

2014 年 08 月 19 日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元)

25.00

**公司基本资讯**

产业别	家用电器
A 股价(2014/8/18)	21.53
深证成指(2014/8/18)	8045.86
股价 12 个月高/低	51.78/16.57
总发行股数(百万)	4215.81
A 股数(百万)	1710.96
A 市值(亿元)	907.66
主要股东	美的控股有限公司(35.49%)
每股净值(元)	8.47
股价/账面净值	2.54
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.0 24.2 N/A

**近期评等**

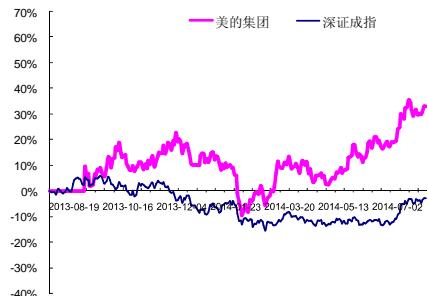
出刊日期	前日收盘	评等
2014-06-08	17.50	买入

**产品组合**

空调及零部件	54.6%
小家电	27.3%
洗衣机及零部件	6.6%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	19.70%
一般法人	4.52%

**股价相对大盘走势**

**美的集团(000333.SZ)**

Buy 买入(维持)

**半年报点评：业绩好于预期，回购彰显信心**
**结论与建议：**

事件：美的集团发布半年报，14H1归母净利润66.1亿元，YOY增149.7%；按可比口径后同比增58.2%（2013年9月吸收合并美的电器并完成并表），落在此前业绩预告的上限，略超我们的预期。上半年取得良好的表现一方归因于公司主要产品毛利率的提升，同比提升约3个百分点至25.8%，并且公司产品市占率也提升明显，量价齐升共同提振业绩。

与此同时，公司公布了前三季度的业绩预告，预计1-3Q实现净利润约为87-97亿元，按可比口径同比增45-60%，业绩延续高增长；此外，公司还推出了股份回购的长效机制，充分彰显了管理层对于公司的信心。目前家电行业整体格局进入稳定期，随着城镇化率的逐渐提高，公司将凭借稳定的市占率获得较为确定的业绩增长，公司目前估值不高，仍维持“买入”的投资建议。

■ **中报业绩保持高增长：**公司在Q1实现53%的高增长后，Q2再次录得61%的可观数据。收入端来看，公司14H1实现营收777亿元，YOY增17.7%。其中空调板块实现营收417亿元，YOY增19%，冰箱板块实现营收50亿元，YOY增21%，洗衣机板块实现营收46亿元，YOY增24%，小家电板块实现营收178亿元，YOY增长18%，公司主要产品均取得稳定收入表现。

■ **业绩高增归因量价齐升：**上半年之所以能取得骄人业绩，主要由于公司在经历战略调整后，主要产品竞争力提升显著，一方面毛利率有所改善：上半年主营业务毛利率约为25.8%，较上年同期提升约3个百分点，其中以大家电提升最为显著，14H1毛利率分别为27.1%，同比提升3个百分点，小家电毛利率26.2%，与上年基本持平；另一方面，公司产品市占率亦在同步提升，根据Wind最新数据，2014年1-5月美的空调、冰箱及洗衣机总销量份额分别为27.0%、9.6%、16.6%，较上年同期提升0.8、0.2、0.6个百分点，其中内销份额分别提高1.5、0.4、1个百分点。

■ **预计 Q1-Q3 业绩同比增 45%-60%：**与此同时，公司发布了前三季度业绩预告，预计1-3Q按可比口径同比分别增45%-60%，对应Q3净利润同比增15%-64%，单季度预测下限相对保守，或许是考虑到房地产销售在进入14年后有所下行；不过我们认为目前整个家电行业进入稳定格局，白电主要产品如空调的保有量仍有一定的提升空间；且小家电方面公司逐渐发展成为行业龙头，未来毛利有较大的提升空间，届时将贡献可观的业绩增量，总体来看我们仍期待三季度及全年公司取得优于行业的业绩表现。

■ **长效回购机制彰显信心：**公司拟在2014-2016年先行推出两期股份回购方案，回购金额上限分别为13年、14年归母净利润的30%，测算13年上限约为15.95亿元；价格方面，将以上一年度EPS作为基础，参考行业PB，确定回购价格基数，并结合公司的财务及经营状况，确定各期回购价格区间，且股份回购价格不超过前十个交易日或者前三十个交易日收盘均价的130%（按照孰高原则），回购股份用于股权激励或注销。目前市场对于家电行业受到房地产拖累的预期较为悲观，我们认为公司敢于在次背景下推出回购方案，充分彰显了公司对于自身经营能力的信心。

■ **盈利预测与投资建议：**鉴于公司上半年业绩超预期，我们上调公司14/15年净利润约5/6亿元至102/121亿元，YOY分别增长38%/19%（按可比口径），目前股价对应2014年PE为9.1X，PB为2.0X，估值仍不高，且公司2013年股息率达4.6%；未来公司有望享受品牌竞争力提升的估值溢价，维持“买入”的投资建议。



接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013E	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,449	3,259	5,317	10,192	12,117
同比增减	%	-6.93%	-5.50%	63.15%	91.67%	18.89%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.45	3.26	4.33	2.42	2.87
同比增减	%	-6.93%	-5.50%	32.85%	-44.17%	18.89%
市盈率(P/E)	X	26.77	28.33	17.36	9.06	7.62
股利 (DPS)	RMB 元	0.43	0.30	0.20	0.10	0.12
股息率 (Yield)	%	4.04%	2.82%	0.37%	0.46%	0.55%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30%  $>$  ER  $\geq$  10%)中性 Neutral (10%  $>$  ER  $>$  -10%)卖出 Sell (-30%  $<$  ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	134,127	102,713	121,265	144,306	165,951
营业成本	108,419	79,449	92,818	106,243	121,020
营业税金及附加	761	578	610	720	828
销售费用	10,921	9,390	12,432	15,116	18,211
管理费用	5,907	5,926	6,733	7,918	9,105
财务费用	1,449	807	564	720	828
营业利润	7,464	7,005	9,324	15,048	17,381
所得税	1,578	1,569	1,714	2,756	3,164
净利润	6,641	6,141	8,298	12,992	14,917
少数股东权益	3,192	2,882	2,980	2,800	2,800

**附二：合并资产负债表**

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	12,746	13,436	15,574	16,508	17,499
应收账款	9,903	9,865	7,928	8,325	8,741
存货净额	16,343	13,350	15,198	16,717	18,389
流动资产合计	60,047	55,562	65,327	69,246	73,401
固定资产	17,490	20,253	19,572	20,551	21,578
在建工程	2,979	1,601	613	643	675
非流动资产合计	30,299	32,174	31,619	33,200	34,860
资产总计	90,345	87,737	96,946	102,763	108,929
流动负债合计	52,269	50,810	56,647	59,480	62,454
非流动负债合计	7,930	3,761	1,218	1,279	1,343
负债合计	60,200	54,571	57,865	60,759	63,797
少数股东权益	17,651	18,852	6,233	6,545	6,872
股东权益合计	30,146	33,165	39,081	42,004	45,132
负债和股东权益总计	90,345	87,737	96,946	102,763	108,929

**附三：合并现金流量表**

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	4,106	8,090	10,054	10,557	11,085
投资活动产生的现金流量净额	-8,930	-3,997	-467	-490	-515
筹资活动产生的现金流量净额	10,259	-4,900	-5,364	-5,632	-5,914
现金及现金等价物净增加额	5,435	-810	4,220	4,431	4,652

<sup>1</sup>

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证<sup>1</sup> @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证<sup>1</sup> @。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。