

市价 (人民币): 21.15 元

业绩快速增长, 股份回购计划提振估值

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	3.146	4.329	2.495	2.941	3.429
每股净资产(元)	14.31	19.48	8.95	10.43	12.16
每股经营性现金流(元)	8.09	5.96	3.34	3.75	4.57
市盈率(倍)	N/A	N/A	8.63	7.32	6.28
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	53.81%	37.60%	44.09%	17.88%	16.60%
净资产收益率(%)	37.06%	22.22%	27.88%	28.20%	28.21%
总股本(百万股)	1,686.32	1,686.32	4,215.81	4,215.81	4,215.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 美的集团公布 1H14 财报: 实现营业收入 773 亿元 (YoY 17.3%), 净利润 66.1 亿元 (备考口径下 YoY 58.2%), 接近业绩预告上限。
- 同时公司公布前三季度业绩预告: 预计归母净利润为 87-96 亿元, 备考口径下同比增长 45-60%。
- 公司公布股份回购长效机制, 详细条款见图表 1。

经营分析

- 1H14 各主要业务的收入和毛利率均取得提升:** (图表 2) 1H14, 空调、冰箱、洗衣机、小家电等主要业务的收入均快速增长; 综合来看, 内销增速远高于出口增长, 主要受到空调的影响。其中 2Q14 单季收入增速为 13.9%, 增速环比有所下滑。毛利率方面, 1H14 综合毛利率提升 2.9 个百分点, 冰、空、洗的毛利率均有上升, 而小家电提升幅度不明显; 另一方面, 出口毛利率提升幅度远高于内销, 达 4.6 个百分点。其中 2Q14 毛利率同比、环比均有提升 (图表 3)。
- 费用率变化较为剧烈:** 1H14 销售费用率同比上升 0.5 个百分点, 但管理费用率等幅下降, 基本抵消。财务费用率受益于利息支出的减少而转负, 贡献利润; 但汇率变化导致较高公允价值变动损失。
- 应收账款和存货周转加快, 运营效率提升:** 1H14 应收账款周转天数比去年同期缩短 11.2 天, 存货周转天数缩短 8.7 天, 运营效率得到明显提升。
- 实行股份回购长效机制, 稳定市场预期:** 股份回购机制是一种维护股价的成熟工具, 本次股份回购长效机制的持续时间较长、金额较高, 表明公司推动估值回归合理水平的决心, 有助于提振市场信心、稳定估值。

盈利调整

- 考虑前三季度高增长, 预计全年业绩将稳超 100 亿元, 因此维持收入预测, 上调盈利预测: 14-16 年收入为 1408、1611、1830 亿元, 同比增速 16.1%、14.5%、13.6%, 净利润 105、124、145 亿元, 同比增长 44%、18%、17%。EPS 为 2.49、2.94、3.43 元。
- 现价 21.53 元对应 $8.6 \times 14\text{EPS}/7.3 \times 15\text{EPS}$, 考虑估值切换空间, 给予 2015 年 9-10 倍估值, 目标价 26.47-29.41 元, 维持买入评级。

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

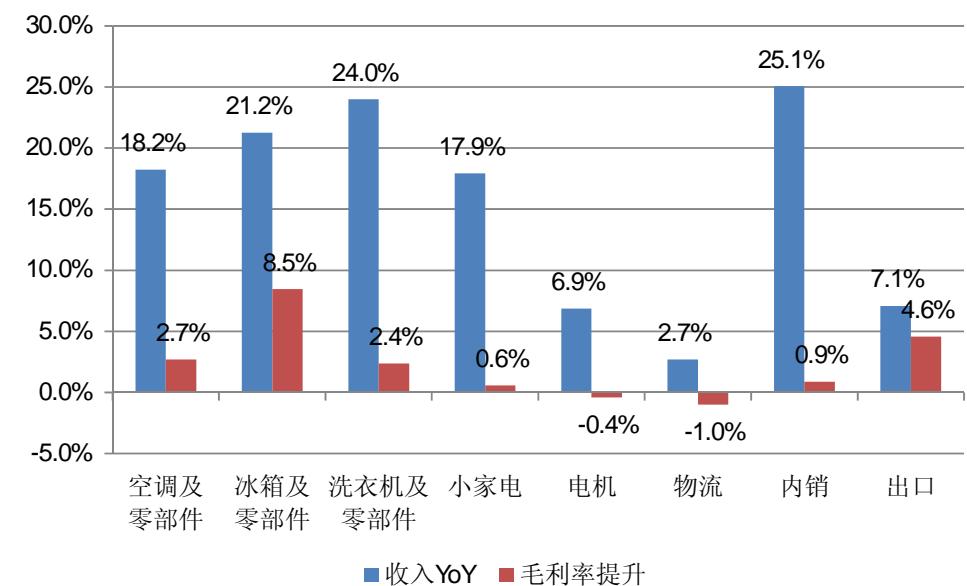
黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

图表1：股份回购长效机制

	时点	期限	回购金额上限	回购价格上限	回购股份处理
第一期	不晚于 2015 年 6 月 30 日推出	持续期限自股东大会审议通过回购方案起不超过 12 个月	2013 年归母净利润的 30%，即 15.95 亿元。	各期回购方案决议前十个交易日或者前三十个交易日公司股票平均收盘价的 130%（按照孰高原则）。	可依法注销，或用于股权激励计划、员工持股计划的股份来源。
第二期	不晚于 2016 年 6 月 30 日推出		2014 年归母净利润的 30%。		

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：1H14 分业务部分收入同比增速和毛利率提升幅度



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 1H14 美的集团利润表分拆

(百万元)		1Q13	2Q13	1H13	1Q14	2Q14	1H14	2Q14 同比	1H14 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	31566	34374	65939	38351	38980	77331	13.4%	17.3%	
	收入YoY				21.5%	13.4%	17.3%			空、冰、洗、小家电均取得较快增长, 出口增长比内销更快。
利润表结构百分比	毛利率	23.2%	22.7%	22.9%	25.0%	26.2%	25.6%	3.5	2.7	冰箱、空调、洗衣机构提升2个点以上, 小家电改善不明显。出口毛利率提升幅度远高于内销。
	-销售费用率	10.0%	8.7%	9.3%	9.7%	10.0%	9.9%	1.3	0.6	2Q14增长较快。
	毛利率-费用率	13.2%	14.0%	13.6%	15.3%	16.1%	15.7%	2.1	2.1	
	-管理费用率	5.1%	4.5%	4.8%	4.2%	4.4%	4.3%	-0.0	-0.5	1H14同比下降。
	-财务费用率	0.8%	1.1%	0.9%	-0.1%	-0.6%	-0.4%	-1.7	-1.3	因利息支出减少而转负。
	-资产减值损失	0.6%	0.0%	0.3%	0.9%	0.0%	0.5%	0.0	0.2	预计因汇率变化而转负。
	公允价值变动收益	0.4%	0.6%	0.5%	-2.0%	0.0%	-1.0%	-0.7	-1.5	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+营业外收支	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	1.0%	0.5%	0.6	0.2	
	=利润总额	7.4%	9.8%	8.7%	9.0%	13.6%	11.3%	3.8	2.6	
单季净利润及增速	-所得税费用	17.2%	17.1%	17.1%	17.2%	17.7%	17.5%	0.6	0.4	
	-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	-0.9	
	归属于母公司所有者净利润率	5.2%	7.3%	6.3%	6.6%	10.4%	8.5%	3.1	2.2	2Q14单季净利率同比环比均大幅提升。
单季净利润及增速	净利润(百万元)	1655	2523	4179	2539	4071	6610	61.3%	58.2%	
	净利润YoY				53.4%	61.3%	58.2%			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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	-106,970	-121,931	-137,997
% 销售收入	80.8%	77.4%	76.7%	76.0%	75.7%	75.4%
毛利	25,697	23,202	28,242	33,781	39,157	44,987
% 销售收入	19.2%	22.6%	23.3%	24.0%	24.3%	24.6%
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	-14,498	-16,286
% 销售收入	8.1%	9.1%	10.3%	9.2%	9.0%	8.9%
管理费用	-5,907	-5,926	-6,733	-7,319	-8,054	-8,966
% 销售收入	4.4%	5.8%	5.6%	5.2%	5.0%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	8,108	7,309	8,466	12,809	15,799	18,821
% 销售收入	6.0%	7.1%	7.0%	9.1%	9.8%	10.3%
财务费用	-1,449	-807	-564	-152	-5	-85
% 销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.1%	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%	4.8%	2.1%	1.3%
营业利润	7,464	7,005	9,324	13,596	16,221	19,034
营业利润率	5.6%	6.8%	7.7%	9.7%	10.1%	10.4%
营业外收支	755	705	688	450	240	120
税前利润	8,219	7,710	10,012	14,046	16,461	19,154
利润率	6.1%	7.5%	8.3%	10.0%	10.2%	10.5%
所得税	-1,578	-1,569	-1,714	-2,528	-2,963	-3,448
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	11,518	13,498	15,707
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	10,518	12,398	14,457
净利率	2.6%	5.2%	6.0%	7.5%	7.7%	7.9%

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	11,518	13,498	15,707
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	-460	-441	-128
营运资金变动	-3,992	-1,263	6,180	352	-280	388
经营活动现金净流	5,072	8,046	15,078	14,099	15,806	19,266
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	-9,362	951	600
其他	-2,424	-1,602	-3,391	-437	-5,338	-6,321
筹资活动现金净流	10,259	-2,403	-868	-10,268	-4,337	-5,671
现金净流量	6,401	1,647	13,778	-574	5,075	8,950

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	20,075	29,025
应收款项	22,856	23,372	23,104	30,610	34,851	38,894
存货	16,343	13,350	15,198	16,284	18,228	20,257
其他流动资产	10,257	5,404	11,451	7,830	8,422	9,152
流动资产	62,202	55,562	65,327	69,723	81,575	97,328
% 总资产	67.2%	63.3%	67.4%	67.1%	68.2%	71.1%
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%	22.7%	20.9%
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%	31.8%	28.9%
资产总计	92,622	87,737	96,946	103,886	119,637	136,976
短期借款	6,828	9,027	10,490	1,849	2,000	2,000
应付款项	35,850	31,056	30,288	36,007	42,025	48,678
其他流动负债	12,021	10,727	15,870	20,592	22,005	23,542
流动负债	54,699	50,810	56,647	58,448	66,029	74,220
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	58,932	67,333	76,144
普通股股东权益	12,525	14,314	32,847	37,721	43,970	51,248
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	103,886	119,637	136,976

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	2.045	3.146	4.329	2.495	2.941	3.429
每股净资产	12.525	14.314	19.479	8.947	10.430	12.156
每股经营现金净流	4.106	8.090	5.962	3.344	3.749	4.570
每股股利	0.000	0.000	2.000	1.247	1.470	1.715
回报率						
净资产收益率	27.54%	37.06%	22.22%	27.88%	28.20%	28.21%
总资产收益率	3.72%	6.05%	7.53%	10.12%	10.36%	10.55%
投入资本收益率	14.67%	12.71%	13.88%	22.27%	23.35%	23.88%
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%	51.29%	23.34%	19.12%
净利润增长率	-6.93%	53.81%	37.60%	44.09%	17.88%	16.60%
总资产增长率	19.46%	-5.27%	10.50%	7.16%	15.16%	14.49%
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%	-30.49%	-34.22%	-43.25%
EBIT利息保障倍数	5.6	9.1	15.0	84.5	3,051.8	220.8
资产负债率	67.42%	62.20%	59.69%	56.73%	56.28%	55.59%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	12	18	56
增持	0	0	2	3	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.13	1.14	1.15

来源：朝阳永续

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
4 2014-07-04	买入	19.56	24.00 ~ 24.00
5 2014-07-15	买入	19.30	N/A
6 2014-08-04	买入	21.93	24.00 ~ 24.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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

电话: (8621)-61038271
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979
传真: 010-6621 6793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD