圈”的打法革新商业模式。

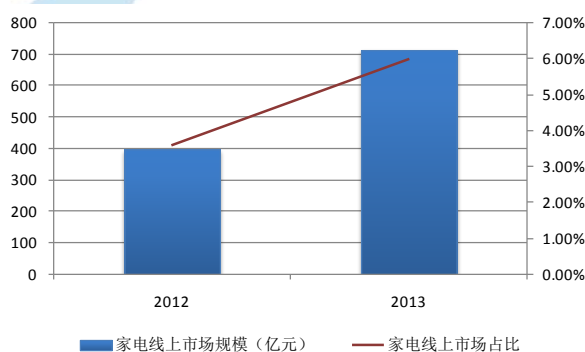
智能家居渗透率将有大幅提升。中国家电商业协会与奥维咨询联合发布的《智能改变未来——智能家电的现状与发展趋势》报告显示，2013 年中国智能家电产值已达 1000 亿元，预计到 2020 年将冲到 1 万亿。智能电视、智能洗衣机、智能空调、智能冰箱的渗透率目前约在 40%、10%、5%、1%左右，到 2020 年普及程度预计可达 93%、45%、55%、38%。

智能家居渗透率的提高对家电企业最直接的影响是提升产品的附加值、加快市场的换代需求。虽然目前智能家居市场仍存在标准不统一、产品整体协同性欠缺以及成本偏高等问题，但随着多重竞争力量的跟进以及多方面创新的进展，产业成熟度有望加速推进，目前主流家电上市公司均已在智能家居领域有所布局。

## 电商：渠道创新进一步深入

电子商务增长迅猛，电商竞争全面升级，线上线下融合成为趋势，家电品牌企业进一步调整渠道策略，加大布局电商渠道，加紧互联网化转型。据艾瑞咨询，2013 年中国网络购物市场交易规模达到 1.85 万亿，增长 42%，其中 B2C 交易规模达到 6500 亿，增长 68.4%，占整体网络购物市场交易规模比重 35.1%，较 2012 年提升 5.5 个百分点。奥维咨询发布的《2013 年度家电市场整体及细分品类研究报告》表明，2013 年国内线下市场的家电销售规模由 2012 年的 10610 亿元增长到 2013 年的 11292 亿元，增长了 682 亿元，增幅为 6%；而线上市场的家电销售规模增速明显，由 2012 年 399 亿元增长到今年的 716 亿元，增幅为 79%，家电线上市场占整体的比例也由去年的 3.6%提升到 6.0%。在家电线上市场当中，电视机、冰箱、空调和洗衣机这四类大家电占比达到了 45.7%，抽油烟机、燃气灶、热水器等厨房电器占比为 33.6%。

图表 12：家电线上市场规模及占比提升明显，占比提升至 6%





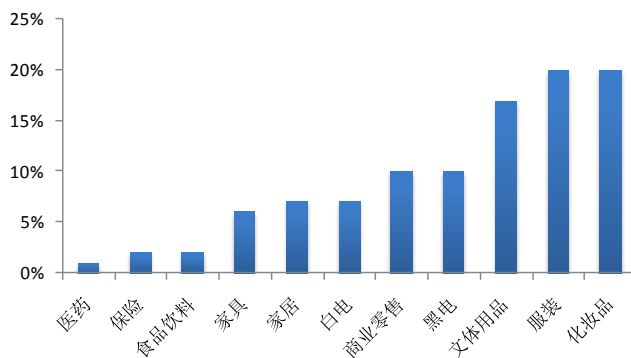
资料来源：奥维咨询，中航证券金融研究所

## 家电网购渗透率仍有较大提升空间

2012 年，我国的白电网购渗透率、黑电网购渗透率分别为 7%和 10%，比起服装等高渗透率的行业，处于较低水平。但家电网购渗透率提升速度很快，2008 年家电网购渗透率仅为 2.2%，2012 年该比例已迅速提升至 8.1%。

美国在 2012 年的白电和黑电网购渗透率均达到 30%。对比国外的经验，我国的家电网购渗透率仍有较大提升空间。我们预计，到 2015 年我国的白电网购渗透率、黑电网购渗透率将分别达到 15%和 20%。

图表 13：白电、黑电渗透率相对较低



资料来源：艾维咨询，中航证券金融研究所

## 电商对家电企业的盈利能力和渠道影响巨大

渠道的变革来源于市场的变化，而家电电商的崛起，不但成为推动我国电子商务发展的重要力量，也加速了家电零售渠道的变革。在电商竞争日益激烈的背景下，一方面电商平台正不断加强自身供应链管理、丰富产品种类、提升技术能力，最终提高用户网络购物体验，另一方面家电企业也在大力布局线上线下渠道融合。

家电企业在电商方面的竞争已从早期的前端资源如流量、产品丰富度的争夺，进入到整个供应链布局的竞争，在此过程中物流扮演着越来越重要的角色。此外，家电作为特殊商品，对企业的安装、售后维修等综合服务能力提出更高要求。

家电企业一方面不断拓展线上产品品类，同时加大在物流和售后服务方面的投入力度，物流网络不断向四五线城市下沉；另一方面建立消费者数据库，依托大数据对潜在客户进行精准营销。

随着物流配送的发展完善，配送效率及网购体验度提升将带动线上产品销量继续快速增长，与此同时，电商推动渠道扁平化改革，企业的费用能力提升，净利率有望得到提升。

## 二、战略调整初见成效

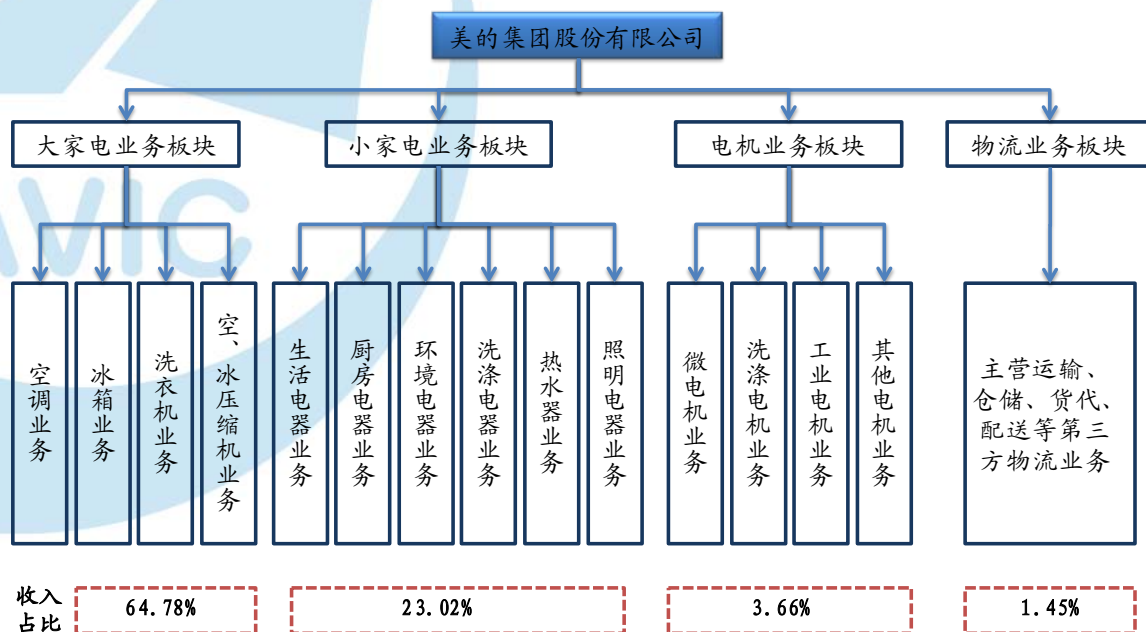
2013年9月，美的集团吸收合并美的电器，将小家电、电机及物流板块资产注入，实现集团整体上市。集团整体上市有助于进一步促进公司整体的规范运作、巩固集团的行业地位和核心竞争力，有利于实现资源共享，最大化地利用公司资源、成本及效率优势，充分实现产业协同、采购协同、仓储协同、销售协同、财务协同、渠道协同。

美的集团是一家以家电制造业为主的大型综合性企业集团，拥有完整的空调、冰箱、洗衣机产业链以及完整的小家电产品群。

美的集团的主要业务分为四大板块，分别是大家电业务板块，主要研发、生产、销售空调、冰箱、洗衣机及相关零部件等产品；小家电业务板块，主要研发、生产、销售微波炉、风扇、电磁炉、电饭煲、洗碗机、饮水机、电压力锅、电热水器等小家电产品；电机业务板块，主要研发、生产、销售微电机、洗涤电机、工业电机等产品；物流业务板块，主要提供运输、仓储、配送等第三方物流服务。

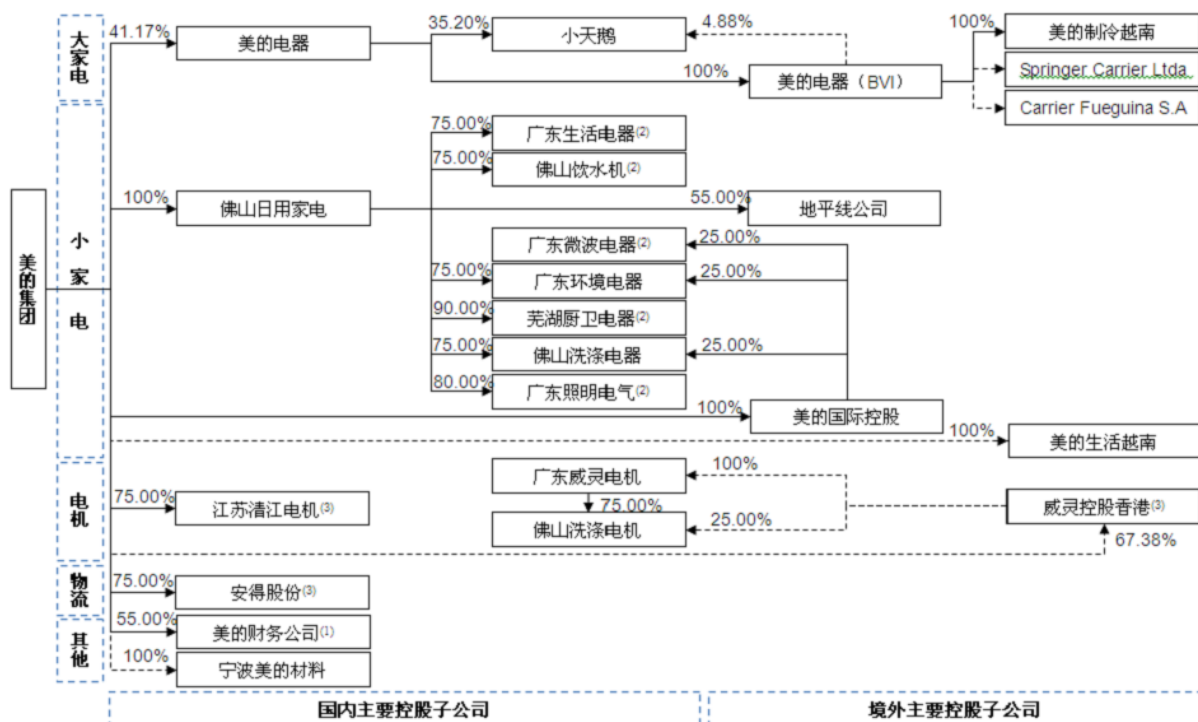
集团在国内建有16个生产基地，辐射华南、华东、华中、西南、华北五大区域；在越南、白俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷、印度6个国家建有生产基地，公司主要大家电及小家电产品产能、产量及销量均稳居国内外前列。公司还拥有强大的家电上游核心部件供应能力，公司电机总体产能约1亿台，销量约6千万台，主要电机产品的产销量规模均居世界前列。美的集团物流板块强大的运输、配送能力为公司家电产业发展提供了有力保障。

图表 14：美的集团业务架构图



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 15：美的集团的主要子公司股权结构图



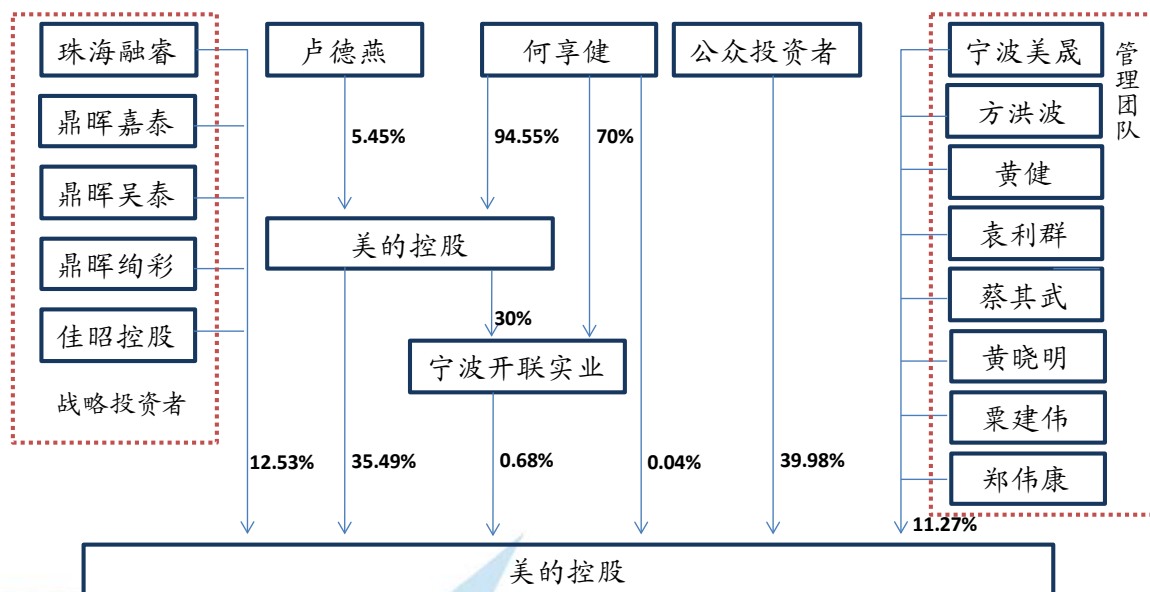
资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

## 1、公司治理结构清晰

### 公司股权结构较为均衡

美的集团的股权结构比例为：公众投资者合计持股 40.7%、何享健家族持股 36.7%、PE 战略投资者合计持股 12.5%、核心管理团队合计持股 11.3%，实际控制人、战略投资者、管理层、公众股东的股权结构相对均衡，有利于实现对上市公司的有效监督。

图表 16：美的集团股权结构



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

### 战略投资者溢价持股

珠海融睿、鼎晖嘉泰、鼎晖美泰、鼎晖炫彩、佳昭控股这五家 PE 战略投资者共持股 12.5%。2011 到 2012 年美的控股向这五名股东转让了 2.12 亿美的集团股份，考虑 2013 和 2014 年的 5 亿元补偿款后，PE 投资者的每股价格成本仍为 50.14 元，高于发行价 44.56 元。公司通过引入的战投投资者，形成实际控制人、战略投资者及中高级管理层共同持股的多元化股权结构，进一步完善了公司治理结构。同时，战略投资者丰富的企业运营经验亦可运用于公司未来业务经营。

### 实际控制人有动力增加股东回报

公司的实际控制人何享健家族直接和间接持有美的集团 36.7% 的股份，实际控制人的核心资产全部证券化，仅有少量非核心资产（房地产、金融投资等业务）未注入。未来实际控制人的收益将主要来自于上市公司的分红，因此将非常有动力加大股东回报。公司在上市时，计划未来三年的现金分红不少于当年可分配利润的 1/3。公司 2013 年度利润分配方案为：每 10 股派发现金 20.00 元（含税），同时以资本公积金每 10 股转增 15 股。

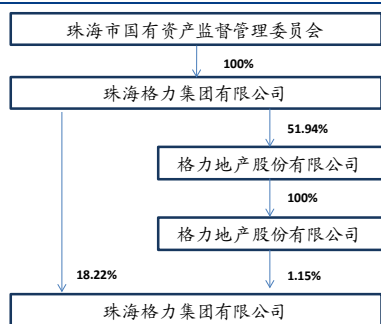
### 高管团队长期激励到位

公司事业部制运作多年，其充分放权和以业绩为导向的考评、激励机制，成为了公司职业经理人的锻炼与成长平台，长期以来的经营实践，公司已形成了成熟的职业经理人管理体制，公司的高层经营管理团队，均为在美的经营实践中培养的职业经理人，公司的现代经营管理体制已基本稳定与完善，公司现任管理团队成员均为美的集团内部培养，平均年龄在 40 岁左右，绝大多数管理层在美的各单位工作超过 15 余年，具备丰富的行业经验和管理经验，对全球及中国家电产业的理解非常深刻，对产业运营环境及企业运营管理的有精准的把握。



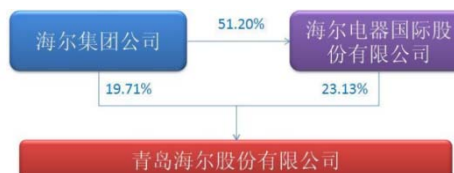
核心管理层：直接持股，实现长期激励。高管团队：大股东直接低价出售股权给高管团队，实现管理层股权激励。

图表 17：格力电器实际控制人股权结构



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 18：青岛海尔实际控制人股权结构



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

## 2、战略转型：追求规模转向追求盈利能力

2013 年，国家一系列刺激性政策的结束，引导中国家电行业重新回归市场竞争。在行业需求维持温和增长的背景下，推动效率提升、产品升级、提升盈利能力成为家电企业的致胜关键，电商渠道的快速发展、互联网运营的加速渗透及智能化产品的全面延展，推动家电企业加快转型升级，调整经营模式，寻求新的经济增长点与增长方式。

美的集团从 2009 年以来实施大规模扩张战略，2011 年面对新的发展环境，原以规模为导向的成功发展模式已难以持续，公司适时提出与推动战略转型，围绕“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴进行能力培育，提升增长质量，打造可持续发展的组织能力。

产品领先：通过技术驱动、结构升级和品质提升等三个方面去系统提升产品的竞争力；

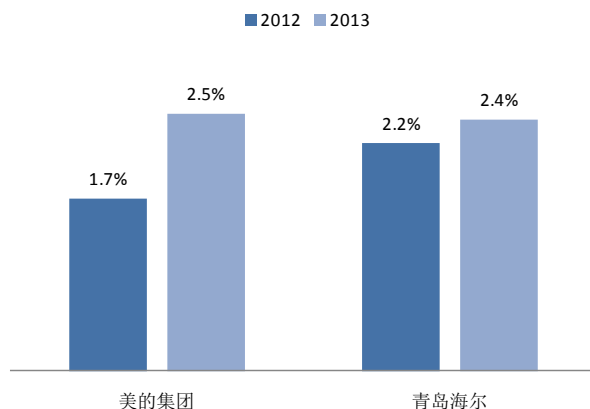
效率驱动：通过业务、管理和资产效率的提升，降低企业运行成本、费用率与经营风险，建立可持续的系统成本优势；

全球经营：通过继续加大海外合资合作与项目的拓展力度，提升自有品牌比例与盈利能力。

### 产品领先：技术驱动、结构升级、品质提升

**强化技术创新，深化技术驱动，保持行业技术领先优势。**美的集团通过不断加大研发投入，开发家电新产品，增加产品附加值，在家电产品同质化，市场需求区域差异化等形势下，逐步走出低档次产品及低层次价格的竞争格局，中高端产品占比逐步提升。2010-2013 年，公司累积研发投入约 140 亿元，占营业收入比例接近 2.5%。

图表 19：13 年美的集团研发费用占比提升 0.8pct



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

**产品结构升级，以消费者为中心，聚焦节能、智能、健康产品开发与科技投入，不断提升产品力。**自 2011 年中转型以来，公司以做好产品的基本理念，开展全流程消费者研究，成立物联网应用技术及流体技术研究院，不断加大产品、材料及智能化、网络化、变频化为基础的核心技术投入，推出了一系列新品，如空调基于用户节电需求，推出“一晚一度电”节能系列产品；冰箱基于用户保湿、保鲜需求，推出双系统高保湿凡帝罗对开门冰箱；洗衣机开启智能洗衣时代，自动投放科技全面呵护衣服；电饭煲机遇“米汤溢出”、“煮饭时间短”的潜在需求，推出“香甜好米饭”；热水器基于健康用水，推出“活水健康系列”电热水器；微波炉基于食物原汁原味，推出“直喷蒸微波炉”，高温水蒸汽作用于食物表面，锁住食物营养及水分，有效降解多余脂肪和食物盐分；油烟机基于油污清洗需求，首创智能蒸汽洗技术，通过高温高压蒸汽自动清洗，油污洗净率达 98.5%，引领油烟机进入免拆洗时代等一系列新品，市场取得较好口碑。公司不但引领行业技术升级，同时也带动了消费的升级，在业界和市场均赢得良好口碑。截至 2013 年底，公司专利申请总量为 5,647 件，被认定为首批“国家级知识产权示范企业”。

图表 20：美的集团 13 年新品举例

誉驰全直流变频挂机	行业创新的全封闭一体结构，如月牙形包裹形态，PM2.5 净化系统，ECO 节能模式，高频速冷热，智能触控，双贯送风技术、左右两侧环抱式出风与直线风道结合，运行音量低至 23 分贝。
美的蒸汽洗油烟机	采用纯钢化玻璃材质，隐形进风口，打破传统油烟机样式，获得 2013 年德国红点设计大奖和 2013 年美国 IDEA 大奖，通过高温高压蒸汽自动清洗，油污洗净率达 98.5%，引领油烟机进入免拆洗时代。
TECH 活水电热水器	有效净化内胆，一瞥 T-EYE “洁醒”提示技术，内胆卫生提前 90 天预警，二排专利一键式设计 100% 排空内胆积水，三冲塔式水旋风导流技术，有效冲刷残留水垢，彻底清洁内胆，开盖自动断电、安全放心，高达 93.8% 热水输出率。
涡轮动力持续沸腾香甜电饭煲	行业首创负压破泡技术，解决煮饭过程中米汤溢出的行业难题，实现大火力持续沸腾，促进米饭香气和甜味释放。极速煮饭时间仅需 20 分钟，磁力传动，水电隔离安全可靠。

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

**效率驱动：通过业务、管理和资产效率的提升，建立可持续的系统成本优势**

换股吸收合并完成后的美的集团建立了家电业务统一的战略规划和管理体系，通过一体化整合发挥协同效应。

美的集团是国内唯一全产业链、全产品线的白电生产企业，公司以行业领先的压缩机、电控、磁控管等家电核心部件研发制造技术为支撑，结合强大的电机等上游零部件生产及物流服务能力，形成了包括关键部件与整机研发、制造和销售为一体的完整产业链。公司在产能与结构上进行了系统规划和合理布局，综合考虑了区域辐射、供应配套、物流成本等要素，融合多品种规模化和柔性生产，使公司能够更灵活的应对市场需求的变化。同时，全产业链及全产品优势使得美的集团在采购、品牌、技术、渠道等方面实现资源充分共享并形成了全方位协同效应。

同时，公司对研发、生产、销售等价值链关键环节运作模式进行系统性梳理，通过 IT 运营系统固化流程，构建在品质、效率提升基础上的新成本优势。具体到相关产品，公司加强聚焦主流产品，加强产品企划、精简型号、降低产品和物料复杂度，进一步实现经营简单化，提升研发效率、制造效率、营销效率和资源使用效率。销售模式方面，自 2011 年公司经营方针由“规模导向”转变为“利润导向”以来，对大家电及小家电业务营销架构开始一系列调整，精简营销架构，加强专业化运营能力。一方面，将原大家电及小家电业务营销总部职能逐步划归各产品事业部，各产品事业部完全实现研、产、销一体化经营；另一方面，调整美的集团与区域代理商的分权体系，进一步清晰权责。

### 全球经营：继续加大海外合资合作

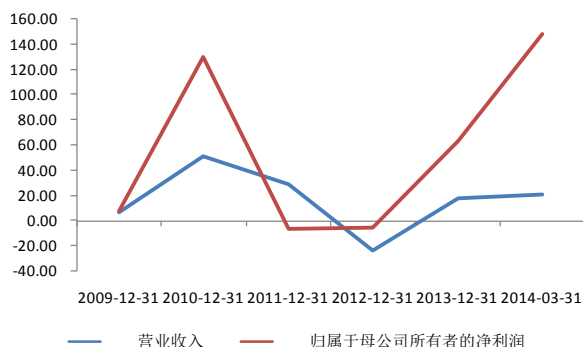
目前公司的海外销售大多为 OEM、ODM 业务，由各产品事业部海外销售公司专职负责，实现完全的研、产、销一体化经营。同时，公司设立了国际事业部，专职负责海外独资、合资公司所在国家或区域的业务，以及海外品牌业务拓展。目前，公司在越南、白俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷、印度 6 个国家建有生产基地，未来公司将以提升现有布局区域的经营质量为核心，以搭建海外公司治理机制和管控平台为重点，以培育公司国际化经营能力为基础，逐步建立并完善国际化运营流程、海外公司绩效评价体系以及管控模式，为全面、深入推进国际化做好准备。

## 3、战略调整初见成效

2013 年，公司产品力显著提升，产品结构持续优化，产品口碑与市场份额稳步回升，进一步夯实了公司面向未来竞争的可持续发展能力。2013 年，公司实现整体营业总收入 1,212.65 亿元，同比增长 18.06%，其中大家电业务（空调、冰箱、洗衣机）实现收入 783.62 亿元，同比增长 23.15%，小家电业务实现收入 278.44 亿元，同比增长 8.08%，电机业务实现收入 68.86 亿元（含内部销售），同比增长 9.77%，物流业务实现收入 26.31 亿元（含内部销售），同比增长 5.96%。

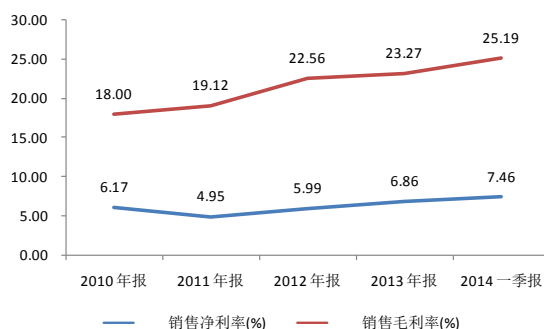
2013 年公司整体毛利率为 23.28%，同比上升 0.72 个百分点，净利率为 6.86%，同比上升了 1.3 个百分点。其中，空调业务毛利率 24.6%，同比基本持平；公司冰洗业务盈利能力提升，冰箱毛利率 19.1%，提升 1.8 个百分点，洗衣机毛利率 26.6%，同比提升 2.4 个百分点；小家电业务毛利率也略有提升 0.6 个百分点。

图表 21: 美的集团营收、归母净利同比增速回升



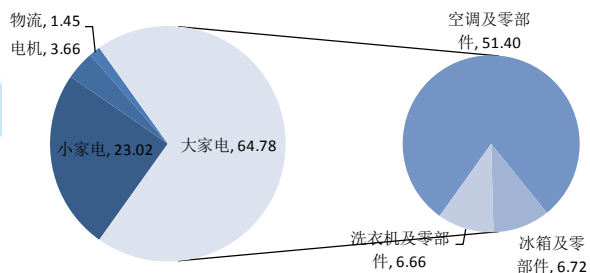
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 22: 美的集团毛利率、净利率逐步提升



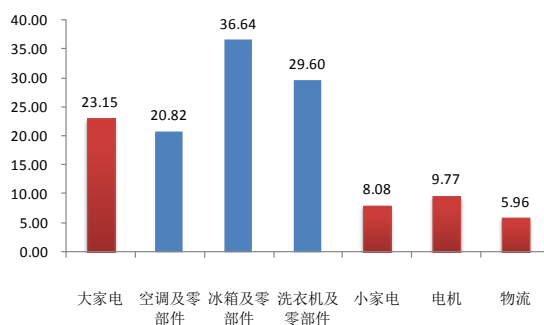
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 23: 美的集团 13 年主营构成 (%)



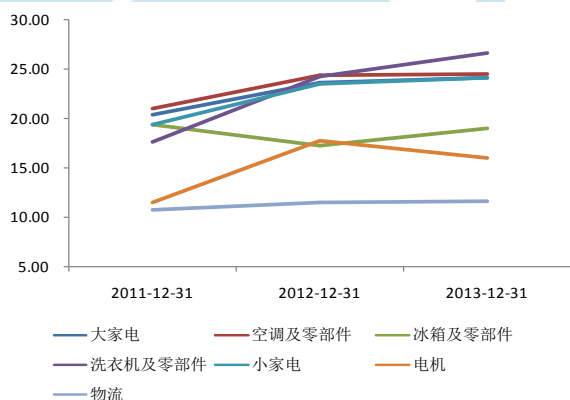
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 24: 美的集团 2013 年各项业务收入同比增速 (%)



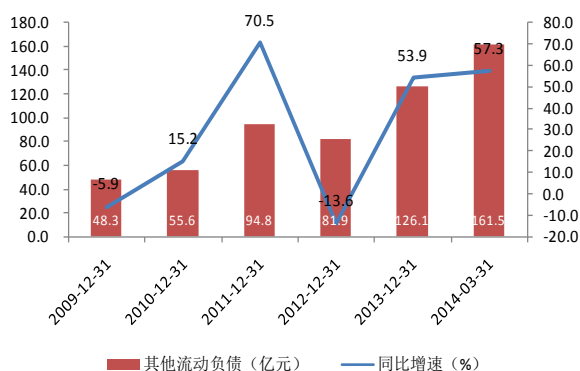
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 25: 美的集团各项业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 26: 美的集团其他流动负债同比增速 (%)



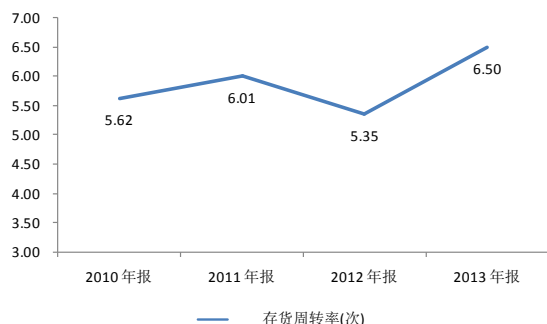
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

13 年、14 年一季度以预提费用为主的其他流动负债科目余额约为 126 亿、162 亿, 同比增长 53.9%、57.3%。在高基数下费用计提持续提高, 体现公司对未来经营的信心。



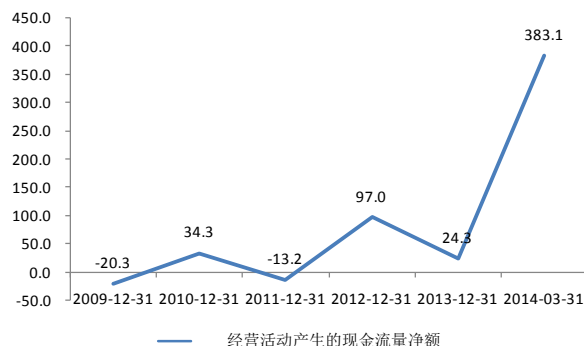
公司的存货周转次数由 2012 年的 5.4 次提升到 2013 年的 6.5 次，经营性现金流净额也有好转。

图表 27：美的集团存货周转率（次）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 28：美的集团经营性现金流净额同比增速（%）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

### 三、公司盈利仍有提升空间

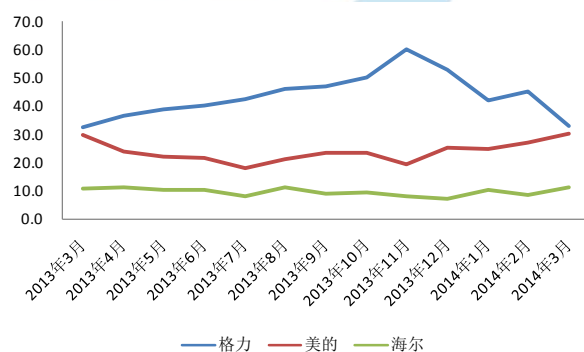
#### 1、大家电：市场份额、零售均价提升

国内的大家电市场上，美的电器、格力电器和青岛海尔三家龙头企业的优势地位十分明显。在行业集中度不断提高的背景下，行业生态不断优化，行业龙头企业具有较强的成本转嫁能力和抗风险能力。

##### 家用空调业务

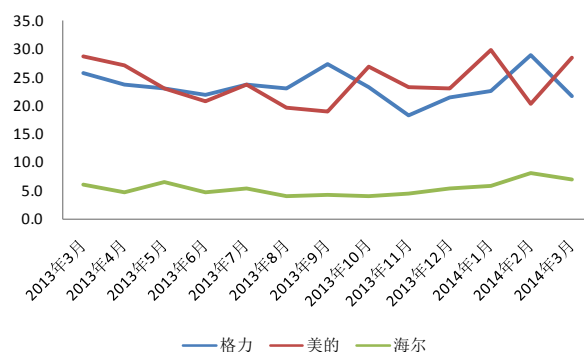
2012 年 9 月，美的空调业务内销量市场份额跌至低点，仅为 17.7%，而同期格力电器的空调内销量市场占比达到了 51.7%。2013 年，美的空调业务开始有所好转，市场占有率有所回升。2014 年 1-3 月，公司空调的内销和出口市场份额均有明显回升。

图表 29：家用空调内销量占比（%）



资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

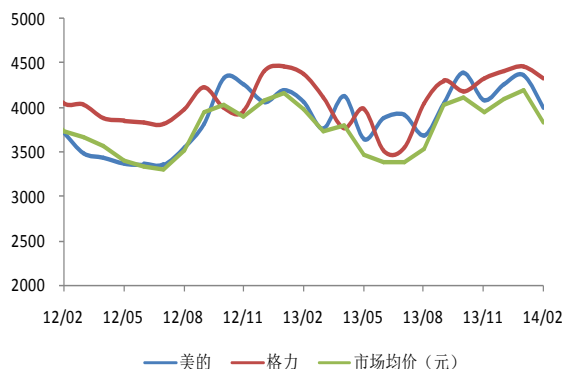
图表 30：家用空调出口量占比（%）



资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

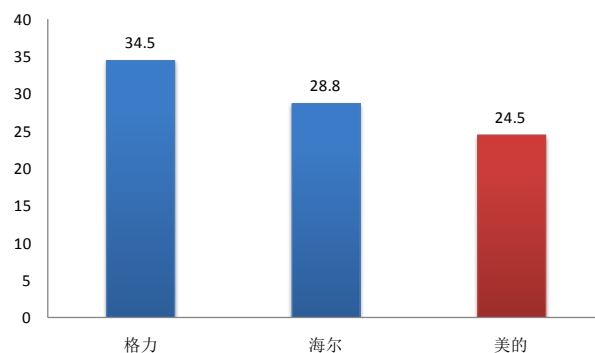
2012-2013 年，美的空调的市场均价有明显提升，保持在市场均价之上。公司的空调业务均价与格力空调还有一定差距。相比格力和海尔的空调业务，公司毛利率仍有提升空间。

图表 31：家用空调市场均价（元）



资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

图表 32：2013 年家用空调业务毛利率水平（%）



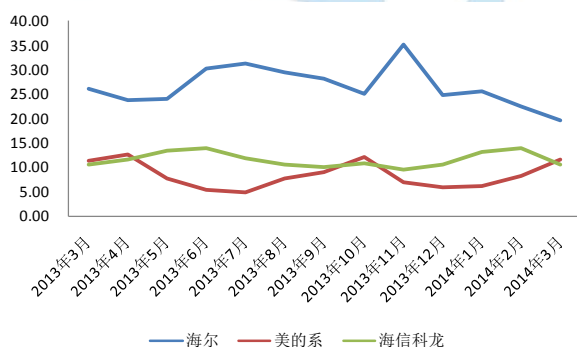
资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

## 冰箱业务

美的冰箱业务在国内市场的占有率居于前三，但是面对海信科龙、美菱的激烈竞争，在国外市场更有 LG、三星、博世西门子、伊莱克斯等有力的竞争对手。12 年受战略调整的影响，公司的冰箱业务收入大幅下滑 47.8%。

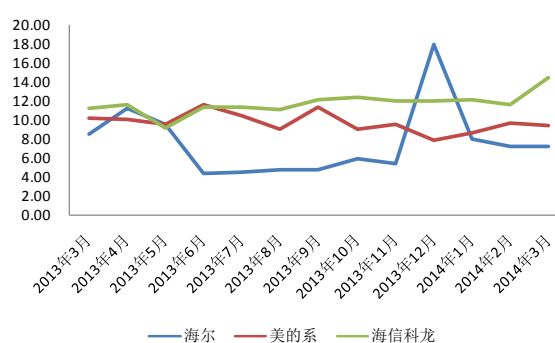
2014 年以来，公司的冰箱业务内销市占率有所回升，但出口市占率提升不明显。美的冰箱的均价远低于市场均价，冰箱业务的毛利率明显低于同类竞争企业，有较大提升空间。

图表 33：冰箱内销量占比（%）



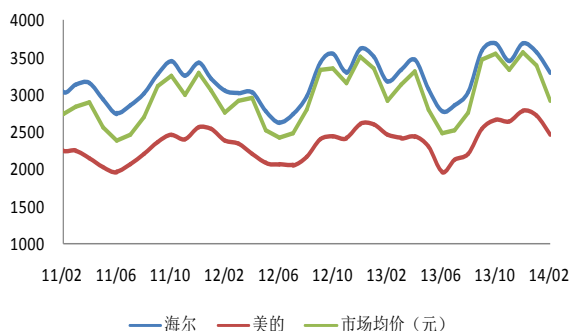
资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

图表 34：冰箱出口量占比（%）



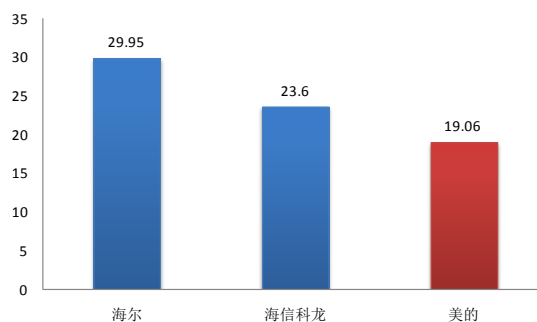
资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

图表 35: 冰箱均价 (元)



资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 36: 2013 年冰箱业务毛利率 (%)



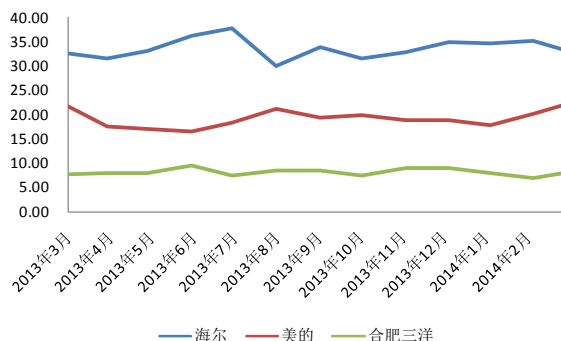
资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

## 洗衣机业务

美的洗衣机在国内的市占率排名第二, 洗衣机的龙头企业为青岛海尔。12 年受战略调整的影响, 公司的洗衣机业务收入大幅下滑 36.3%。

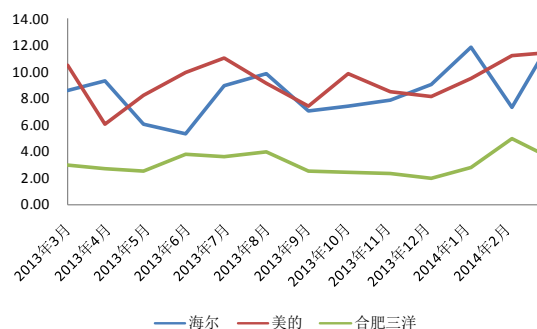
13 年以来美的洗衣机的国内市场份额有明显提升, 美的洗衣机的均价远低于市场均价, 洗衣机业务的毛利率明显低于同类竞争企业, 有较大提升空间。

图表 37: 洗衣机内销量占比 (%)



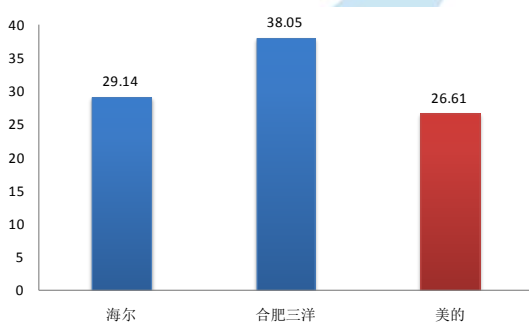
资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 38: 洗衣机出口量占比 (%)



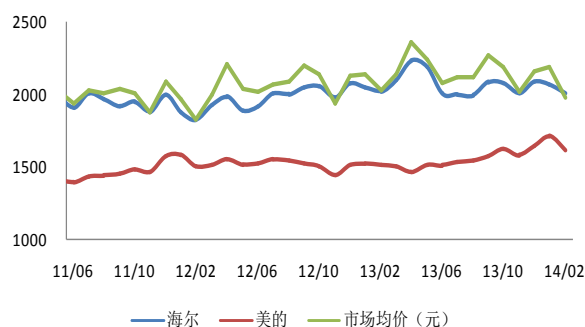
资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 39: 洗衣机内销量占比 (%)



资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 40: 洗衣机出口量占比 (%)



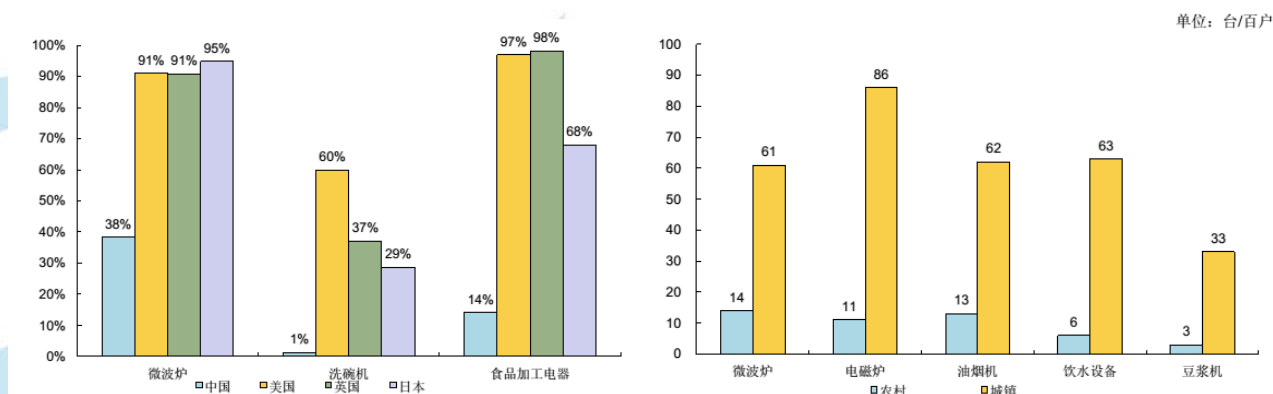
资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

总体上看，白色家电是变化较慢的行业，龙头企业的规模优势很难被超越。公司未来重点放在产品上，主要靠产品的创新，削减低端产品、加大对研发投入和消费者研究，推出满足消费者需求的产品，提升白电的产品结构，有效实现产品结构升级和零售均价的进一步提升。

## 2、小家电和厨电：现有品类提升、市占率提升

虽然我国大家电保有量已达到或接近发达国家水平，但小家电还存在较大差距。特别是农村家庭小家电保有量远远低于城镇家庭。随着城镇化进程的加快，农村小家电市场潜力巨大，在三四线城市有深入布局的家电企业将从中受益，未来巨大的需求释放将推动小家电继续保持高速增长。

图表 41：2011 年主要国家每百户小家电渗透率（%） 图表 42：2011 年中国主要小家电产品每百户保有量



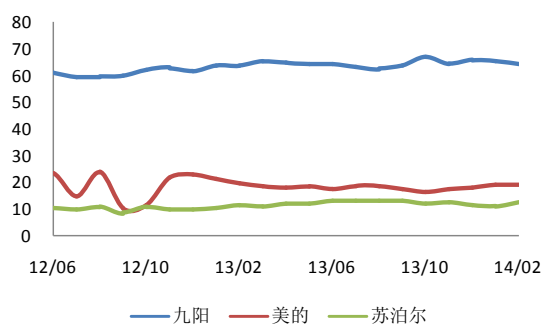
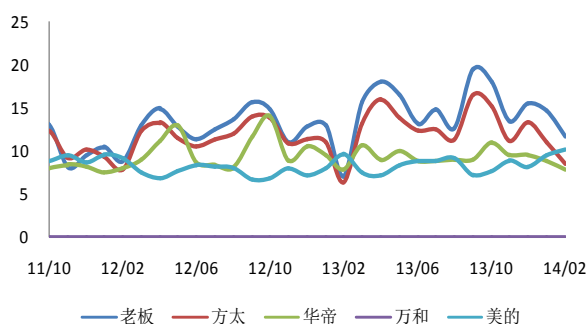
资料来源：欧睿，中航证券金融研究所

资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所

在小家电产品线方面，美的集团产品覆盖微波炉、电饭煲、洗碗机、厨卫等几乎所有主流小家电产品，且全面覆盖高中低端产品。其中多个产品市场份额连续多年遥遥领先，例如，电饭煲、电磁炉、饮水机、电水壶、电压力锅等。

图表 43：抽油烟机零售份额占比（%）

图表 44：豆浆机零售份额占比（%）

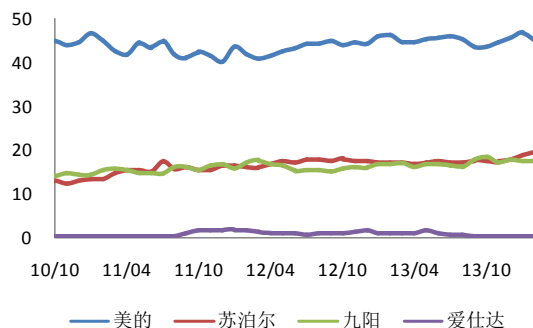


资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

资料来源：产业在线，中怡康，中航证券金融研究所

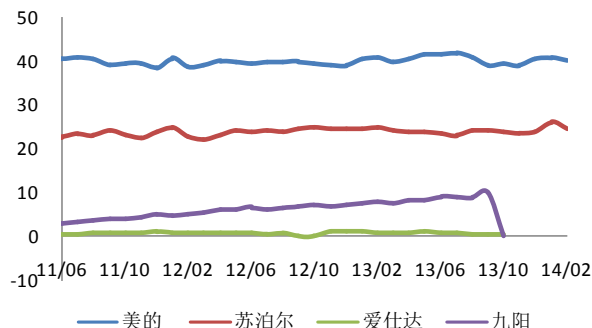


图表 45: 电磁炉零售份额占比 (%)



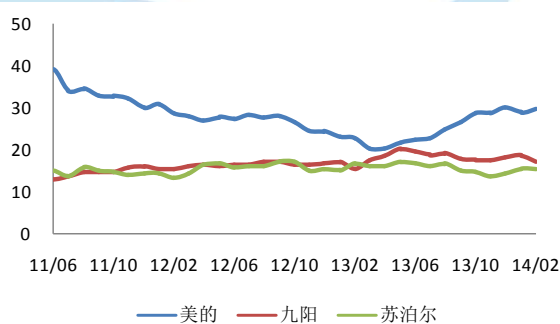
资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 46: 电饭煲零售份额占比 (%)



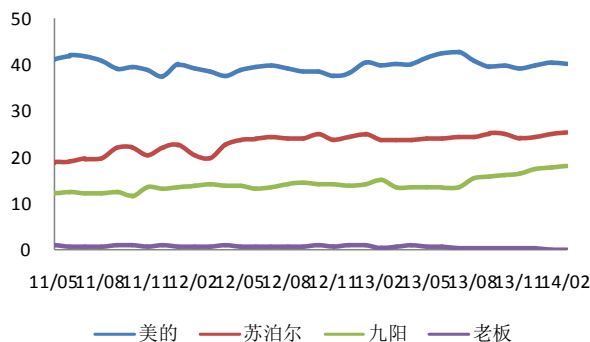
资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 47: 电热水壶零售份额占比 (%)



资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

图表 48: 电压力锅零售份额占比 (%)

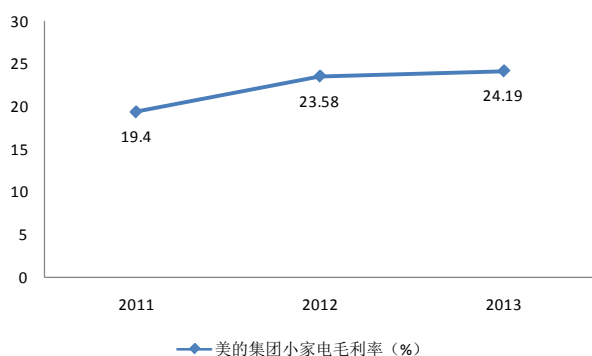


资料来源: 产业在线, 中怡康, 中航证券金融研究所

在小家电业务方面, 公司保留传统优势品种、剥离低利润产品, 对利润率高、行业集中度低的抽油烟机等产品加大投入。小家电的渠道也有所调整, 在总部层面撤销了国内的营销总部, 渠道销售体系实行区域代理模式, 并对清理渠道库存, 对渠道经销商进行补贴, 调动经销商的积极性。公司的小家电渠道网略覆盖非常广, 销售网点 55000 个, 一二线市场的覆盖率基本达到 100%, 三四线市场达到 90% 左右。

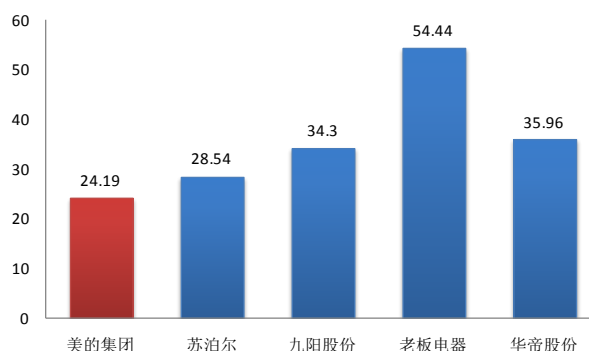
公司的小家电业务转型已见成效, 各品类市场份额有所提升, 毛利率有所好转。未来收益于渠道恢复、渠道覆盖面广、产品研发投入加大、产品结构提升, 小家电业务毛利率提升空间较大, 有望提升对公司利润贡献度。

图表 49: 美的集团小家电毛利逐年提升



资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 50: 13 年公司小家电毛利率水平仍低于同行业(%)



资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

### 3、加速推进智能化战略, 提升产品竞争力

公司发布 M-smart 智慧家居战略, 打通家电家居、整合旗下产业群优势和技术研发资源, 在全球内范围内尚属首家, 是美的拥有全品类产品优势的延伸。公司的智慧家居战略, 不仅是美的集团发力智能家居领域的重要里程碑, 也是传统家电企业转型互联网思维的标志性事件。美的根据旗下全品类白色家电的产品优势, 提出的平台化智能家电解决方案, 将加快中国家电产品的智能化步伐。

未来公司在研发方面将加大投入, 2014 年美的旗下各事业部合计研发投入将达到 40 亿元, 未来三年累计投入将达 150 亿元。另据了解, 美的还将在顺德建设全球研发总部, 作为智慧家居孵化基地, 投资近 30 亿元。公司计划智能家电销售占收入比重 2014 年到达 5%、2015 年达到 15%、2016 年达到 30%、2018 年达到 50%。

## 四、盈利预测与投资建议

13 年公司战略调整已取得成效, 市场份额明显提升。14 年以来, 市场份额继续上升, 表明市场消费者对公司新产品的认可。公司的大家电产品结构和盈利均有望继续提升, 小家电品类调整也有望见效, 随着渠道调整效果的进一步显现, 以及公司积极推动智能家居战略落地, 公司盈利能力有较大的改善空间。

我们预计公司 2014-2015 年每股收益分别为 1.9\2.3 元, 当前股价对应的动态 PE 为 9.1\7.4X, 维持“买入”评级。

图表 51: 美的集团主要业务预测

收入增速 (%)	2011年	2012年	2013年	2014E	2015E
大家电		-25.1%	23.2%	21.1%	18.6%
空调及零部件		-19.3%	20.8%	20.0%	17.5%
冰箱及零部件		-47.8%	36.6%	27.0%	26.0%
洗衣机及零部件		-36.3%	29.6%	24.0%	19.0%
小家电		-18.6%	8.1%	11.0%	10.0%
电机		3.1%	9.8%	13.0%	12.0%
物流		-2.9%	6.0%	10.0%	8.0%
毛利率 (%)	2011年	2012年	2013年	2014E	2015E
大家电	20.45	23.70	24.15	24.88	25.06
空调及零部件	21.07	24.38	24.50	25.20	25.4
冰箱及零部件	19.42	17.22	19.06	20.50	20.6
洗衣机及零部件	17.66	24.22	26.61	27.00	27.4
小家电	19.40	23.58	24.19	25.80	26.3
电机	11.52	17.71	16.02	17.50	17.8
物流	10.70	11.50	11.62	11.60	11.8
收入 (亿元)	2011年	2012年	2013年	2014E	2015E
大家电	849.57	636.29	783.62	949.26	1125.65
空调及零部件	637.91	514.64	621.78	746.14	876.71
冰箱及零部件	114.06	59.51	81.31	103.26	130.11
洗衣机及零部件	97.60	62.14	80.53	99.86	118.83
小家电	316.56	257.62	278.44	309.07	339.98
电机	47.09	48.53	44.31	50.07	56.08
物流	19.02	18.46	17.59	19.35	20.90
收入合计 (亿元)	1,232.24	960.90	1,123.96	1,327.74	1,542.60
收入合计同比增速 (%)				18.1%	16.2%

资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

**报表预测**

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	134045.65	102598.11	120975.00	142871.48	166016.66
减: 营业成本	108418.76	79449.04	92818.06	107696.52	124711.71
营业税金及附加	761.09	577.91	609.93	778.77	904.93
营业费用	10921.14	9389.87	12432.34	13287.05	15439.55
管理费用	5907.35	5925.78	6733.46	7286.45	8300.83
财务费用	1449.07	807.05	564.22	359.37	-83.97
资产减值损失	41.80	48.88	122.72	71.13	71.13
加: 投资收益	791.72	534.52	997.98	0.00	0.00
公允价值变动损益	55.00	17.75	546.27	100.00	100.00
其他经营损益	70.50	53.00	85.13	69.55	69.55
<b>营业利润</b>	<b>7463.66</b>	<b>7004.86</b>	<b>9323.65</b>	<b>13561.75</b>	<b>16842.03</b>
加: 其他非经营损益	755.28	704.65	688.12	716.02	716.02
<b>利润总额</b>	<b>8218.94</b>	<b>7709.51</b>	<b>10011.77</b>	<b>14277.77</b>	<b>17558.04</b>
减: 所得税	1577.56	1568.62	1714.28	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>6641.38</b>	<b>6140.89</b>	<b>8297.50</b>	<b>14277.77</b>	<b>17558.04</b>
减: 少数股东损益	3192.28	2881.60	2980.04	6230.16	7661.52
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>3449.10</b>	<b>3259.29</b>	<b>5317.46</b>	<b>8047.61</b>	<b>9896.52</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	14296.75	11630.77	14882.23	27337.79	41257.71
应收和预付款项	25746.15	25174.83	25536.79	29501.84	34428.23
存货	16343.30	13350.00	15197.72	20979.14	20913.38
其他流动资产	4102.34	3601.85	8992.68	8992.68	8992.68
长期股权投资	1767.75	1709.77	1755.80	1755.80	1755.80
投资性房地产	118.45	84.39	205.83	167.22	128.62
固定资产和在建工程	20486.53	21853.23	20184.76	17086.94	13989.11
无形资产和开发支出	6497.17	7145.22	6256.74	5872.57	5488.40
其他非流动资产	706.22	589.52	648.95	325.01	1.07
<b>资产总计</b>	<b>90064.65</b>	<b>85139.57</b>	<b>93661.50</b>	<b>112018.98</b>	<b>126954.99</b>
短期借款	5869.43	5082.09	8872.17	0.00	0.00
应付和预收款项	35904.49	31056.45	30287.71	43662.37	41546.40
长期借款	7791.70	3537.72	864.18	864.18	864.18
其他负债	10353.47	12297.82	14556.88	14545.62	14545.62
<b>负债合计</b>	<b>59919.08</b>	<b>51974.09</b>	<b>54580.94</b>	<b>59072.18</b>	<b>56956.21</b>
股本	1000.00	1000.00	1686.32	1686.32	1686.32
资本公积	2470.50	3037.31	15620.79	15620.79	15620.79
留存收益	9023.78	10276.22	15540.32	23176.40	32566.86
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>12494.28</b>	<b>14313.53</b>	<b>32847.43</b>	<b>40483.52</b>	<b>49873.97</b>
少数股东权益	17651.29	18851.95	6233.13	12463.29	20124.81
<b>股东权益合计</b>	<b>30145.57</b>	<b>33165.49</b>	<b>39080.56</b>	<b>52946.81</b>	<b>69998.78</b>
负债和股东权益合计	90064.65	85139.57	93661.50	112018.98	126954.99
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
经营性现金净流量	4606.91	8282.65	10769.24	20744.85	12888.05
投资性现金净流量	-8930.01	-3997.04	-466.68	804.76	816.02
筹资性现金净流量	10259.47	-4900.22	-5364.13	-9094.05	215.86
<b>现金流量净额</b>	<b>5935.90</b>	<b>-616.93</b>	<b>4934.84</b>	<b>12455.55</b>	<b>13919.92</b>

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
**持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
**卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
**中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
**减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

韩雪，SAC 执业证书号：S0640513100001，北京大学管理学硕士、香港大学金融学硕士，从事纺织服装及家用电器行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。