

美的集团 (000333.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

蔡益润

分析师 SAC 执业编号：S1130513080013
(8621)60230249
caiy@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

看好空调业务引领下的公司转型之路

事件

美的集团参加国金证券中期策略会并做交流。

投资建议

考虑到每户空调保有量的差异，稳定状态下空调行业内销量应明显高于冰箱内销量；日本数据也显示，日本空调销量约 700 万台，而冰箱销量约 400-500 万台，空调销量高于冰箱销量约 50%；而 2013 年我国空调内销量为 6235 万台，冰箱销量为 5601 万台，空调销量高于冰箱销量仅 11%，存在很大提升空间，未来增长来自城镇家庭空调保有量的继续提高和农村市场的开发。而冰箱和洗衣机行业趋于饱和，增长主要来自产品升级换代的推动。

目前公司为了提升品牌定位所采取的方法是先树立高端标杆产品，然后将其核心功能点推广至大部分产品，拉动整体定位。我们认可这种思路，特别在已经具有较好技术积累和品牌的空调行业，公司的策略更易取得成功，取得明显超过行业的增长。而在积累相对薄弱的冰箱和洗衣机领域，公司更多顺应行业的升级换代趋势取得增长。

在小家电领域，常用的厨房小家电品类已经基本完成在城镇的普及，未来的增长主要来自农村市场开发、新品类的引入、原有品类的升级，预计收入增速平稳，但是公司的盈利能力有望取得明显提升。

经过家电下乡、小家电行业的快速增长，无论城镇还是农村的消费者都经过了家电消费教育走向成熟，大家电和小家电都表现出明显的产品升级趋势，这一方面是行业增长的动力，另一方面也必然对品质和品牌有更高的要求。在此背景下，公司必须提升产品力以适应消费环境的变化。尽管品牌形象的转变和提升还需要时间的积累，但我们认可公司近年来在提升品质方面进行的努力，包括增强对维修率的考核、加强采购质量、推出重大质量事故一票否决制等。

对于智能家居的发展，我们认可公司积极务实的合作开放思路。

我们看好公司的管理机制所带来的强执行力，但需要注意激励过度可能带来的短期行为。

调整盈利预测：预计 2014-2016 年公司收入为 1408、1611、1830 亿元，同比增速 16.1%、14.5%、13.6%，净利润 101.0、119.8、140.6 亿元，同比增速 38.4%、18.6%和 17.4%，摊薄后 EPS 为 2.40、2.84、3.34 元。现价对应 14 年 8.2 倍，维持买入评级。

交流要点：

集团要求实现适度规模下的利润增长：公司的业务目标为争取 2016 年、最晚 2017 年实现收入达到 2000 亿元，其中核心业务为空调，成长产业为厨房电器、冰箱、洗衣机以及小家电中的优势产品，培育产业为净水等需要培养 3-5 年的产品。按此目标估算，未来 3-4 年每年收入复合增速为 14-18%。在盈利能力方面，分业务来看，公司各个业务板块的盈利能力与标杆企业比较还有 2 个点以上的差距。

空调业务强势增长，均价提升：中怡康数据显示，今年 1-5 月公司空调销量增长 24.7%，公司统计口径增速更高，同时均价与竞争对手的差距有所缩窄。公司主要通过调整产品结构实现提价，包括推出一晚一度电、全直流变频、双贯流等产品，销售良好，例如天行柜机在五一促销期间单价从 1.4 万元打折到 1.2 万元，一天可以销售 1 万套。

冰洗业务的增长主要来自升级换代：今年 1-5 月公司冰箱销量持平略有增长，洗衣机销量呈个位数增长、收入增速可达 10%+。对于冰洗而言，市场饱和度高，但是更新需求占比高，更有利于更新换代、产品升级，而滚筒洗衣机替换波轮洗衣机、多门冰箱替换两门冰箱所带来的产品提价非常明显。今年冰箱收入增长目标是 15%，主要来自价格增长。

烟灶提升规模，净水有待培育：公司目前的烟灶产品主要定位于中端，短期目标是先提升规模，今年以来收入增长很快，均价也有增长。公司将微波炉蒸汽技术移植到烟机上，推出了差异化的高温蒸汽洗烟机，属高端产品。净水行业仍在培育之中，目前业内有 3000 多家净水企业，非常分散。因为舆论环境不宣传饮用水存在问题，同时饮用

水对健康的影响需要较长时间才能体现，因此行业迟迟未到爆发点。除了销售净水机，公司也在尝试其他商业模式，比如在写字楼开发租赁模式，按照用水量收费，比用桶装水新鲜、便宜。

出口增速一般，受天气影响较大：产业在线的出口数据和海关数据有差异，1-5 月美的出口量也有下降，原因一方面是海外天气不热，另一方面是国外政局不稳。而且公司在海外生产、海外销售的空调没有计入统计。考虑这部分收入后，公司的国际事业部 1-5 月收入增长超过 10%。中国出口的都采用 ODM，而海外生产制造的是自有品牌。

经销商积极性高：美的渠道结构中，KA 卖场占比约 20%，专卖店占比约 20%，代理商（包括一级到三级代理商）占 60%。目前渠道库存很轻，经销商的积极性得到提高，原因有：1）集团减少压货，2）经过前期波折后，公司给予经销商一些优惠政策，3）将经销商考核期从一年延长到三年，减少短期冲量行为，4）增加高毛利产品，提高经销商的盈利空间。

产品策略调整，强调推出明星产品并通过明星产品带动定位提升：公司转型后采取精品策略注重推出明星产品，压缩产品型号。去年公司销售收入排名前十的产品合计贡献了总收入的 60%，其中一晚一度电产品去年销售额达 50 亿。推出明星产品有助于提升生产效率和稳定性，控制销售费用率，更有助于提升品牌定位。同时为了更好地推出新品，公司也必须保持渠道轻库存，但对公司的研发实力提出较高要求。

通过合作开放来发展智能家居：公司对智能家居的发展思路比较开放，倾向于由第三方来做平台，坚守自己所擅长的领域，而在协议方面和华为合作，在服务器方面和阿里云合作。关键是提高消费者的使用体验。公司认为现阶段还处于产品变化的阶段，还没有到盈利模式发生变化的阶段。我们认可公司对智能家居发展阶段的判断，也认可公司的开放合作态度。

推进自动化，降本提效：家电属于劳动密集型产业，近年来遇到人工成本上升、90 后工人管理难度加大等问题。公司去年投资 10 亿元在部分产品线进行机器人试点，当年成本下降 6 亿元。举例来说，一个大型机械手可以减少 6 个人工，而目前平均一个工人每年成本为 6 万元，算下来 2 年可以回本。同时，机器人有利于保证品质稳定，提高生产效率，同时减少与工人相关的其他投资（如提供食宿等）。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	134,116	102,651	121,265	140,750	161,088	182,984
增长率		-23.5%	18.1%	16.1%	14.4%	13.6%
主营业务成本	-108,419	-79,449	-93,023	-107,385	-122,136	-138,122
%销售收入	80.8%	77.4%	76.7%	76.3%	75.8%	75.5%
毛利	25,697	23,202	28,242	33,366	38,952	44,862
%销售收入	19.2%	22.6%	23.3%	23.7%	24.2%	24.5%
营业税金及附加	-761	-578	-610	-704	-805	-915
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-10,921	-9,390	-12,432	-12,949	-14,659	-16,469
%销售收入	8.1%	9.1%	10.3%	9.2%	9.1%	9.0%
管理费用	-5,907	-5,926	-6,733	-7,319	-8,215	-9,149
%销售收入	4.4%	5.8%	5.6%	5.2%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	8,108	7,309	8,466	12,394	15,272	18,330
%销售收入	6.0%	7.1%	7.0%	8.8%	9.5%	10.0%
财务费用	-1,449	-807	-564	-243	10	-74
%销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-42	-49	-123	-42	-73	-51
公允价值变动收益	55	18	546	300	150	100
投资收益	792	535	998	680	350	250
%税前利润	9.6%	6.9%	10.0%	5.0%	2.2%	1.3%
营业利润	7,464	7,005	9,324	13,089	15,709	18,555
营业利润率	5.6%	6.8%	7.7%	9.3%	9.8%	10.1%
营业外收支	755	705	688	450	240	120
税前利润	8,219	7,710	10,012	13,539	15,949	18,675
利润率	6.1%	7.5%	8.3%	9.6%	9.9%	10.2%
所得税	-1,578	-1,569	-1,714	-2,437	-2,871	-3,361
所得税率	19.2%	20.3%	17.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	6,641	6,141	8,297	11,102	13,078	15,313
少数股东损益	3,192	836	998	1,000	1,100	1,250
归属于母公司的净利润	3,449	5,305	7,300	10,102	11,978	14,063
净利率	2.6%	5.2%	6.0%	7.2%	7.4%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6,641	6,141	8,297	11,102	13,078	15,313
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,176	2,828	3,167	2,690	3,029	3,299
非经营收益	247	340	-2,567	-445	-426	-128
营运资金变动	-3,992	-1,263	6,180	402	-294	379
经营活动现金净流	5,072	8,046	15,078	13,749	15,386	18,864
资本开支	-6,697	-2,715	-1,692	-5,224	-6,759	-4,880
投资	-2,648	-1,836	243	-161	-135	-115
其他	415	554	1,016	980	500	350
投资活动现金净流	-8,930	-3,997	-432	-4,405	-6,394	-4,645
股权募资	4,394	92	17	-470	50	50
债权募资	8,288	-893	2,507	-8,996	585	600
其他	-2,424	-1,602	-3,391	-452	-5,144	-6,111
筹资活动现金净流	10,259	-2,403	-868	-9,918	-4,509	-5,461
现金净流量	6,401	1,647	13,778	-574	4,483	8,758

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	12,746	13,436	15,574	15,000	19,483	28,240
应收款项	22,856	23,372	23,104	30,610	34,851	38,894
存货	16,343	13,350	15,198	16,347	18,259	20,275
其他流动资产	10,257	5,404	11,451	7,842	8,428	9,156
流动资产	62,202	55,562	65,327	69,799	81,019	96,565
%总资产	67.2%	63.3%	67.4%	67.1%	68.0%	70.9%
长期投资	1,887	1,795	1,963	2,064	2,133	2,183
固定资产	20,487	21,853	20,185	23,297	27,106	28,640
%总资产	22.1%	24.9%	20.8%	22.4%	22.8%	21.0%
无形资产	7,324	7,734	6,905	6,802	7,022	7,224
非流动资产	30,420	32,174	31,619	34,163	38,061	39,648
%总资产	32.8%	36.7%	32.6%	32.9%	32.0%	29.1%
资产总计	92,622	87,737	96,946	103,962	119,081	136,213
短期借款	6,828	9,027	10,490	2,215	2,000	2,000
应付款项	35,850	31,056	30,288	36,126	42,093	48,725
其他流动负债	12,021	10,727	15,870	20,391	21,798	23,348
流动负债	54,699	50,810	56,647	58,732	65,891	74,072
长期贷款	3,130	2,388	711	211	711	1,011
其他长期负债	4,617	1,372	507	273	593	913
负债	62,446	54,571	57,865	59,216	67,195	75,996
普通股股东权益	12,525	14,314	32,847	37,513	43,552	50,634
少数股东权益	17,650	18,852	6,233	7,233	8,333	9,583
负债股东权益合计	92,622	87,737	96,946	103,962	119,081	136,213

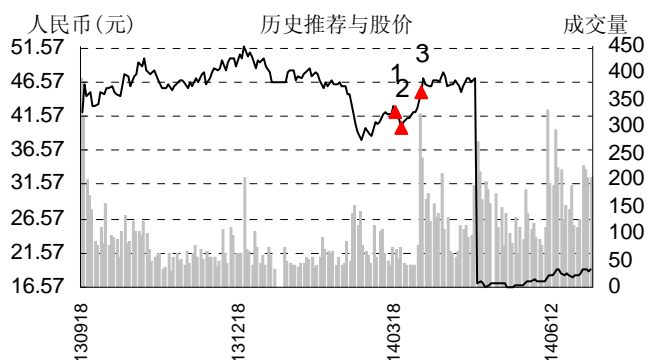
比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	2.045	3.146	4.329	2.396	2.841	3.336
每股净资产	12.525	14.314	19.479	8.898	10.331	12.010
每股经营现金净流	4.106	8.090	5.962	3.261	3.650	4.475
每股股利	0.000	0.000	2.000	1.198	1.421	1.668
回报率						
净资产收益率	27.54%	37.06%	22.22%	26.93%	27.50%	27.77%
总资产收益率	3.72%	6.05%	7.53%	9.72%	10.06%	10.32%
投入资本收益率	14.67%	12.71%	13.88%	21.48%	22.74%	23.48%
增长率						
主营业务收入增长率	29.15%	-23.46%	18.13%	16.07%	14.45%	13.59%
EBIT增长率	42.06%	-9.86%	15.84%	46.39%	23.22%	20.02%
净利润增长率	-6.93%	53.81%	37.60%	38.39%	18.58%	17.41%
总资产增长率	19.46%	-5.27%	10.50%	7.24%	14.54%	14.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.6	37.6	28.5	29.0	29.0	28.0
存货周转天数	62.5	68.6	56.4	56.0	55.0	54.0
应付账款周转天数	59.4	76.9	65.3	66.0	68.0	70.0
固定资产周转天数	47.7	72.1	59.0	55.0	55.6	53.1
偿债能力						
净负债/股东权益	4.95%	-3.32%	-12.74%	-29.81%	-33.35%	-42.39%
EBIT利息保障倍数	5.6	9.1	15.0	51.0	-1,556.6	246.5
资产负债率	67.42%	62.20%	59.69%	56.96%	56.43%	55.79%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-18	买入	42.11	N/A
2	2014-03-20	买入	39.79	55.00 ~ 55.00
3	2014-03-31	买入	45.08	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
 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%以下。

特别声明:

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为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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD