

美的集团

要约收购小天鹅 20% 股权，料将增厚业绩

计划要约收购小天鹅 20% 股权，预计将增厚归母业绩

公司计划要约收购小天鹅（000418.SZ）20% 股权，收购价 10.75 元/股 A 股和 10.43 港元/股 B 股，相对小天鹅停牌前加权平均溢价 15%。美的现已是小天鹅控股股东（合计持有 40.08% 股权），我们认为本次收购不会影响公司营收，但会降低少数股东权益和损益占比，测算增厚公司今年业绩约 1 亿元。

体现公司对洗衣机业务的信心，预计盈利能力将改善

在 2010 年美的把自身的洗衣机业务注入到小天鹅后，小天鹅成了美的集团所有洗衣机资产的平台。2011 年底战略转型后，小天鹅收入、利润和市占率在出现一定程度下滑后均开始回升，转型效果初步体现。我们认为本次要约收购体现了美的对自身洗衣机业务未来发展的信心，收购完成后将可更好发挥各个产品间的协同性，提升该业务的盈利能力。

各项业务维持快速增长，并预计将体现到净利润上

今年以来公司空调、厨卫家电、生活家电等各项业务保持较快增长，一季度收入增长超越同行。我们预计在战略转型顺利提升产品力后，公司良好的增势可望保持。且产品均价提升后，公司毛利率和净利率均有望显著提高。

估值：上调盈利预测和目标价，重申“买入”评级

我们判断美的集团达成此次收购意愿可能性较大，公司各项业务有望维持较快增长，上调 2014-16 年 EPS 预测至 2.35/2.85/3.32 元（原预测 2.24/2.67/3.11 元），基于瑞银 VCM 现金流贴现模型(WACC9.8%)，上调目标价至 25.50 元（原 24.80 元），对应 2014 年 11x PE，重申“买入”评级。

Equities

中国

消费电子业

12 个月评级 **买入**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb25.50**
之前: **Rmb24.80**

股价 **Rmb17.57**

路透代码: 000333.SZ 彭博代码 000333 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb20.71-4.73		
市值	Rmb74.1 十亿/US\$11.9 十亿		
已发行股本	4,216 百万 (ORDA)		
流通股比例	100%		
日均成交量(千股)	20,626		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb368.1		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb36.5 十亿		
市净率 (12/14E)	2.0x		
净债务 / EBITDA	NM		

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	2.24	2.35	4.77	2.22
12/15E	2.67	2.85	6.67	2.69
12/16E	3.11	3.32	7.01	3.24

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	134,116	102,651	121,265	142,938	162,973	185,568	209,688	234,594
息税前利润(UBS)	8,108	7,309	8,466	13,038	14,729	17,333	20,199	23,454
净利润(UBS)	3,449	3,259	5,317	9,901	12,017	14,015	16,139	18,556
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.41	1.30	1.73	2.35	2.85	3.32	3.83	4.40
每股股息(Rmb)	1.52	2.03	2.00	0.94	1.14	1.33	1.53	1.76
现金 / (净债务)	(719)	5,035	6,545	8,213	15,493	23,811	32,384	44,655
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	6.0	7.1	7.0	9.1	9.0	9.3	9.6	10.0
ROIC (EBIT) (%)	32.1	26.4	29.8	41.3	43.8	48.2	51.6	55.7
EV/EBITDA(core)x	7.2	5.8	3.2	4.7	4.2	3.5	3.2	1.8
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	16.1	3.4	5.1	7.5	6.2	5.3	4.6	4.0
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(4.9)	14.0	24.6	8.7	13.9	16.3	17.7	23.8
净股息收益率(%)	23.2	45.5	22.6	5.3	6.5	7.6	8.7	10.0

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 06 月 09 日 16 时 26 分的股价(Rmb17.57)得出;

投资主题

美的集团

投资理由

美的集团是国内走多元化战略的家电产业集团之一，空调内外销合计份额约占 25%，洗衣机约 16%，冰箱约占 9%，均位居国内第二位，小家电多个品类均位居国内第一。公司自 2011 年启动保盈利的战略转型，目前已经初见成效，市场份额企稳回升，盈利能力不断上升。

我们预计美的集团 2014/2015/2016 年的 EPS 分别为 2.35/2.85/3.32 元，高于市场一致预期(2.19/2.63/3.08 元)，目标价 25.50 元，给予“买入”的投资评级。公司完成整体上市后，多品类的协同效应发挥，战略转型效果有望体现更为充分，我们预计毛利率上升将推高净利率，带来业绩超预期。

乐观情景

去年房地产旺销对家电需求的滞后拉动有可能往后延续，带来行业的快速增长。同时美的空冰洗新品推出后份额继续上升，小家电精简产品线后盈利能力超预期，或带来集团业绩持续超预期。

乐观情景下我们假设白电销量增长达到 25%，且盈利能力继续提升，公司 2014 年的 EPS 可望达到 2.45 元，每股估值为 26.9 元。

悲观情景

若房地产调控对家电需求的负面影响提前，而今年夏天较为凉爽，公司未来 3 个季度收入增速可能下滑。悲观情景下我们估算公司 2014 年 EPS 为 2.10 元，每股估值为 16.8 元。

近期催化剂

冰洗空行业数据公布，公司销量增速超过行业，市占率继续提升。

未来几个月各类产品的智能新品推出，功能或设计上相对之前显著改善。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb25.50

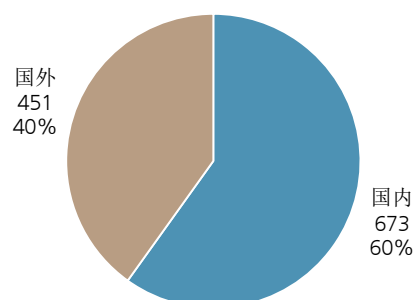
公司简介

美的集团集空调、冰箱、洗衣机和小家电等家电产品的研发、制造、销售于一体，是国内白色家电行业规模最大的大型产业集团之一。公司在全国各地设有营销网络，并在美国、德国、加拿大等二十多个国家设有分支机构。

行业展望

2013 年城镇化率约 53.7%，城镇化继续推进有望拉动大家电产品普及，同时受益于人民生活水平的提高和消费理念的提升，小家电的更新和普及应会加速。另外在智能家电和节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，有望带动家电产业消费升级。

图表 1: 美的集团 2013 年分区域营收占比（亿元）



来源: Wind

图表 2: 美的集团分业务毛利润（亿元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调	120	112	139	190	222	259
压缩机	15	14	16	19	21	24
冰箱	22	10	15	25	29	33
洗衣机	17	15	21	26	30	35
小家电	61	61	67	81	91	103
电机	5	9	7	8	8	8
物流	2	2	2	2	2	2
总计	242	223	267	351	403	464

来源: 公司年报, 瑞银证券预测

计划要约收购小天鹅 20% 股权，料将增厚公司归母业绩

美的集团于 6 月 7 日计划联同公司全资控制的境外公司 TITONI INVESTMENTS DEVELOPMENT LTD. 对小天鹅 A 股及 B 股股票实施部分要约收购，以进一步增强公司对小天鹅的控制权。要约收购股份数量 126,497,553 股，占小天鹅总股本比例为 20%。本次要约收购还需证监会审核通过，通过后要约有效期限为 30 个自然日。

本次要约收购前，美的集团持有 222,661,571 股小天鹅 A 股，占小天鹅总股本比例为 35.20%；TITONI 持有 30,851,714 股小天鹅 B 股，占小天鹅总股本比例为 4.88%，两者在小天鹅中的合计持股比例达到 40.08%。若本次要约收购达到预定收购数量，美的集团及 TITONI 在小天鹅中的合计持股比例将达到 60.08%。

由于美的集团已经实现了对小天鹅的报表合并，我们预计此项交易将不会对美的的营收产生影响，但会降低美的集团来自小天鹅的少数股东权益和损益。按照目前市场对小天鹅今年的一致预测来看，小天鹅 2014 年归母净利润约 5.3 亿元，20% 的股权对应 1.03 亿元净利润，相应降低同样数量的美的集团少数股东损益。

图表 3: 收购前后 2013 年美的集团模拟合并财务表现（亿元）

		营业收入	净利润	归母净利润
并表比例	小天鹅	87.28	4.75	4.13
	美的集团	1213	82.97	53.17
	收购前	100%	100%	40.08%
	收购后	100%	100%	60.08%
	收购前	7.20%	5.72%	3.11%
	收购后	7.20%	5.72%	4.67%

来源: 公司公告

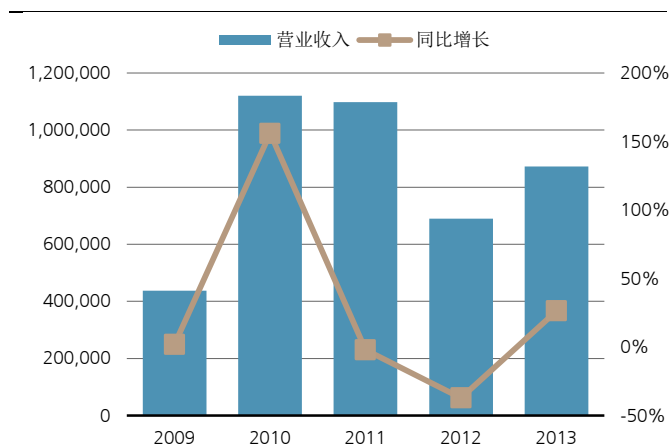
本次要约收购拟在要约收购报告书摘要公告前 30 个交易日的 A、B 股每日加权平均价格的算术平均值基础上，给予 A、B 股各 15% 的溢价进行收购，其中 A 股要约收购价格为 10.75 元/股，B 股要约收购价格为 10.43 港币/股。鉴于收购溢价较高，我们认为美的集团达成收购意愿的可能性大。

我们认为短期来看，收购小天鹅将提升美的集团归属于母公司股东的净利润。长期来看，美的集团持股比例上升后，各项业务的协同效应将体现得更为明显，并体现了公司对洗衣机业务发展的信心。

小天鹅营收止跌回升，盈利能力料将改善

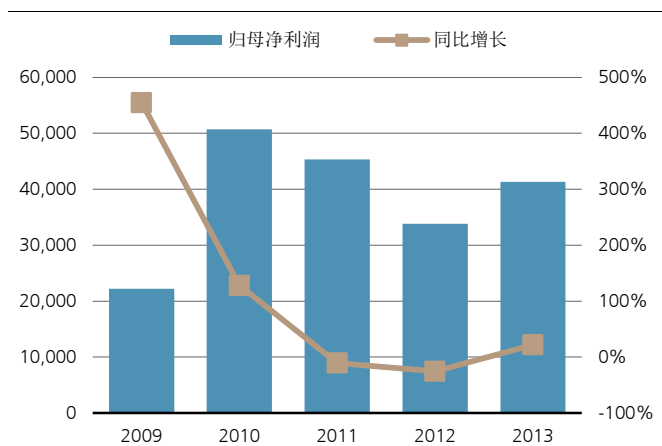
2009 年和 2010 年是小天鹅的快速扩张期，特别是在 2010 年美的把自身洗衣机业务注入到小天鹅后，公司营收出现较快增长。但 2011 年整个美的集团开始战略转型，发展战略从之前的“上规模”转向“保盈利”，主要目的是把产品均价上调并提升盈利能力。这对公司的营收和净利润有一定影响，2011 年和 2012 年连续两年出现下滑。

图表 4: 小天鹅近五年营业收入（万元）及同比增长（%）



来源: Wind

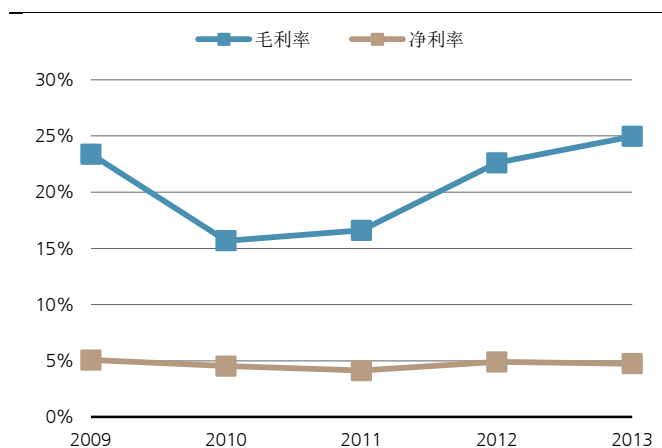
图表 5: 小天鹅近五年归母净利润（万元）及同比增长（%）



来源: Wind

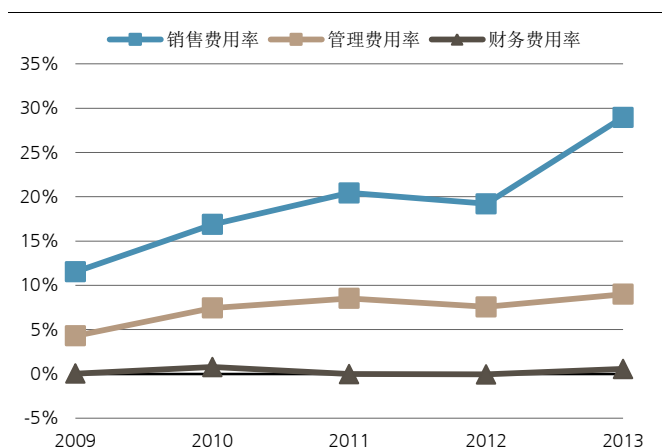
2013 年开始战略转型效果逐步显现，小天鹅营业收入 87 亿元，同比增长 26.49%，归母净利润 4.1 亿元，同比增长 22.15%。毛利率从 2010 年的 15.68% 上升到 2013 年的 24.96%。近年来小天鹅净利润较平稳，2013 年小天鹅的净利率 4.74%。

图表 6: 小天鹅近五年毛利率及净利率（%）



来源: Wind

图表 7: 小天鹅近五年销售、管理及费用率（%）



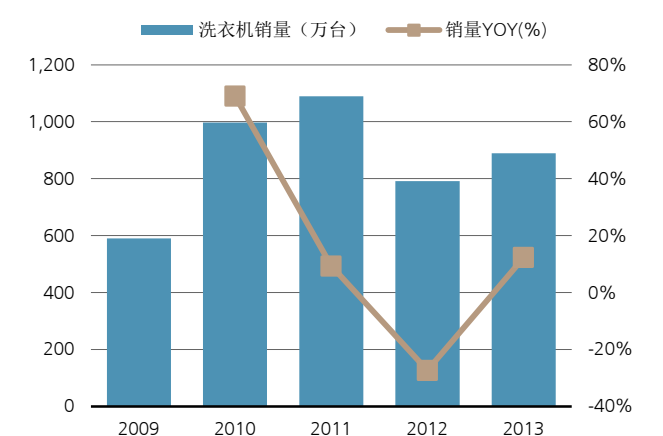
来源: Wind

洗衣机是美的集团此前扩张战略的最重要支点之一，亦是 2011 年底战略转型的重点。我们认为公司的战略转型在财务上将逐步体现，首先是产品单价上升带来毛利率提升，但同时销售费用和管理费用率也升高，之后毛利率维持在较高水平，规模上升带来费用率下降，从而实现净利率的上升。小天鹅的战略转型已经走完前半段，后半段我们判断将出现盈利能力的改善。

美的洗衣机市占率出现反弹

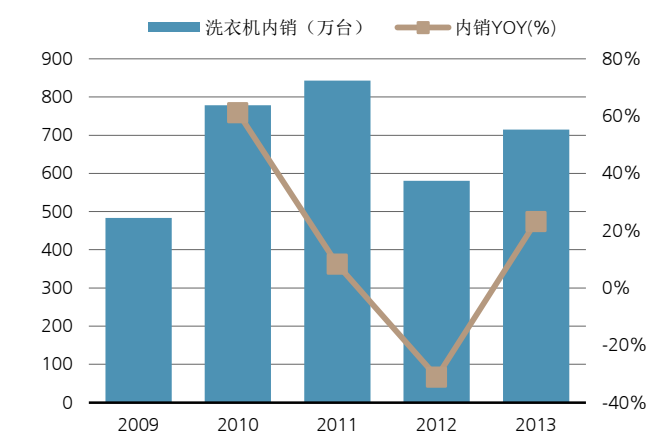
根据产业在线的数据，2013 年美的集团洗衣机年销量 889.02 万台，同比增长 12.28%。2013 年美的集团洗衣机内销量 715 万台，占总销量的 80.43%，同比增速 23.17%，内销引领公司的销量增长。经过前几年的调整，洗衣机销量同比回升趋势预计将持续。

图表 8: 美的集团近五年洗衣机年度销量及同比增速



来源: 产业在线

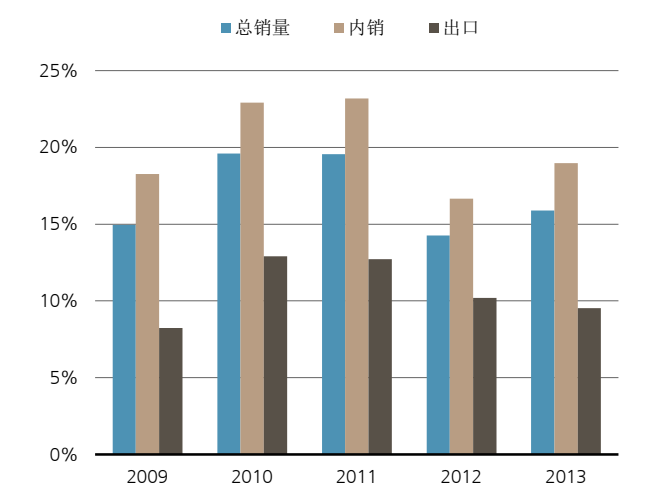
图表 9: 美的集团近五年洗衣机年度内销量及同比增速



来源: 产业在线

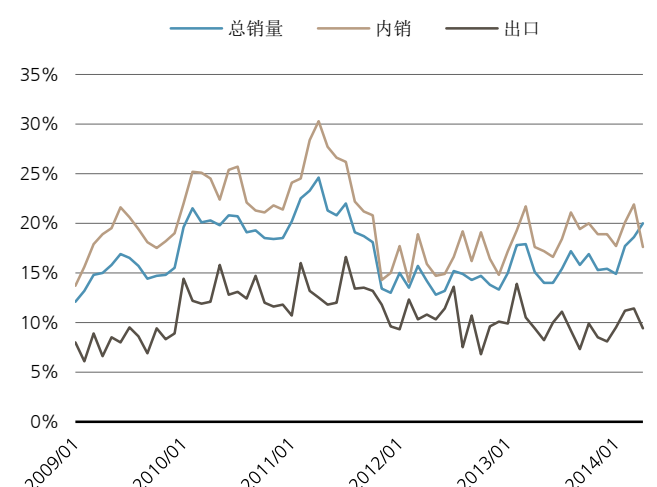
根据产业在线的数据, 2013 年美的集团总销量市占率 15.89%, 内销市占率 18.97%, 出口市占率 9.54%。2012 年美的集团总销量市占率有所下降, 但 2013 年整体保持回升趋势, 特别是内销市占率, 从 2012 年的 16.67% 上升到 2013 年的 18.97%。

图表 10: 美的集团洗衣机年销量、内销及出口市占率 (%)



来源: 产业在线

图表 11: 美的集团洗衣机月销量、内销及出口市占率 (%)



来源: 产业在线

小天鹅洗衣机技术积累深厚, 在国内市场品牌力强, 公司近几年来洗衣机市占率的回升主要源自产品力改善。近期公司加大了新产品的推出力度, 我们判断市占率继续上升趋势将延续。

盈利预测假设的主要变动

基于上述分析, 我们上调公司 2014 年各类产品的毛利率, 其中家用空调毛利率预测从 26.3% 上调至 27.5%, 冰箱从 23.0% 上调至 24.5%。上调的主要原因是我们判断今年白电的竞争环境仍然较为宽松, 公司前几年战略转型的效果今年将集中体现。

图表 12: 美的集团主营业务毛利率预测

调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
家用空调	19.6%	23.5%	24.0%	27.5%	27.6%	27.7%
冰箱	19.4%	17.2%	19.1%	24.5%	24.6%	24.8%
调整前	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
家用空调	19.6%	23.5%	24.0%	26.3%	26.3%	26.5%
冰箱	19.4%	17.2%	19.1%	23.0%	23.5%	24.0%

来源: 公司年报, 瑞银证券估算

我们预计美的集团收购小天鹅后少数股东损益占比将减少, 从原来的 12.00% 下降到 10.45%, 同时管理费用率有所提高, 以反映公司战略转型对产品力提升的持续性, 及智能家电的研发投入。

图表 13: 美的集团费用率预测

调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
管理费用/营业收入	4.4%	5.8%	5.6%	5.5%	5.6%	5.6%
少数股东损益占比	48.07%	46.92%	35.91%	10.45%	10.45%	10.45%
调整前	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
管理费用/营业收入	4.4%	5.8%	5.6%	5.5%	5.4%	5.4%
少数股东损益占比	48.07%	46.92%	35.91%	12.00%	12.00%	12.00%

来源: 公司年报, 瑞银证券估算

美的集团 (000333.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	134,116	102,651	121,265	142,938	17.9	162,973	14.0	185,568	209,688	234,594
毛利	25,697	23,202	28,242	36,413	28.9	41,950	15.2	48,328	55,118	62,216
息税折旧摊销前利润(UBS)	9,914	9,555	10,866	15,374	41.5	17,077	11.1	19,888	22,120	25,375
折旧和摊销	(1,807)	(2,246)	(2,400)	(2,336)	-2.7	(2,348)	0.5	(2,556)	(1,920)	(1,921)
息税前利润(UBS)	8,108	7,309	8,466	13,038	54.0	14,729	13.0	17,333	20,199	23,454
联营及投资收益	792	535	998	1,000	0.2	1,100	10.0	1,200	1,200	1,200
其他非营业利润	768	674	1,112	22	-98.0	587	2576.3	572	564	559
净利息	(1,449)	(807)	(564)	(658)	-16.7	(150)	77.3	(134)	(117)	(96)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	8,219	7,710	10,012	13,402	33.9	16,266	21.4	18,971	21,846	25,117
税项	(1,578)	(1,569)	(1,714)	(2,345)	-36.8	(2,847)	-21.4	(3,320)	(3,823)	(4,395)
税后利润	6,641	6,141	8,297	11,056	33.2	13,419	21.4	15,651	18,023	20,722
优先股股息及少数股权	(3,192)	(2,882)	(2,980)	(1,155)	61.2	(1,402)	-21.4	(1,636)	(1,883)	(2,165)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	3,449	3,259	5,317	9,901	86.2	12,017	21.4	14,015	16,139	18,556
净利润 (UBS)	3,449	3,259	5,317	9,901	86.2	12,017	21.4	14,015	16,139	18,556
税率(%)	19.2	20.3	17.1	17.5	2.2	17.5	0.0	17.5	17.5	17.5
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.41	1.30	1.73	2.35	35.7	2.85	21.4	3.32	3.83	4.40
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.41	1.30	1.73	2.35	35.7	2.85	21.4	3.32	3.83	4.40
每股收益 (UBS, 基本)	0.41	1.30	1.73	2.35	35.7	2.85	21.4	3.32	3.83	4.40
每股股息净值(Rmb)	1.52	2.03	2.00	0.94	-53.0	1.14	21.4	1.33	1.53	1.76
每股账面价值	1.48	5.73	7.67	8.66	12.9	10.57	22.1	12.76	15.26	18.13
平均股数(稀释后)	8,460.87	2,500.00	3,071.94	4,215.81	37.2	4,215.81	0.0	4,215.81	4,215.81	4,215.81
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	12,942	13,667	16,333	17,849	9.3	25,128	40.8	33,446	42,019	54,290
其他流动资产	47,105	41,895	48,993	55,161	12.6	61,659	11.8	68,962	76,761	84,799
流动资产总额	60,047	55,562	65,327	73,010	11.8	86,787	18.9	102,408	118,781	139,089
有形固定资产净值	20,487	21,853	20,185	17,667	-12.5	16,523	-6.5	15,470	15,553	13,635
无形固定资产净值	6,497	7,145	6,257	6,102	-2.5	6,102	0.0	6,102	6,102	6,102
投资/其他资产	3,315	3,176	5,178	8,170	57.8	9,945	21.7	11,720	13,495	15,270
总资产	90,345	87,737	96,946	104,949	8.3	119,357	13.7	135,700	153,930	174,096
应付账款和其他短期负债	46,400	45,728	47,775	51,109	7.0	56,058	9.7	61,557	67,371	73,270
短期债务	5,869	5,082	8,872	8,872	0.0	8,872	0.0	8,872	8,872	8,872
流动负债总额	52,269	50,810	56,647	59,982	5.9	64,930	8.2	70,429	76,243	82,143
长期债务	7,792	3,550	916	764	-16.7	764	0.0	764	764	764
其它长期负债	139	211	302	302	0.0	302	0.0	302	302	302
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	60,200	54,571	57,865	61,047	5.5	65,995	8.1	71,494	77,308	83,208
普通股股东权益	12,494	14,314	32,847	36,514	11.2	44,571	22.1	53,779	64,312	76,413
少数股东权益	17,651	18,852	6,233	7,389	18.5	8,791	19.0	10,426	12,310	14,475
负债和权益总计	90,345	87,737	96,946	104,949	8.3	119,357	13.7	135,700	153,930	174,096
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	3,449	3,259	5,317	9,901	86.2	12,017	21.4	14,015	16,139	18,556
折旧和摊销	1,807	2,246	2,400	2,336	-2.7	2,348	0.5	2,556	1,920	1,921
营运资本变动净值	4,422	2,834	(6,180)	2,951	-	1,662	-43.7	1,932	2,122	2,279
其他营业性现金流	(5,571)	(250)	8,517	(6,184)	-	(4,534)	26.7	(4,941)	(5,082)	(5,130)
经营性现金流	4,106	8,090	10,054	9,003	-10.5	11,493	27.7	13,562	15,100	17,626
有形资本支出	(6,782)	(2,819)	(2,115)	(2,543)	-20.2	(1,203)	52.7	(1,503)	(2,003)	(3)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(2,148)	(1,178)	1,649	(761)	-	1,100	-	1,200	1,200	1,200
投资性现金流	(8,930)	(3,997)	(467)	(3,304)	-608.0	(103)	96.9	(303)	(803)	1,197
已付股息	(338)	(1,523)	(2,031)	(3,373)	-66.1	(3,960)	-17.4	(4,807)	(5,606)	(6,456)
股份发行/回购	4,394	92	17	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	8,921	(2,923)	(283)	(658)	-132.55	(150)	77.28	(134)	(117)	(96)
债务及优先股变化	0	0	2,507	(153)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	12,977	(4,354)	210	(4,184)	-	(4,110)	1.8	(4,941)	(5,723)	(6,552)
现金流量中现金的增加/(减少)	8,153	(261)	9,797	1,515	-84.5	7,280	380.4	8,318	8,573	12,271
外汇/非现金项目	(4,789)	987	(7,131)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	3,364	725	2,666	1,515	-43.2	7,280	380.4	8,318	8,573	12,271

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

美的集团 (000333.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	16.1	3.4	5.1	7.5	6.2	5.3	4.6	4.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	16.1	3.4	5.1	7.5	6.2	5.3	4.6	4.0
股价/每股现金收益	10.6	2.0	3.5	6.1	5.2	4.5	4.1	3.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.9)	14.0	24.6	8.7	13.9	16.3	17.7	23.8
净股息收益率(%)	23.2	45.5	22.6	5.3	6.5	7.6	8.7	10.0
市净率	4.5	0.8	1.2	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
企业价值/营业收入(核心)	0.5	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.2	5.8	3.2	4.7	4.2	3.5	3.2	1.8
企业价值/息税前利润(核心)	8.8	7.6	4.1	5.6	4.9	4.0	3.5	2.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	5.7	5.5	15.0	4.5	4.4	3.6	3.2	1.8
企业价值/运营投入资本	2.8	2.0	1.2	2.3	2.2	1.9	1.8	1.1
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	54,465	37,667	32,289	74,072	74,072	74,072	74,072	74,072
净债务 (现金)	1,051	1,051	(2,158)	(5,790)	(7,379)	(11,853)	(11,853)	(38,519)
少数股东权益	17,651	18,852	6,233	7,389	8,791	10,426	12,310	14,475
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	73,168	57,570	36,364	75,671	75,484	72,645	74,529	50,028
非核心资产	(1,902)	(1,795)	(1,963)	(3,163)	(3,163)	(3,163)	(3,163)	(3,163)
核心企业价值	71,266	55,775	34,401	72,508	72,321	69,483	71,366	46,865
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	29.1	-23.5	18.1	17.9	14.0	13.9	13.0	11.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	73.7	-3.6	13.7	41.5	11.1	16.5	11.2	14.7
息税前利润(UBS)	42.1	-9.9	15.8	54.0	13.0	17.7	16.5	16.1
每股收益(UBS 稀释后)	-14.2	NM	32.8	35.7	21.4	16.6	15.2	15.0
每股股息净值	NM	33.3	-1.5	-53.0	21.4	16.6	15.2	15.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	19.2	22.6	23.3	25.5	25.7	26.0	26.3	26.5
息税折旧摊销前利润率	7.4	9.3	9.0	10.8	10.5	10.7	10.5	10.8
息税前利润率	6.0	7.1	7.0	9.1	9.0	9.3	9.6	10.0
净利 (UBS) 率	2.6	3.2	4.4	6.9	7.4	7.6	7.7	7.9
ROIC (EBIT)	32.1	26.4	29.8	41.3	43.8	48.2	51.6	55.7
税后投资资本回报率	25.2	20.7	24.1	33.5	35.6	39.2	42.0	45.5
净股东权益回报率(UBS)	29.3	24.3	22.6	28.5	29.6	28.5	27.3	26.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.1	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.9)	(1.2)	(1.5)	(1.8)
净债务/总权益 %	2.4	(15.2)	(16.7)	(18.7)	(29.0)	(37.1)	(42.3)	(49.1)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	2.3	(17.9)	(20.1)	(23.0)	(40.9)	(58.9)	(73.2)	(96.6)
净债务/企业价值	1.0	(9.0)	(19.0)	(11.3)	(21.4)	(34.3)	(45.4)	(95.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	125.5	88.1	108.9	51.2	58.8	104.3	0.2
资本支出/营业收入(%)	5.1	2.7	1.7	1.8	0.7	0.8	1.0	0.0
息税前利润/净利息	5.6	9.1	15.0	19.8	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	0.3	0.6	0.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	NM	155.8	115.5	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	134,116	102,651	121,265	142,938	162,973	185,568	209,688	234,594
总计	134,116	102,651	121,265	142,938	162,973	185,568	209,688	234,594
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	8,108	7,309	8,466	13,038	14,729	17,333	20,199	23,454
总计	8,108	7,309	8,466	13,038	14,729	17,333	20,199	23,454

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+45.1%
预测股息收益率	5.3%
预测股票回报率	+50.4%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+41.0%

风险声明

房地产市场急剧萎缩，导致家电需求下滑；销售旺季到来，但夏天天气凉爽，空调销售不佳；市场竞争加剧，公司市场份额难以继续提升；原材料价格上涨，成本上升；人民币继续升值，引发外汇损失。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：廖欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

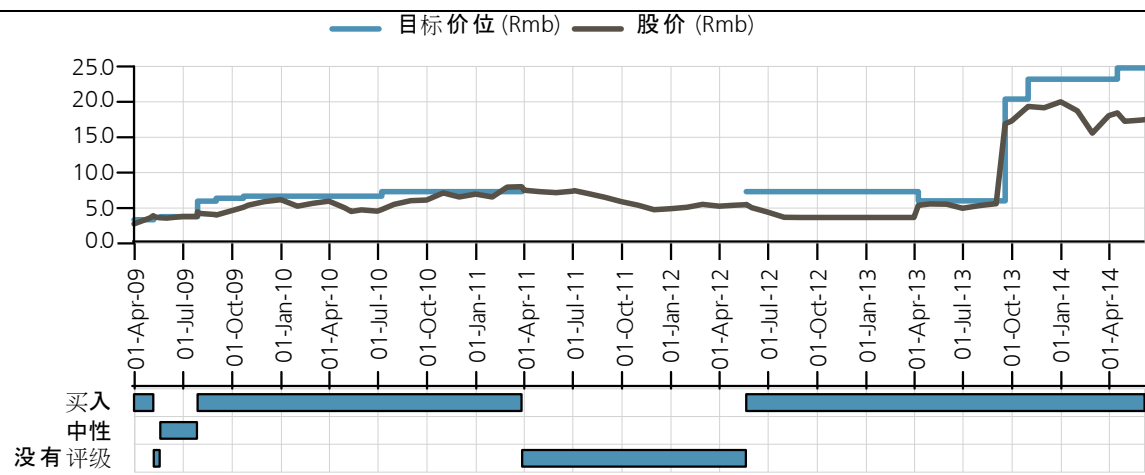
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
美的集团	000333.SZ	买入	不适用	Rmb17.50	2014 年 06 月 06 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

美的集团 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2014 年 6 月 6 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件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。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。 **法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。 **德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。 **西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。 **土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。 **波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。 **俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。 **瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。 **意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。 **南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。 **以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。 **美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。 **加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。 **香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。 **新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. (mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C) 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。 **澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。 **新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。 **韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。 **印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

