

业绩增长有质量，回购计划表信心

核心观点：

1. 报告背景：公司公告 2014 年中报

2014H1 公司收入 777 亿，增 18%；净利润 66 亿，增 58%；EPS 1.57 元。其中 Q2 收入 392 亿，增 13.9%，净利润 41 亿元，增 61.3%。

上半年公司经营活动产生的现金流量净额 132 亿元，增 269%。

6 月末，公司货币资金 167 亿元。其他流动负债 207 亿元，相比年初增加 81 亿；主要由于预提销售返利及安装维修等费用。

1-9 月归母净利润预计增长 45%-60%。

2. 我们的分析和判断

(一) 新品推广积累产品口碑，收入持续快速增长

2014 年尽管行业形势表现一般，公司收入持续、快速增长。上半年，公司大白电业务快速增长，冰洗空实现收入 513 亿元，增长 27.1%。其中，空调收入 417 亿元，增 18.2%，冰箱收入 50 亿元，增 21.2%，洗衣机收入 46 亿元，增 24%。小家电业务上半年收入 178 亿元，增 17.9%。

上半年收入持续快速增长，一方面受益公司全线新品推广，多品类协同，综合竞争力提升。另一方面，随着产品力提升，美的品牌口碑逐步形成，又进一步促进产品销售，形成良性循环。

(二) 产品力提升，规模效应逐步体现，净利率显著提升

公司快速适应消费升级，把握家电智能化趋势、智能化方向。美的明星产品占领行业中高端市场，产品结构优化，毛利率逐季提升。2014H1 毛利率 26.2%，提升 3.2 个百分点。Q2 毛利率 26.9%，提升 4.1 个百分点。(Q1 毛利率 25.5%，提升 2.3 个百分点。)

公司运营效率持续提升，费用率下降，规模效应逐步体现，净利率提升明显。2014 年上半年，公司净利率 8.5%，同比提升 2.2 个百分点。其中，二季度实现净利率 10.4%，提升 3.1 个百分点。

(三) 建立股份回购长效机制，治理优秀，增长可持续

公司公告拟建立股份回购长效机制。在现金分红规划上，拟在 2014-2016 年推出两期股份回购方案。回购金额上限分别为 13 年、14 年归母净利润 30%。公司治理优秀，约束激励到位，上下齐心，加速智能家居、电子商务以及物流战略布局，各品类都有较大增长潜力且品类能进一步延展，公司未来综合竞争力还将持续提升。

3. 投资建议

预计公司 2014/2015 年 EPS 为 2.51 和 3.10 元，目前股价对应 14 年 PE8 倍多。公司高度重视市值管理，增长势头良好，现金流非常好，有较好的分红率和股息率。相对其未来增长的确定性和持续性，以及较高综合竞争力，估值仍有提升空间，继续维持“推荐”评级。

4. 风险提示：行业需求增长低预期

美的集团 (000333.SZ)

推荐 维持评级

分析师

袁浩然

✉: 0755-82830346

✉: yuanaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

✉: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

林寰宇

✉: 0755 82837313

✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

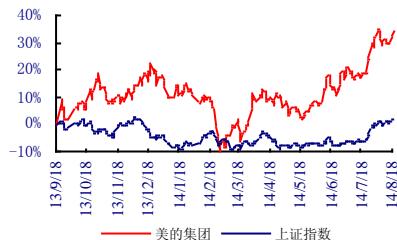
执业证书编号: S0130513100001

市场数据

时间 2014.08.19

A 股收盘价(元)	21.90
A 股一年内最高价(元)	52.00
A 股一年内最低价(元)	16.31
上证指数	2245.33
市净率	2.81
总股本 (万股)	421580.85
实际流通 A 股(万股)	171095.74
限售的流通 A 股(万股)	250485.11
流通 A 股市值(亿元)	374.70

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

一、新品推广积累产品口碑，收入持续快速增长

2014年上半年，公司营业收入777亿，同一口径归母净利润为66亿，同比增长58%；EPS 1.57元。上半年，扣非后净利润67亿元，同比增213%。

其中，第二季度收入392亿，同比增长13.9%，同一口径规模净利润41亿元，同比增61.3%。

上半年，公司大白电业务快速增长，冰洗空实现收入513亿元，增长27.1%。大家电业务收入占公司主营收入71%。其中，空调收入417亿元，增18.2%，冰箱收入50亿元，增21.2%，洗衣机收入46亿元，增24%。

小家电业务上半年收入178亿元，增17.9%。

表1：收入分产品（单位：亿元，%）

	2014H1	收入构成占比	同比	2013H1	收入构成占比
空调	417	57.8%	18.2%	353	57.4%
冰箱	50	6.9%	21.2%	41	6.7%
洗衣机	46	6.4%	24.0%	37	6.0%
小家电	178	24.6%	17.9%	151	24.6%
电机	21	3.0%	-2.3%	22	3.6%
物流	9	1.3%	-5.2%	10	1.6%
合计	722	100.0%	17.6%	614	100.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

分国内外市场看，国内市场表现出色。上半年国内收入449亿元，同比增25.2%，出口273亿元，同比增7.1%。

目前国内市场仍是收入增长的重点，未来这种趋势仍将持续：随着家电保有量较高，未来更新换代将成为需求增长主要动力，同时，中国经济还将保持7%以上的中速增长，城镇化还远没结束，消费升级仍将持续，未来国内市场还会有较大的增长空间。

海外销售也在恢复平稳增长。上半年，公司海外收入273亿元，同比增7.1%。公司转型以后，放弃了低毛利的OEM，而更多的推行ODM，和美的自有品牌的推广，加上海外家电市场整体低迷，公司海外销售增速较低，未来一段时间也很难有大幅度的增长，但是随着欧美经济复苏，公司产品力的提升，海外市场预计未来仍延续稳定增速。

表 2：收入分地区（单位：亿元，%）

分地区	营业收入 (2014H1)	收入占比构成	营业收入 同比	营业收入 (2013H1)	收入占比构成
国内	449	62.2%	25.1%	359	49.7%
国外	273	37.8%	7.1%	255	35.3%
合计	722	100.0%	17.6%	614	85.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司加快迎合互联网时代，加速智能家居产品推广。

2014 年 3 月，公司发布 M-Smart 智慧家居战略，专业的智慧家居体验。公司已成立智慧家居研究院，对内统一协作，对外开放融合。公司全力推动电子商务增长，加速互联网思维转型。

1、2014 年上半年公司电商销售规模与 39 亿元，增长 160%。2014 年有望翻番。

2014 年美的将陆续推出 25 个品类新品，加速 M-smart 市场布局。公司智能家居规划中，智能家居销售收入占比从 2014 年 5% 到 2018 年 50%，每年智能家居收入占比翻倍式增长。

2、美的将投资 30 亿在顺德建立智能家居全球研发总部，未来三年将累计投资 150 亿元。集团将用 3-5 年实现高端、终端、标准产品的全方位普及。

3、提出“智能生态社区”概念，集团具有全球最丰富的白电产品群，通过“空气智慧管家”、“营养智慧管家”、“水健康管家”、“能源安防智慧管家”四大智慧管家系统渗透到“智慧生态社区”的每个角落。

4、集团推出“美的盒子”，作为智能家居系统控制核心，联合阿里的大数据体系和华为系统开发能力，并通过开放式协议向市场推广。

二、产品力提升，规模效益逐步体现，净利率显著提升

（一）产品结构优化，毛利率逐季提升

2013年以来，公司各项产品新品频发，有效拉动公司高毛利的中高端产品销售，产品结构优化明显，毛利率逐季提升。

2014年上半年，公司综合毛利率26.2%，同比提升3.2个百分点。其中，二季度毛利率26.9%，提升4.1个百分点。（一季度毛利率25.5%，提升2.3个百分点。）

其中，空调业务毛利率26.8%，同比提升2.7个百分点；冰箱业务毛利率26.9%，同比大幅提升8.5个百分点，洗衣机毛利率29.4%，同比提升2.4个百分点。小家电业务毛利率26.3%，提升0.6个百分点。

随着公司新产品推出的加快，产品力的不断提升，加上经营环境的整体优化，铜、钢、铝的等原材料下降，公司毛利率提升的空间仍较大。

表3：毛利率分产品（单位：%）

分产品	毛利率(2014H1)	毛利率(2013H1)	毛利率同比
空调	26.8%	24.1%	2.7%
冰箱	26.9%	18.4%	8.5%
洗衣机	29.4%	27.0%	2.4%
小家电	26.3%	25.7%	0.6%
电机	14.8%	13.8%	1.0%
物流	9.0%	9.3%	-0.3%
合计	26.3%	23.7%	2.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表4：毛利率分产品（单位：%）

分地区	毛利率 (2014H1)	毛利率 (2013H1)	毛利率同比
国内	28.0%	27.2%	0.9%
国外	23.4%	18.8%	4.6%
合计	26.3%	23.7%	2.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 经营效率提升, 规模效应体现, 净利率提升明显

随着公司规模扩大, 经营效率提升, 规模效应逐步体现。上半年, 公司销售费用率为 9.8%, 上升 0.5 个百分点; 管理费用率 4.3%, 下降 0.5 个百分点。

综合形成公司净利率 8.5%, 同比提升 2.2 个百分点。其中, 二季度实现净利率 10.4%, 提升 3.1 个百分点。

表 5: 上半年利润表各项对比 (单位: %)

科目(单位: 亿)	2014H1	2013H1	同比
一、 营业总收入	777	660	17.7%
其中: 营业收入	773	659	17.3%
其他业务收入 (金融类)	4	1	
二、 营业总成本	690	613	
其中: 营业成本	573	508	12.8%
毛利率(简单测算)	26.2%	23.0%	3.2%
营业税金及附加	4	3	
销售费用	76	61	24.3%
销售费用率	9.8%	9.3%	0.5%
管理费用	33	32	6.1%
管理费用率	4.3%	4.8%	-0.5%
财务费用	-3	6	
资产减值损失	4	2	
其他业务支出 (金融类)	2	0	
加: 公允价值变动收益	-8	3	
投资收益及其它	4	4	
三、 营业利润	83	55	51.0%
加: 营业外收入	6	4	
减: 营业外支出	1	1	
四、 利润总额	87	57	52.9%
减: 所得税费用	15	10	56.2%
综合所得税率	17.5%	17.1%	0.4%
五、 净利润	72	47	52.2%
归属于母公司净利润	66	42	58.2%
净利润率	8.5%	6.3%	2.2%
少数股东损益	6	6	
少数股东损益占比	8.4%	11.9%	
六、 总股本	42	42	
七、 按期末股数简单每股收益:	1.57	0.99	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 6: 二季度利润表各项对比 (单位: %)

科目(单位: 亿)	2014Q2	2013Q2	同比
一、 营业总收入	392	344	13.9%
其中: 营业收入	390	343	13.5%
其他业务收入 (金融类)	2	1	
二、 营业总成本	344	317	
其中: 营业成本	287	266	7.9%
毛利率(简单测算)	26.9%	22.8%	4.1%
营业税金及附加	2	2	
销售费用	39	30	30.8%
销售费用率	10.0%	8.7%	1.3%
管理费用	17	15	12.7%
管理费用率	4.4%	4.5%	0.0%
财务费用	-2	4	
资产减值损失	-0	-0	
其他业务支出 (金融类)	1	0	
加: 公允价值变动收益	-0	2	
投资收益及其它	2	3	
三、 营业利润	49	32	51.3%
加: 营业外收入	4	2	
减: 营业外支出	1	1	
四、 利润总额	53	34	56.9%
减: 所得税费用	9	6	62.3%
综合所得税率	17.7%	17.1%	0.6%
五、 净利润	44	28	55.8%
归属于母公司净利润	41	25	61.3%
净利润率	10.4%	7.3%	3.1%
少数股东损益	3	3	
少数股东损益占比	6.6%	9.8%	
六、 总股本	42	42	
七、 按期末股数简单每股收益:	0.97	0.60	
毛利率减销售费用率	16.9%	14.1%	-2.8%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、经营活动现金流净额 132 亿元，同比增长 269%。

上半年公司经营活动产生的现金流量净额 132 亿元，同比增 269%，现金流量净额的绝对值和增长率均高于净利润水平。

四、货币资金 167 亿元，其他流动负债大幅增 64%。

6 月末，公司货币资金 167 亿，较期初增长 7%；存货 100.6 亿，较期初下降 34%。

其他流动负债 207 亿元，相比年初增加 81 亿，相比去年同期增加 107 亿元；主要由于公司预提销售返利及安装维修等费用，体现了谨慎的会计处理方式。

五、建立股份回购长效机制，治理优秀，增长可持续

为充分保障股东利益，公司建立股份回购长效机制。在现金分红规划上（上市后三年每年现金分红不少于当年可分配利润三分之一），拟在 2014-2016 年推出两期股份回购方案。

回购金额上限为 13 年、14 年归母净利润 30%，首期回购资金上限为 15.9 亿。

从中长期发展来看，美的集团初步实现转型，各项业务增长势头良好，成为规模与效益并重，产品力和执行力俱强的家电龙头，企业发展更为坚实和稳健。公司志存高远，综合竞争力强，公司加速智能家居、电子商务以及物流战略布局，各品类都有较大增长潜力且品类能进一步延展，公司未来综合竞争力还将持续提升。

六、收入、利润分季度

表 7：主营业务收入分季度（单位：亿元，%）

		百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	385	392				
	同比增长率	21.9%	13.9%				
2013 年	营业收入	316	344	278	278	1,216	
	占全年比例	20.1%	8.8%	15.9%	33.4%	100.0%	
2012 年	同比增长率	20.1%	8.8%	15.9%	33.4%	18.3%	
	营业收入	263	316	240	208	1,027	
2011 年	占全年比例	25.6%	30.8%	23.3%	20.3%	100.0%	
	同比增长率	-33.9%	-27.0%	-12.1%	-12.3%	-23.4%	
	营业收入	398	433	273	237	1,341	
	占全年比例	29.7%	32.3%	20.3%	17.7%	100.0%	
	同比增长率	82.8%	35.4%	-0.7%	4.9%	29.2%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 8: 利润分季度 (单位: 亿元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	25	41			
	对应 EPS	0.60	0.97			
	同比增长率	53.4%	61.4%			
	普通股利润	16.6	25.2	18	14	73
2013 年	对应 EPS	0.39	0.60	0.42	0.33	1.73
	占全年比例	22.6%	34.5%	24.1%	18.8%	100.0%
	同比增长率	19.1%	27.5%	8.7%	18.8%	19.0%
	普通股利润	14	20	16	12	61
2012 年	对应 EPS	0.33	0.47	0.38	0.27	1.46
	占全年比例	22.6%	32.2%	26.4%	18.8%	100.0%
	同比增长率	-32.0%	-3.2%	34.6%	-47.8%	-18.1%
	普通股利润	20	20	12	22	75
2011 年	对应 EPS	0.48	0.48	0.29	0.52	1.78
	占全年比例	27.2%	27.2%	16.0%	29.5%	100.0%
	同比增长率	119.8%	-8.8%	-19.1%	26.4%	17.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 9: 净利率分季度 (单位: 亿元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	净利率	6.6%	10.4%			
	同比	1.4%	3.1%			
	净利率	5.2%	7.3%	6.3%	4.9%	6.0%
	同比	0.0%	1.1%	-0.4%	-0.6%	0.0%
2012 年	净利率	5.3%	6.3%	6.8%	5.5%	6.0%
	同比	0.1%	1.5%	2.3%	-3.8%	0.4%
	净利率	5.1%	4.7%	4.4%	9.3%	5.6%
	同比	0.9%	-2.3%	-1.0%	1.6%	-0.6%
2011 年	净利率	5.1%	4.7%	4.4%	9.3%	5.6%
	同比	0.9%	-2.3%	-1.0%	1.6%	-0.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

七、盈利预测

预计公司 2014/2015 年 EPS 为 2.51 和 3.10 元，目前股价对应 14 年 PE8 倍多。公司高度重视市值管理，增长势头良好，现金流非常好，有较好的分红率和股息率。相对其未来增长的确定性和持续性，以及较高综合竞争力，估值仍有提升空间，继续维持“推荐”评级。

表 10：盈利预测表（单位：亿元，%）

科目(单位: 亿元)	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
一、营业收入	1,027	1,213	1,442	1,673
其中：主营业务收入	1,026	1,210	1,434	1,669
营业收入增长率	-23.4%	18.1%	18.5%	16.4%
其他业务收入（金融类）	1	3	8	4
二、营业总成本	963	1,135	1,296	1,506
其中：营业成本	794	928	1,066	1,240
毛利率(简单测算)	22.6%	23.3%	25.6%	25.7%
营业税金及附加	6	6	7	8
销售费用	94	124	144	162
销售费用率	9.1%	10.3%	10.0%	9.7%
管理费用	59	67	75	84
管理费用率	5.8%	5.6%	5.2%	5.0%
财务费用	8	6	-6	6
资产减值损失	0	1	6	5
其他业务支出（金融类）	1	2	3	0
加：公允价值变动收益	0	5	-8	5
投资收益及其它	5	10	8	10
三、营业利润	70	93	146	182
加：营业外收入	9	10	8	9
减：营业外支出	2	3	4	4
四、利润总额	77	100	150	187
减：所得税费用	16	17	26	34
综合所得税率	20.3%	17.1%	17.5%	18.2%
五、净利润	61	83	124	153
归属于母公司净利润*	53	73	106	131
净利润率	5.2%	6.0%	7.3%	7.8%
少数股东损益	8	10	18	22
少数股东损益占比	13.6%	12.0%	14.4%	14.4%
六、总股本	42	42	42	42
七、按期末股数简单每股收益：	1.26	1.73	2.51	3.10
净利润增长率	-5.7%	37.6%	45.1%	23.6%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

* 归母净利润按上市公司口径进行调整

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师；林寰宇，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn