

家用电器行业

美的集团 (000333)

上调

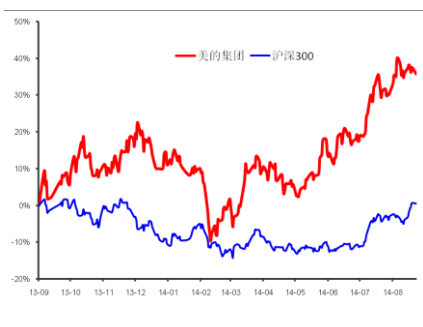
公司战略转型见成效 未来上升空间被打开

买入

2014 年 9 月 9 日

公司研究/深度报告

美的近一年市场表现



基础数据：2014 年 06 月 30 日

每股净资产(元):	5.4
每股公积金(元):	0.85
每股未分配利润(元):	3.37

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

Tel: 0351-8686976

分析师：石晋

执业证书编号：S0760514050003

Tel: 0351-8686645

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

电话：0351-8686645

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

☞ **报告背景：公司 2014 年半年报业绩。**上半年，公司营业收入同比增长 17.28%，同口径归母净利润增长 58.18%，整体毛利率为 25.85%，提升 2.92 个百分点，整体归母净利率为 8.51%，同口径提升 2.18 个百分点，经营活动现金流量净额为 131.71 亿元，同比提升 269.01%。

☞ **我们的分析和判断。(1) 公司治理结构突出。**公司关注治理架构、企业管控、三权分立体制。公司已形成了成熟的职业经理人管理体制，具有扁平化特征。目前公司高层、核心管理团队及中层骨干通过直接、间接持股及股票期权激励计划等多种方式，合计占公司约 9% 的股份份额，已搭建了经营层与全体股东利益一致的股权架构及长、短期激励与约束相统一的激励机制。激励对象侧重于研发、制造、营销等相关人员，与推动公司战略转型相吻合。

**(2) 成本领先战略转型见成效。**公司收入结构中毛利率高的空调和小家电占比大幅提升，分别提高 21% 和 10%；而电机做为利润空间较低的产品份额则大幅下降，公司收入结构得到有效优化。总成本领先才是企业的核心优势。美的产品在经历 2011-2012 年短暂转型造成的毛利率下滑后，产品毛利率从过去的百分之十几增长到百分之近 30 有了长足的发展，其中冰箱类产品最为受益盈利模式的转变。公司加大对中央空调的投入，未来空调毛利有望提高 2-4%。

**(3) 加大电商投入力度。**积极夯实与京东、天猫平台的战略合作，14 年上半年成立电子商务公司，开设天猫美的全品类官方综合旗舰店，积极向三四级市场下沉，加速美的电商的线上线下互融。实体旗舰店大规模建立，为美的线上销售提供了有利的保障。核心品类如空调、冰箱、热水器、电饭煲、电磁炉、电压力锅、微波炉、电风扇等销售占比进入行业前 2 名，实现“数一数二”的电商发展目标，我们预计未来 1-2 年，美的的电商占比能达到 7.5%-9%。

**(4) 抓住健康家电契机。**公司借助当前健康家电整体渗透率低，需求全面爆发的契机，从而推动净水机、空气净化器两大业务体系的快速发展。目前美的 4000 元以上的产品的市占率较高。8 月美的发布“智慧空气管家”系列解决方案和落地产品，并宣布从空调制造向空气服务商的转型，将在全国 4 万多个销售网点，完成空气智慧管家全系列产品的铺货和布局。

☞ **盈利预测及投资建议：**公司战略转型风险基本消除，实现盈利稳步提升。预计公司 2014/2015/2016 EPS 分别为 2.3 元/3 元/3.65。目前股价对应公司未来 3 年业绩 PE 估值为 9.61/7.35/6.02。

☞ **风险提示：**房地产销量增速持续低迷，对公司估值产生压力



## 目录

一	公司历史沿革	3
二	公司战略转型成果显著	5
三	白电业务	12
四	小家电业务	15
六	估值及盈利预测	19



# 一 公司历史沿革

## 1.1 公司简介

美的集团成立于1993年，是一家以家电制造业为主的大型综合性企业集团。2013年9月18日集团通过换股吸收合并广东美的电器股份有限公司（000527.sz，退市）的方式在深交所上市；其后在2014年4月30日实施完成了每10股转增15股的资本公积金转增股本事项。集团旗下拥有小天鹅（000418.sz）、威灵控股（00382.hk）两家上市公司；拥有10个事业部以及美的、小天鹅、威灵、华凌、安得、美芝等十余个品牌。集团业务分为四大业务板块，分别为大家电、小家电、电机、物流等；涵盖完整的空调、冰箱、洗衣机产业链以及完整的小家电产品群；在国内设有15个生产基地；在全球设有60多个海外分支机构，产品远销200多个国家和地区。14年8月集团为进一步提升集团与小天鹅之间的业务协同效应，增强公司洗衣机产业的核心竞争力，要约收购小天鹅部分股份并最终实现对小天鹅52.67%的控股。

表1：公司发展历程

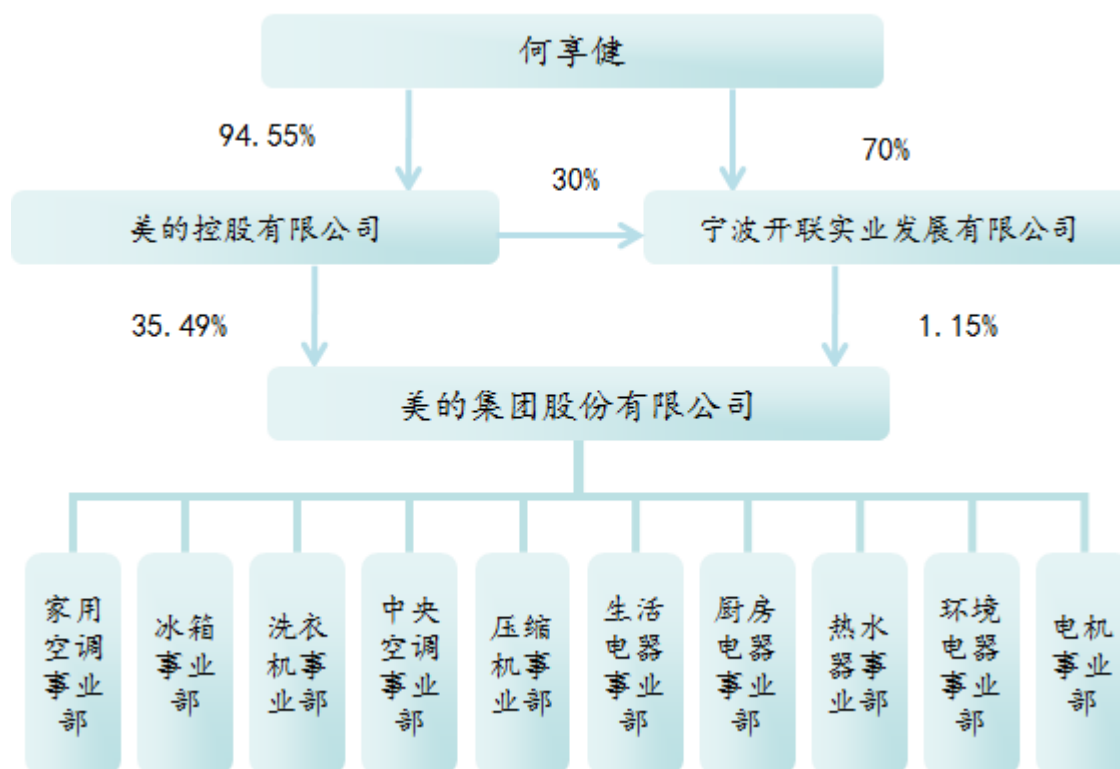
1968年	何享健先生带领23人集资5000元在北窖创业
1980年	生产电风扇，进入家电行业
1981年	正式注册使用“美的”商标
1985年	开始制造空调
1993年	成立美的集团并进行内部股份制改造，成立电机公司和电饭煲公司
1998年	收购东芝万家乐等公司进入空调压缩机领域
1999年	成立信息技术公司、物流公司、电工材料公司
2000年	事业部制公司化改造，管理层融资购法人股（MBO）和中高层骨干持流通股
2001年	完成产权改革；磁控管、变压器公司成立；新项目MDV、微波炉、饮水机、洗碗机、燃气具等投产
2002年	冰箱公司成立
2004年	与东芝开利签署合作协议，先后收购荣事达、华凌，制冷产业实力全面提升；
2007年	美的第一个海外基地在越南建成投产
2008年	控股小天鹅，为做强做大冰洗产业搭建新的平台
2009年	美的电器公开增发1.89亿新股，募集资金近30亿元
2010年	销售收入突破1000亿；美的总部大楼落成并投入使用；制定“十二五”发展规划
2011年	“美的-工银国际-鼎晖投资”开展战略合作；成立美的-开利拉美空调合资公司，加快国际化进程
2012年	整合集团总部和二级产业部分管理职能；何享健卸任美的集团董事长，方洪波接任。
2013年	美的集团换股吸收合并美的电器，于2013年9月18日在深交所挂牌整体上市
2014年	美的集团要约收购小天鹅部分股份，最终实现对小天鹅52.67%的控股。

资料来源：公司网站，山西证券研究所

## 1.2 公司组织架构

本公司的母公司为美的控股有限公司，最终控制人为何享健先生。

图 1：公司组织架构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 1.3 公司治理及股权激励

美的公司关注治理架构、企业管控、三权分立体制，通过十余年的不断完善分权授权制度的建设，从最初实行的传统直线式集权管理，到推行事业部制改革经营自主权下放，再到现在的扁平化体系，公司已形成了成熟的职业经理人管理体制，目前公司高层、核心管理团队及中层骨干通过直接、间接持股及股票期权激励计划等多种方式，合计占公司约 9% 的股份份额，已搭建了经营层与全体股东利益一致的股权架构及长、短期激励与约束相统一的激励机制。

2014 年 1 月的股票期权激励计划以定向发行新股为激励来源，虽然业绩考核条件难度适中，但是体现向技术优势、产品优势转变的决心。同时激励对象侧重于研发、制造、营销等相关人员，与推动公司战略转型相吻合。公司的整体上市不仅解决的之前集团内上市公司与非上市公司的复杂的关系，还提高了公司协同效应，提升了集团的市场价值。

表 2：公司激励名单

类型	人数	拟分配期权数量	占本次授予期权总数的比例	占公司目前总股本的比例
研发人员	287	4119	41.25%	0.98%
制造人员	189	2684.25	26.88%	0.64%
营销人员	110	1525.5	15.28%	0.36%
其他业务骨干	93	1545	15.47%	0.37%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 3：公司业绩考核指标

阶段	业绩考核指标	
	净利润	净资产
第一个行权期	2014 年的净利润增长较 2013 年不低于 15%	2014 年净资产收益率不低于 20%
第二个行权期	2015 年的净利润增长较 2014 年不低于 15%	2015 年净资产收益率不低于 20%
第三个行权期	2016 年的净利润增长较 2015 年不低于 15%	2016 年净资产收益率不低于 20%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

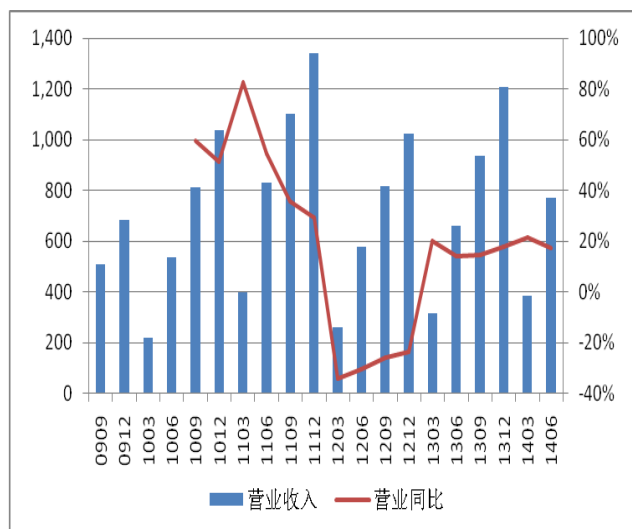
## 二 公司战略转型成果显著

### 2.1 14 年营业收入抢眼

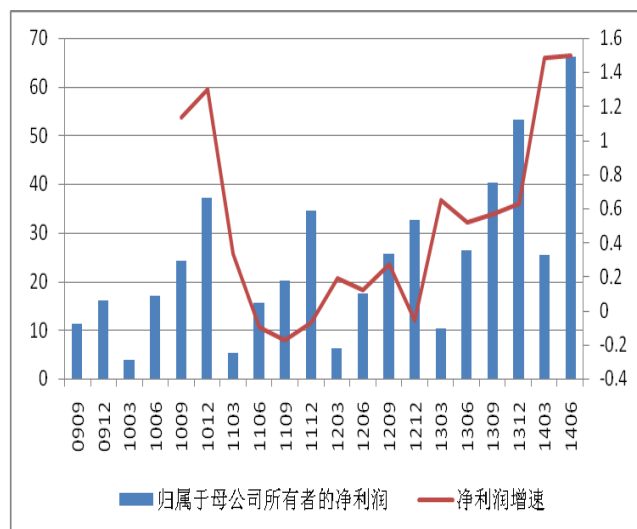
2014 年上半年，公司营业收入同比增长 17.28%，同口径归母净利润增长 58.18%，整体毛利率为 25.85%，提升 2.92 个百分点，整体归母净利率为 8.51%，同口径提升 2.18 个百分点，经营活动现金流量净额为 131.71 亿元，同比提升 269.01%。预计 14 年前三季度归属于上市公司股东的净利润 87 亿元-96 亿元，比上年同期增长 118%-140%。

图 2：公司营业收入（亿元）及同比增长率

图 3：公司净利润（亿元）及同比增长率



资料来源：wind，山西证券研究所

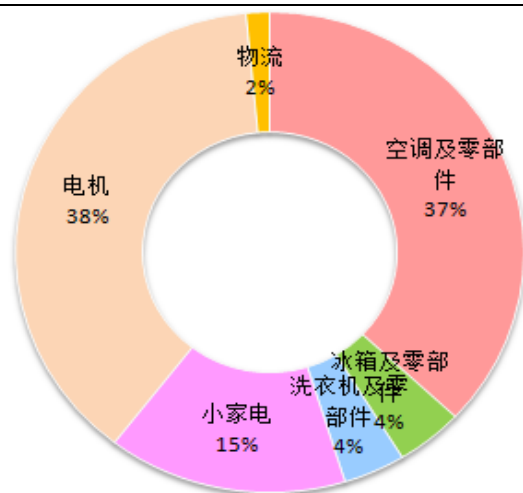


资料来源：wind，山西证券研究所

分业务种类看，2014年上半年空调及零部件业务实现收入305.1亿元，占集团整体收入的58%；收入较上年同期上涨21%。冰箱、洗衣机收入分别同比上涨16.9%和24.8%。小家电整体收入占集团整体25%，份额较上年增加10%，收入增长16.8%。随着线上业务的展开，物流配送发展的成熟，大家电销售量将有所上升，但由于小家电的使用时间在3-6年，替代需求比大家电强烈。综合来看，我们认为未来1-2年小家电占比将下降至20-22%，洗衣机和冰箱的销售收入各上升1.5-2个百分点，空调收入占比将下降3-5个百分点。

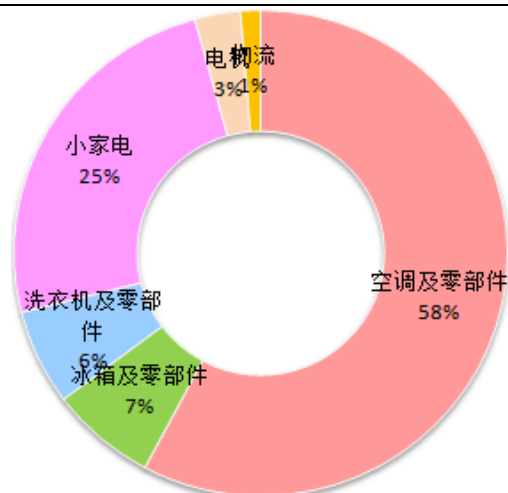
电机方面，营业收入下降8.9%，所占份额由过去的38%下降到3%。由于电机毛利率普遍偏低，我们认为集团降低电机的投入反映了集团产业结构持续优化以及向白色家电巨头挺进的决心。物流收入略有下降，我们认为主要是公司增加旗舰店建设成本所致。

图4：公司营业收入结构（2013年）



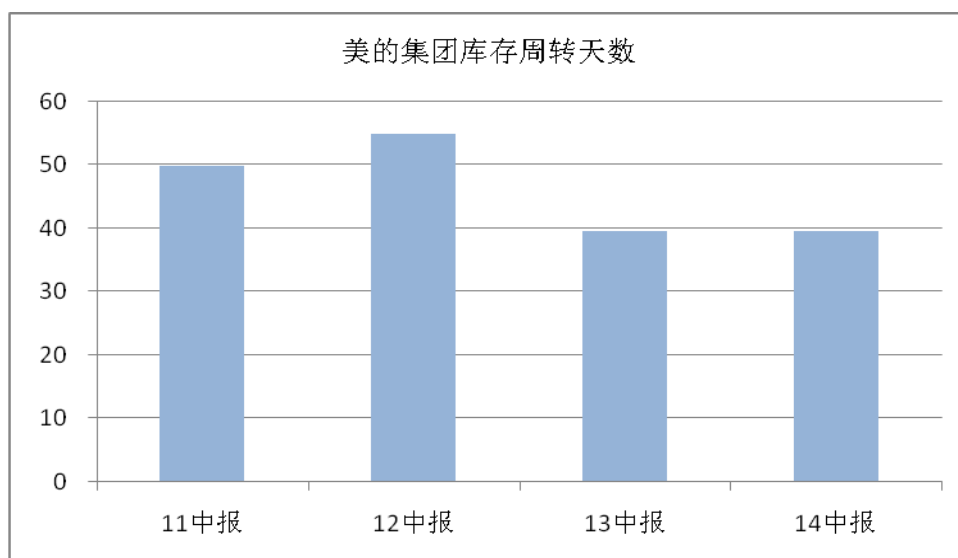
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图5：公司营业利润结构（14年1-6月）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

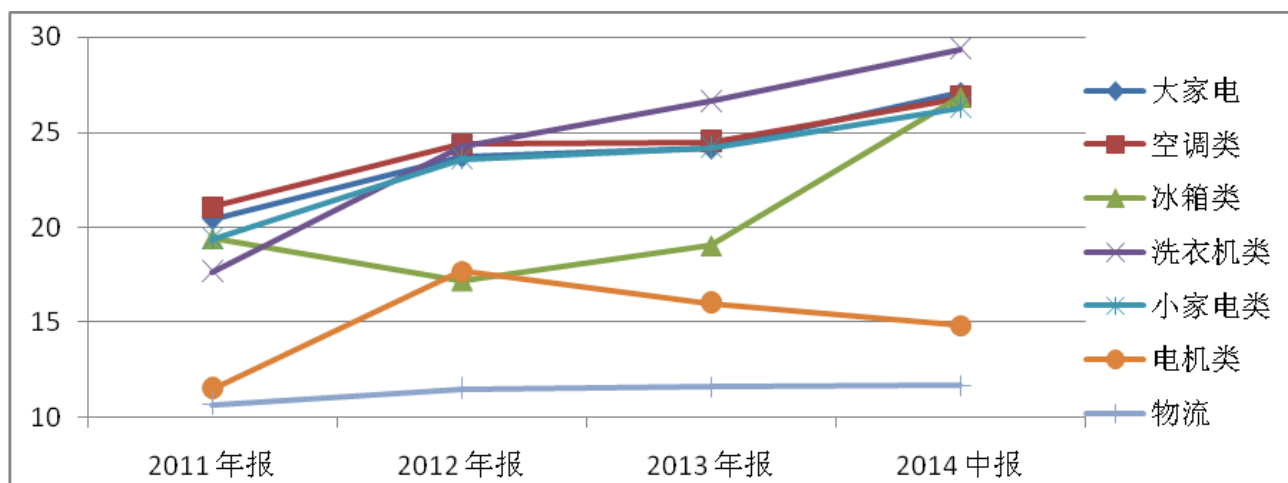
图 6：产品库存周转天数



资料来源：wind，山西证券研究所

2011 年，全球制造业遭遇寒冬，传统家电无论海外市场还是国内市场都更加看重产品品质，美的集团过去的“低成本盈利的要素驱动模式”已经难以为继，转而向成本领先、优化产品结构战略转型。目前家电已处于完全竞争市场，龙头企业之间的产品技术不相伯仲，总成本领先才是企业的核心优势。美的产品在经历 2011-2012 年近两年转型造成的毛利率下滑后，产品毛利率从过去的百分之十几增长到百分之近 30 有了长足的发展，其中冰箱类产品最为受益盈利模式的转变。

图 7：公司产品毛利率变化



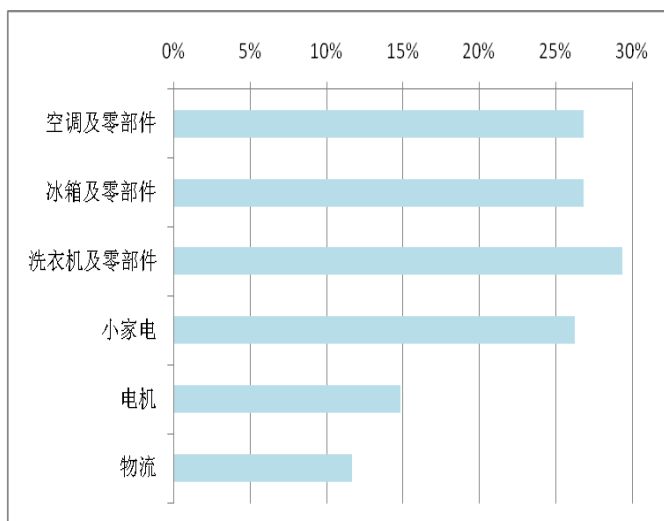
资料来源：山西证券研究所整理



2014 年上半年公司各产品毛利率基本持平，在同行业的公司保持领先地位。其中洗衣机及零部件毛利率最高为 29.35%。14 年 8 月美的集团要约收购小天鹅，目前共持有小天鹅 52.67%，实际控制人的持股集中度进一步加深。我们预计在协同效应的加强下，洗衣机毛利率还有 0.5-1.5 个百分点的提升。冰箱类产品的毛利率增长幅度最大从 13 年的 19.06% 上升到 26.85%。

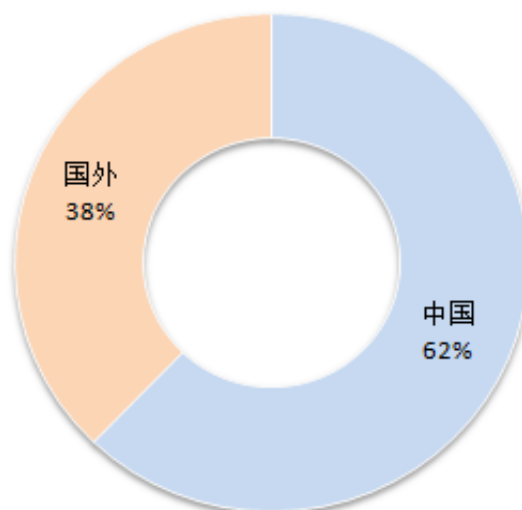
由于小家电商品中净水器及空气净化器的毛利率在 40% 以上，弥补了微波炉、电饭煲、电风扇等小家电毛利率低下的现状。在中国大陆地区销售收入同比增长 25.06%，海外收入同比增长 7.08%。上半年海外本土业务增长 36%，其中美的-开利巴西合资公司的家用空调玛瑙斯制造基地已建成拉美最大的家用空调生产基地。

图 8：主营产品间毛利率基本持平



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 9：按地区分类公司营业收入结构（14 年中期）

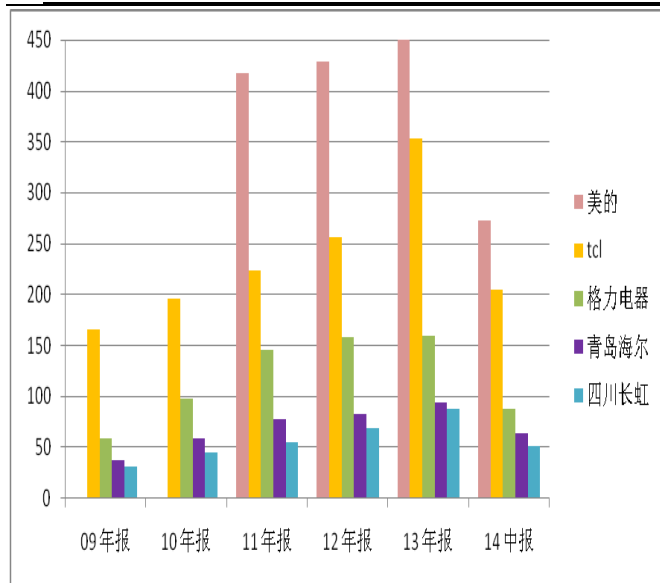


资料来源：公司公告，山西证券研究所

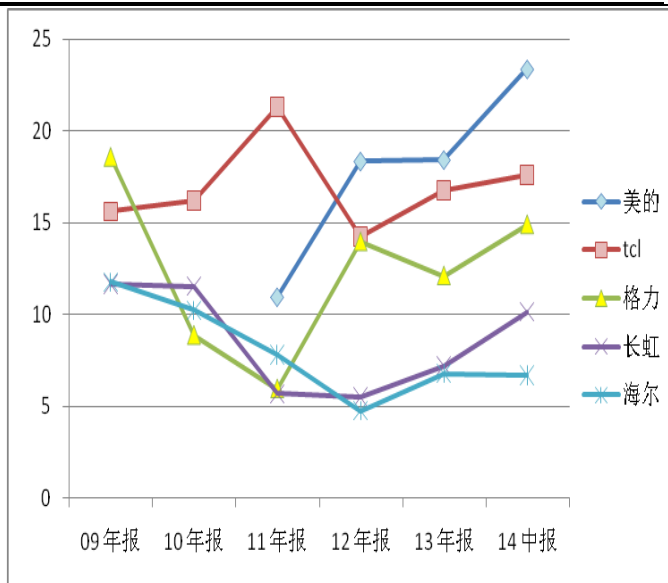
图 10：家电企业国外收入（亿元）

图 11：家电企业国外毛利率（%）





资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

## 2.2 线上线下相互融合

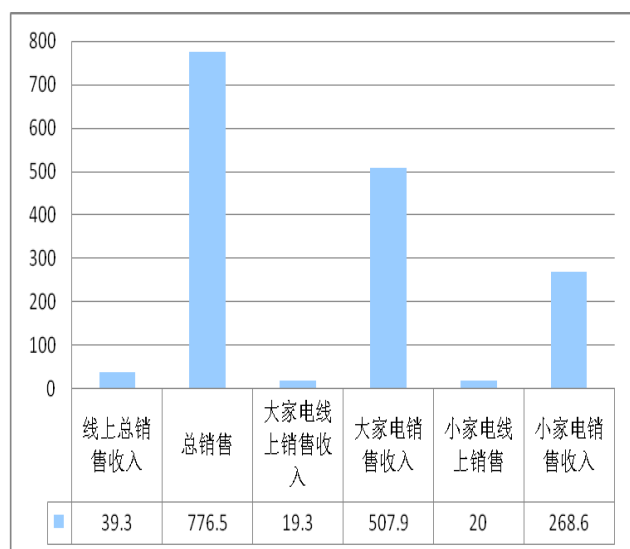
随着80、90后（网购的主要消费群体）进入社会，超前的消费模式、较大的工作压力以及鲜少的休闲时间使得网购成为新生代消费者的主要消费方式之一，因此电商渠道成为家电企业抢占市场份额的又一个战场。美的集团在13年年报明确表示要加大在电商的销售力度，以市场为导向，积极夯实与京东、天猫平台的战略合作。14年上半年成立电子商务公司，开设天猫美的全品类官方综合旗舰店，为提升电商“最后一公里”的服务质量，除了推进物流资源整合外，还全力推动开设集信息管理系统、售后服务、定位零售、送装服务为一体的旗舰店，截至14年6月，已建成约1400家，加速美的电商的线上线下互融。实体旗舰店大规模建立为美的线上销售提供了有利的保障。

据半年报显示，集团电商累计销售额39.3亿元，较同期增长160%，占公司总销售收入的5.1%。其中，大家电累计销售额19.3亿元，较同期增长245%，占整个大家电销售的3.8%。2014年上半年美的集团京东平台销售额16.3亿元，较同期增长220%；淘宝（含天猫）平台销售额19.6亿元，较同期增长132%。奥维咨询数据显示，小家电线上占比超过30%，远高于大家电。其中原汁机、电饭煲、电烤箱这三类小家电2014年上半年线上销售增速均超过100%。美的品牌已成为全淘（含天猫）小家电行业成交额第一品牌，核心品类如空调、冰箱、热水器、电饭煲、电磁炉、电压力锅、微波炉、电风扇等销售占比进入行业前2名，实现“数一数二”的电商发展目标。

《2014上半年家电网购分析报告》显示，整个中国市场2014年上半年，平板电视、空调、冰箱、洗衣机线上销售量占比已经分别达到整体市场的15%、10.5%、13%

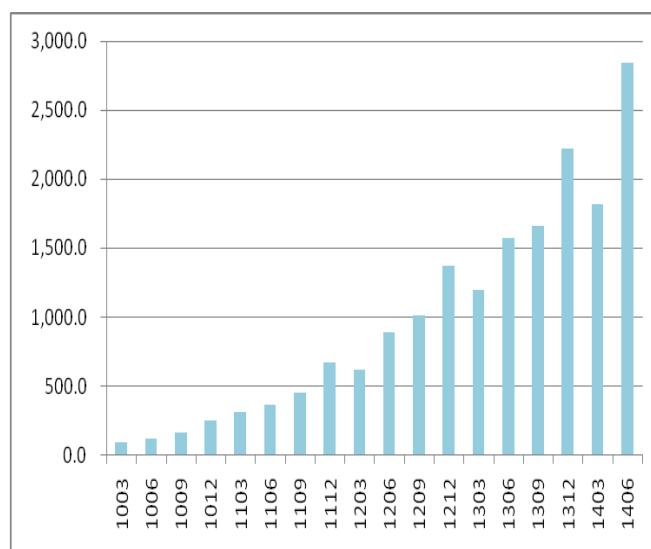
及12.3%。该报告还显示14年上半年，我国B2C家电网购市场(含移动终端)规模达830亿元，同比增长56.6%。虽然美的占总电商购物的4.7%，同比增长46.3个百分点，略低于平均水平，但由于美的扁平化的管理制度，美的能够快速实施满足市场及消费者的战略，我们测计未来1-2年，美的的电商占比能达到6.5%-8%。

图12：美的集团线上销售额占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图13：网络购物市场规模（季/亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2.3 智慧家居

今年三月，公司发布了 M-Smart 智慧家居战略公告，实施“1+1+1”战略，即“一个智慧管家系统 + 一个 M-Smart 互动社区 + 一个 M-BOX 管理中心”；2013 年美的完成了 8 个品类的智能家电开发，2 个品类的智能产品销售；14 年，公司预计陆续推出 25 个品类。此外公司已成立智慧家居研究院，通过系统整合旗下产业群优势和技术研发等优势资源，以传感、大数据、智能控制技术为手段，加速推动全品类家电产品智慧家居互联平台的建设。公司对内统一协作，多品类互联互通，已完成集团通用无品类属性 WIFI 模块开发与测试，17 个品类产品原型机调试、云服务器平台第一期建设，后续认证及可靠性验证工作已持续展开；对外开放融合，多接口兼容，与阿里、京东、华为、高通、东软、BAT、LeTV、港科大在多个层面开展合作，推动突破行业现在的单品智能局限，打造开放的智慧家居应用系统。

图 14：美的智慧家居战略分布



资料来源：山西证券研究所整理

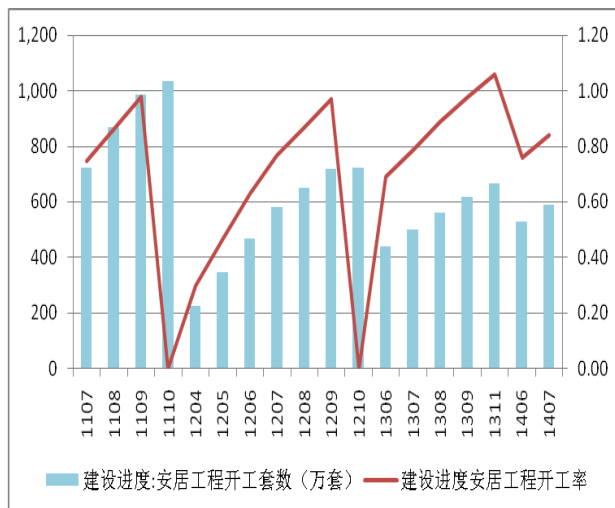
## 2.4 公司整体受房地产影响不大

受前期房地产调控政策影响以及国家对家电行业持续刺激导致的需求透支，近年来家电行业市场消费力明显不足，2012 年甚至出现白电行业整体负增长的情况。除燃气灶、抽油烟机、空调少数类产品尚有新增需求外，目前主要需求来自更新需求。由于房地产销售的不景气，投资型房产比例在下降。家电行业主要受房地产中的刚需变化影响较大。从长期来看，家电的需求更多地与消费能力和追求生活品质有关。

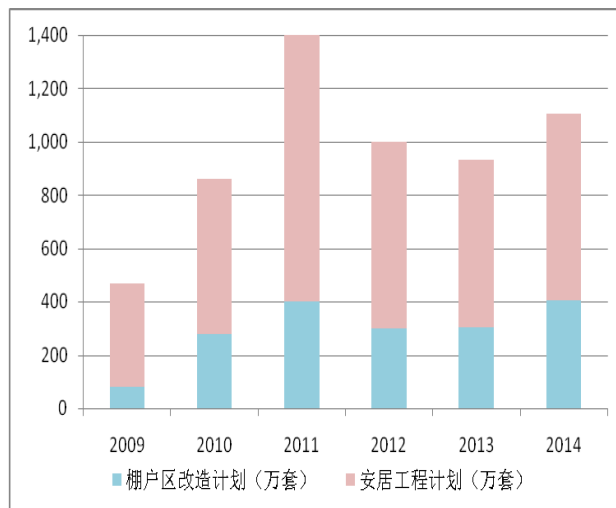
房地产能给家电带来效益的主要来自于棚户区改造和安居工程，它们将对家电更新换代需求释放起到较为明显的刺激作用，我们认为公司将继续受益。根据国家规划，2013-2017 年，五年内要改造各类棚户区 1000 万户，根据官方统计局数据，2013 年，全年计划改造棚户区 304 万户。按照 250-280 万套/年棚改推进，每户按照配置冰箱、空调、洗衣机、彩电各一台计算，每年改造将带来各类家电需求 200-250 万套。根据 2013 年空调销量数据 1.11 亿台、冰箱 0.77 亿台、洗衣机 0.56 亿台计算，分别能够增加 2.4%、3.6%、5.1%个百分点，综合看，平均拉动大白电需求增加 3-5 个百分点。而美的一直高于行业的增长速度以及较高中标率能够抵消因整个房地产不景气带来的负面影响。

图 15：安居工程开工进度

图 16：历年棚户区改造、安居工程计划数



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

## 三 白电业务

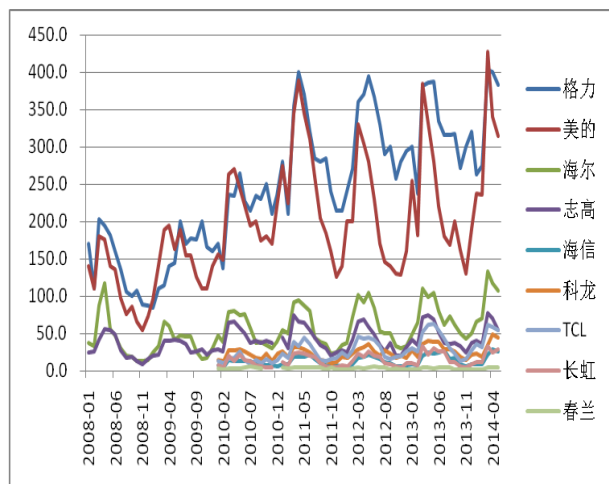
14 年上半年，大家电销售收入 513 亿元，同比增长 19.02%。总体上看，公司各项业务的毛利率同比是上升的，随着战略转型见成效、产品结构的进一步优化和内部经营管理效率的提升，大家电的毛利率、净利润率均保持稳中有升。

### 3.1 空调业务

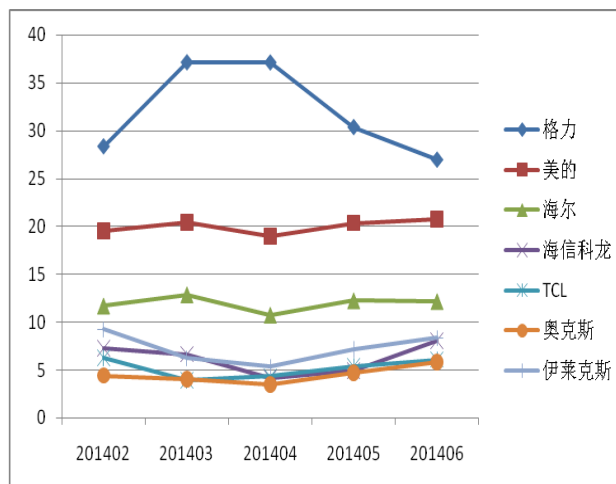
经历了空调 10 年高速增长期，空调行业仍然是成长较为确定的行业，但是家用空调力有不逮已是事实。奥维数据显示，2014 冷年，家用空调销量 4430 万台，同比上涨 3.8%；销售额 1570 亿元，同比上涨 4.4%。这与前几年 10%~20% 的增长速度相比，出现了明显下滑。根据产业数据显示，公司 2014 年上半年销量 1826 万台，较 13 年同期（1654 万台）上涨 10.4%。所对应收入为 416.93 亿元，同比增长 21.2%，毛利率 26.83%。目前公司空调市场份额稳定保持在 20% 以上，排名第二。公司超越行业平均的上涨显示公司在营销、品牌的建设以及产品结构升级方面的实力。

图 17：家用空调销量（万台）

图 18：家用空调市场份额（%）



资料来源：产业在线，山西证券研究所



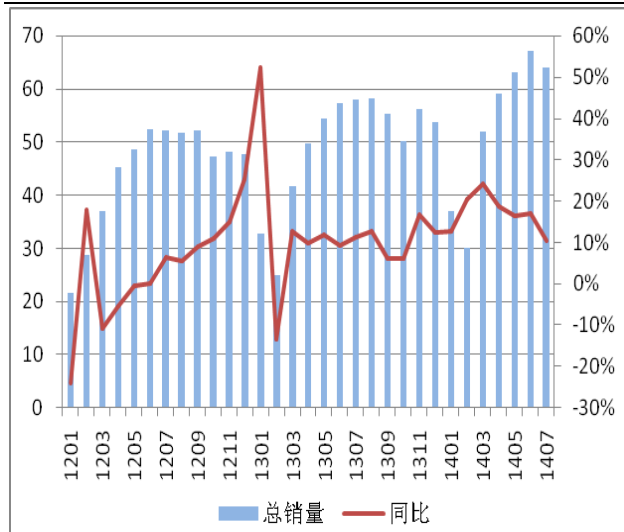
资料来源：wind，山西证券研究所

中央空调一直是国内企业的短板，但由于家用空调的利润空间的下降，家电企业不得不开始攻坚中央空调这个有着 50% 的毛利率却很难突破的“堡垒”。2014 年上半年，中央空调销量 308 万台，同比增长 18.17%，主要依赖内销增长。其中内销 275 万台，同比增长 20.12%；出口 33 万台，同比增长 5%。此外，国内中央空调外销金额达到 30.4 亿元，同比增长了 7.6%，中央空调的外销市场近两年来开始呈现复苏走势。目前被国外企业牢牢把守的家用中央空调市场份额正在发生颠覆性变化，美的和格力的市场份额均接近 17%。

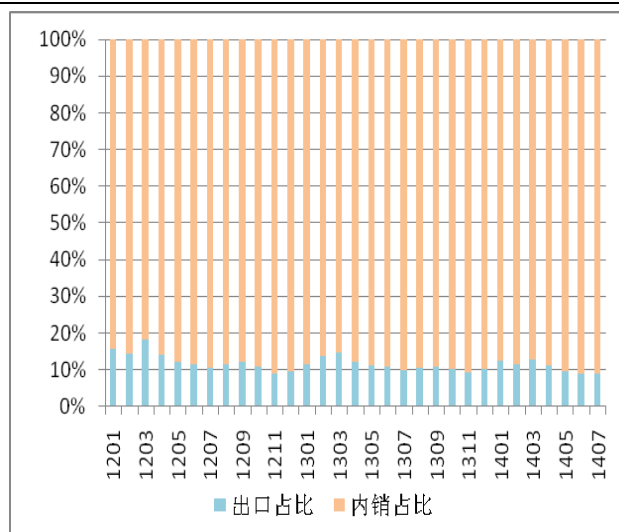
上半年，美的中央空调业务收入增幅达 40%，高于行业平均水平。主要源于美的中央空调在轻型商用空调市场的拓展，据产业在线，上半年美的中央空调产品销售中，单元机和多联机是增速最快的两大产品。依托“百万创富”活动，中央空调家装业务快速增长，截至 6 月底，零售类产品（轻商、家用热水）销售规模达 9.4 亿元，同比增长 65%。

图 19：中央空调行业销量（万台）

图 20：中央空调行业内销/出口



资料来源：产业在线，山西证券研究所



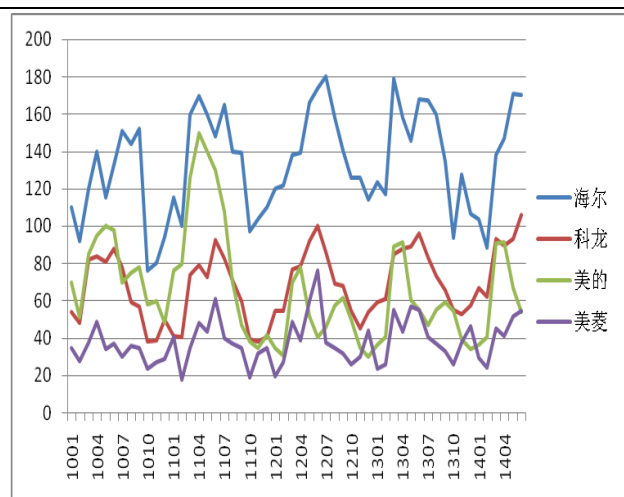
资料来源：wind，山西证券研究所

### 3.2 冰箱业务

根据产业数据显示，公司2014年上半年销量380万台，较13年同期（372万台）增长2%，预计今年全年美的冰箱内销会实现550-570万台的销量。冰箱收入为50.1亿元，同比增长21.2%，公司市场份额12%，低于海尔、海信科龙，位列第三。

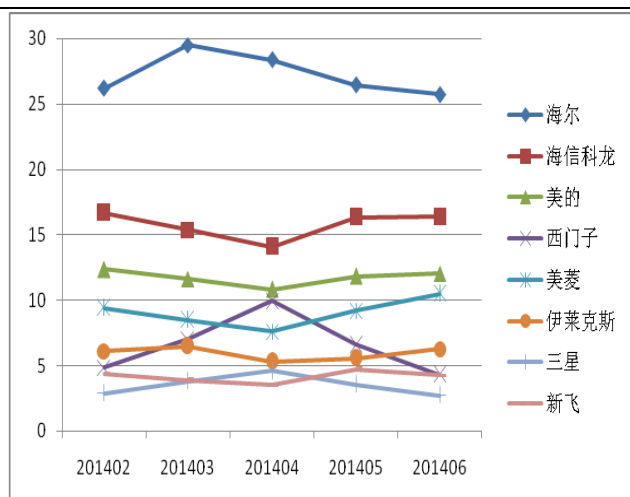
近年来美的冰箱在电商有所表现：12年的双11实现销量400万；13年618单日销量达到1263万，同年双11期间，冰箱销量超2000万；而在14年的618促销中销量再次达到3212万。冰箱收入增长远超销量增长，显示公司冰箱品质提升，消费者信心恢复。

图 21：冰箱销量（万台）



资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 22：冰箱市场份额（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

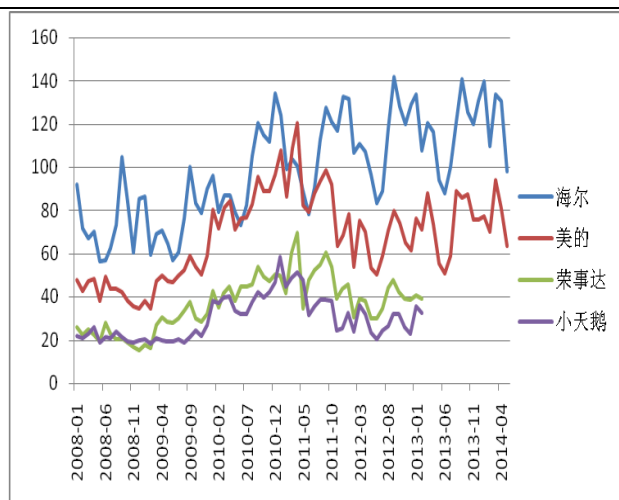


### 3.3 洗衣机业务

公司 2014 年上半年销量 452.24 万台，较 13 年同期（416.2 万台）上涨 8.7%。冰箱收入为 45.98 亿元，同比增长 24%，毛利率 29.35%，较 13 年有了很大的提升，比行业排名第一的青岛海尔（27.37%）高近 1 个百分点。

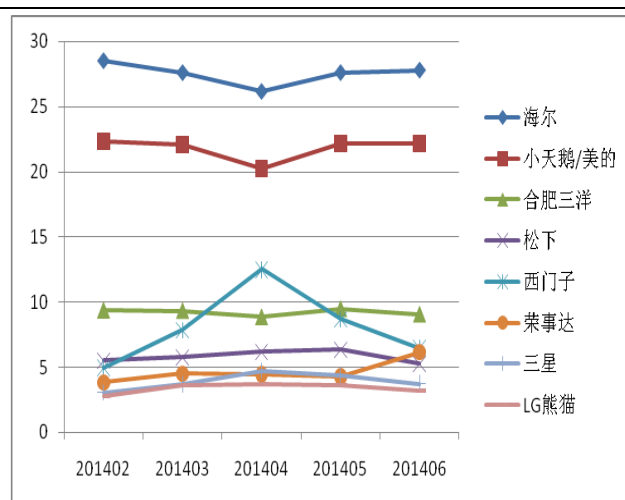
目前公司市场份额 12%，与海尔维持双寡头格局，8 月，公司提高对小天鹅的持股比例，协同效应加强，未来公司的市场占有率会有较大提升空间。

图 23：洗衣机销量（万台）



资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 24：洗衣机市场份额(%)



资料来源：产业在线，山西证券研究所

## 四 小家电业务

由于市场上小家电企业众多，小家电产品集中度较低，技术含量有限，大部分小家电企业缺乏核心竞争力，行业寡头将在有技术、资金支撑的白电龙头中产生。小家电产品同质化严重是导致产品盈利下滑的主因，目前主要依靠价格战来争夺市场份额。小家电产品价格的下降影响了企业的利润率。企业为保持和扩大市场占有率加大了广告、促销等市场营销费用。这些费用的增加进一步降低了企业利润。从国内小家电制造厂商来看，贴牌企业的毛利率一般在 10%—20%，有自主品牌家电企业（如，美的、苏泊尔、九阳）毛利率在 20—30%之间。

公司小家电上半年营收 177.9 亿元，同比增长 17.92%。品类的市场份额仍有提升空间，主要是通过发挥规模优势，保住优势产品，通过产品结构的改善与价格提升来实现收入稳定增长。



表 4：美的上半年小家电新成果

整体厨房	美的智能整体厨房采用 WIFI 技术及 IGRS 互联互通协议，搭建了一云 N 端的物联网技术构架，对整体厨房家电进行集成控制，配套协同统一的厨电产品，为用户提供厨房整体解决方案；
吸油烟机	具有“蒸汽洗”、自动检测、自动提醒的智能化功能，囊括了 32 项专利成果；
微波炉	X7 系列集中了物联网技术和云技术，实现了条码扫描自动烹饪、远程操控、菜单智能下载等功能，带给用户全新的烹饪体验；
燃气灶	通过燃气泄露报警、意外熄火自动关气、童锁保护、防滑锅支架、定时关火、防火墙 6 大核心技术创新，为厨房安全构筑坚实防线；
净水机	无罐系列搭载的独创专利三膜页卷膜技术，将单一通道制水升级为多通道同时制水，大幅提升净水产出率提高；
热水器	“零冷水”系列实现开机热水即到功能；“活水”热水器，采用专利排水结构，一键排出胆内水垢，改善内胆水质。

资料来源：公司公告

小家电受到收入水平、消费水平、消费观念的影响比较大，北、上、广等沿海发达地区的小家电保有量就比较高，这也从侧面看出，小家电在中国的市场空间依然很大。美的做为少有的大型小家电企业正在不断扩大自己的份额。其生活事业部——5 年内成为全球最有竞争力的生活小家电企业，在小家电行业做到四个全球第一，即规模、盈利、技术、人才。

表 5：公司 2014 年生活事业部发展目标

- 2014 年美的生活电器目标：**国内营销目标冲击 100 亿（不含税），成为中国生活小家电历史上第一个销售破百亿的企业。
- 2014 年生活家电整体经营方针定：**深化转型、勇于改变、狠抓增长。
- 2014 年生活事业部技术支持：**增加 1 个亿的研发投入以及至少 100 名的研发技术人员，不设上限。
- 2014 年生活事业部的制造支持：**以电磁炉工厂为蓝本，建立 5 家自动化的专业工厂
- 2014 年生活事业部的营销支持：**对于成熟品类，以 IH 技术为牵引，打造涵盖电饭煲、电磁炉、电压力锅在内的高端小家电产品群，推动美的生活电器成熟品类销售结构的改善和占比的提升。同时，借助当前健康家电全面爆发的契机，从而推动净水机、空气净化器两大业务体系的快速发展。

资料来源：公司新闻，山西证券研究所

## 热水器

今年 1-6 月，美的热水器零售量份额占比 13.83%、零售额份额占比 10.63%，位居第三位，同比保持了较高的增幅。业绩的增长都建立在技术创新上。而产业在线发布的上半年市场报告显示，做为热水器中成长最快的空气能热水机，其市场容量为 25.9 亿元，

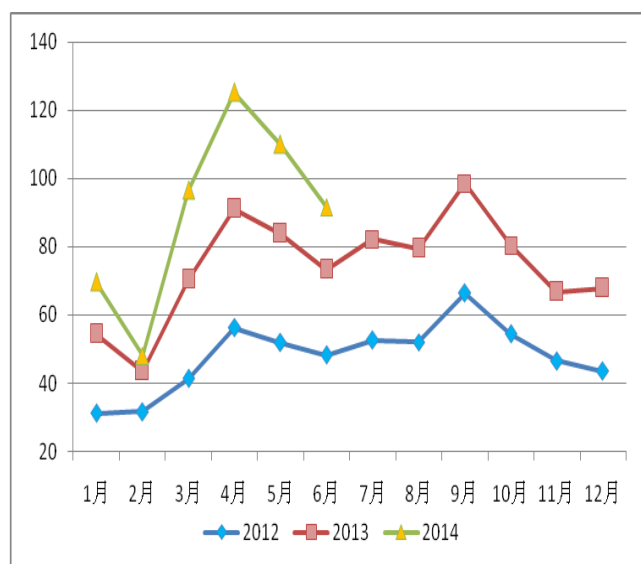
同比增长 16.8%。而美的通过 10 多年的努力，已经发展成为国内首家、也是目前唯一的一家年销量过 10 亿元的品牌，其销量增长 28.8%，并以 22.7%的市场份额持续位居销量榜首，比排名第二的品牌多出 2.6%的市场份额。

## 净水机

据《2014-2018 年中国净水器行业产销需求与投资预测分析报告》数据显示，近年来，中国净水器产量以每年 45%左右的速度增长，并成为全球最大的净水器生产基地。在需求的拉动下，预计 2014-2015 年中国净水器产量保持 40%左右的速度增长。目前我国净水器的渗透率不到 10%，远低于欧美家庭 70%的渗透率。此外，净水器在使用过程中滤芯属于耗材，更换滤芯属于有偿服务，随着净水器的普及率不断增高，滤芯的更换也将蕴藏着巨大的市场。

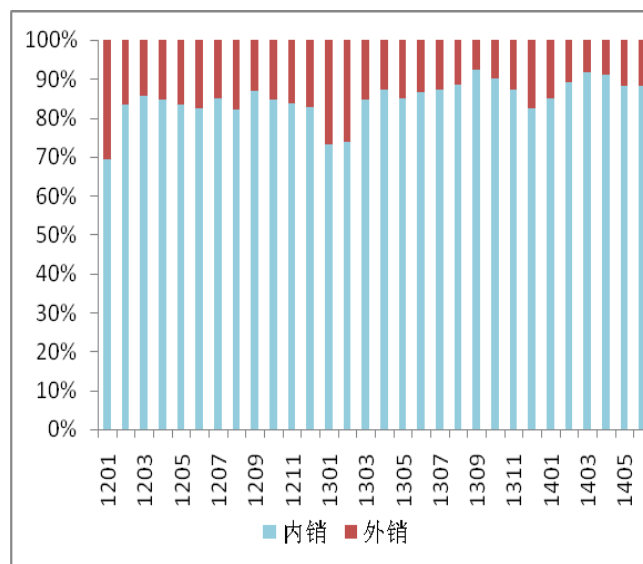
2014 年 1-6 月，国内品牌线上零售量占比为 65.1%，零售额占比为 61.5%。在 4000 元以上的高端净水设备市场中，3M 和美的几乎包揽了所有的市场份额，其中美的在 4000 元以上的市场占比较高。这与企业市场策略密切相关。2014 年美的在净水机技术、服务、营销等方面全面布局，并以全新的体验式营销助力净水产品普及使其在净水机市场具有一定的领先优势。

图 25：净水器销量（万台）



资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 26：净水器内销出口比



资料来源：产业在线，山西证券研究所

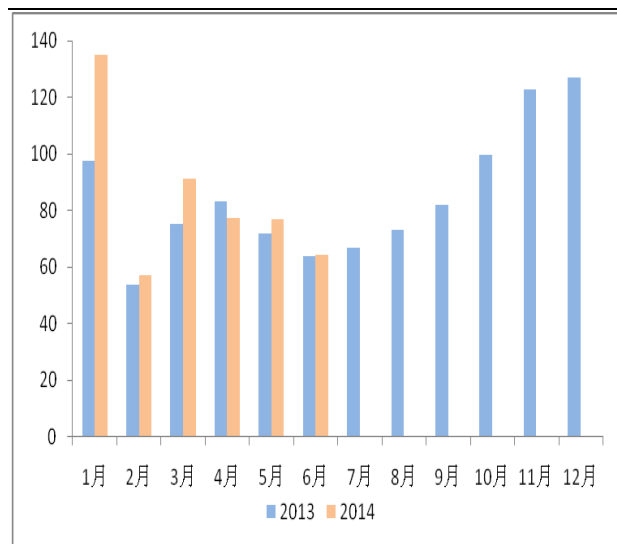
## 空气净化器

### 大型、多能高效、人性

继 2013 年空气净化器零售量及零售额大幅增长之后，2014 年上半年空气净化器市场同比增长 52%，是家电市场增幅较大的品类之一。中康怡调查显示：目前我国家用净水器拥有率不足百分之五，比之欧美、日韩等发达国家高达百分之七十五的普及率，我国净水器市场潜力巨大。

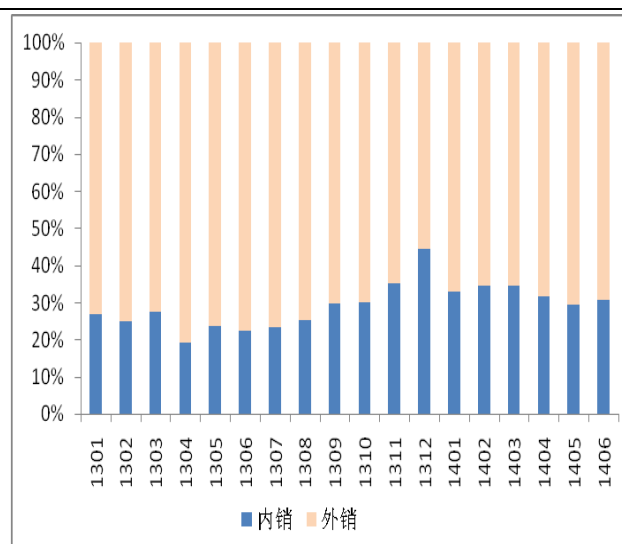
保守估计，目前中国家庭约为 4 亿户，如按 50% 的购买率计算，对净水器的实际需求就达 2 亿台，市场容量可超过千亿；值得注意的是净水器在使用过程中滤芯属于耗材，更换滤芯属于有偿服务，随着净水器的普及率不断增高，因此滤芯的更换也将蕴藏着巨大的市场。

图 27：空气净化器内销（万台）



资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 28：空气净化器内销出口比



资料来源：产业在线，山西证券研究所

从百度指数来看，2012 年以前空气净化器指数一直维持在一个相对低位且平稳的位置（1200 点左右）。从月均指数的走势来看，2013 年前三季度对空气净化器的搜索均值就上升到 2100 点，而从 Q4 开始，百度指数呈几何式增长，12 月的平均指数达 5969 点，在短暂回落之后，14 年 2 月底搜索指数再次上升，周平均数（9556 点）创历史最高点。从搜索图形变化来看，冬季、春季是大众对空净气的高度关注期，这也与实际天气情况相吻合。其中对空净器关注度最高的地区分别为北京、广东、江苏、浙江、上海、山东。这些地区人均收入都处于全国前列，居民收入水平的提高，追求高品质生活是空净行业的重要支柱。

图 29：空气净化器百度搜索指数



资料来源：百度指数，山西证券研究所

8月1日，美的空调正式面向全球发布了“智慧空气管家”系列解决方案和落地产品，并宣布从空调制造向空气服务商的转型，并相应推出了多款空调、空气净化器、加湿机和抽湿器等空气质量优化类新产品。同时美的高层宣布，从8月初开始的一个月内，美的将在全国4万多个销售网点，完成空气智慧管家全系列产品的铺货和布局，消费者从9月初开始就可以购买全套解决方案。这也意味着，美的成为中国空第一家实现从空调向空气解决方案全套产品市场化落地的企业，业务优势的再造及电器整体解决方案商的诞生给美的长期持续发展指明了方向。

## 六 估值及盈利预测

美的在经历了 2011~2012 年近两年战略转型阵痛之后，在 2013 年 9 月实现集团整体上市，从收入构成及毛利率快速提升来看转型效果显著。我们上调盈利预测，给予“买入评级”，强烈推荐。

### 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	134045.65	102598.11	120975	145170	175200	201278.21
归属母公司股东净利润	3449.1	3259.29	5317.46	9657.56	12639.10	15415.01
每股收益 (EPS)	1.11	1.03	4.33	2.29	3.00	3.65
净资产收益率 (ROE)	18.50%	15.76%	16.19%	24.68%	24.29%	22.41%
静态市盈率 (P/E)	12.6	8.13	14.73	9.61	7.35	6.02
报表预测						
利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	134045.65	102598.11	120975	142145.63	175200.6	201549.21



营业成本	108418.76	79449.04	92818.06	105187.77	128772.44	147735.57
营业税金及附加	761.09	577.91	609.93	767.59	928.56	1068.21
销售费用	10921.14	9389.87	12432.34	14214.56	16994.46	18945.63
管理费用	5907.35	5925.78	6733.46	7533.72	9285.63	10682.11
财务费用	1449.07	807.05	564.22	597.01	735.84	886.82
资产减值损失	41.8	48.88	122.72	568.58	648.24	846.51
投资收益	791.72	534.52	997.98	1267.32	1036.32	967.32
公允价值变动损益	55	17.75	546.27	-400.00	-520.00	-630.00
其他经营损益	70.5	53	85.13	74.76	90.50	100.77
营业利润	7463.66	7004.86	9323.65	14218.48	18442.25	21822.47
其他非经营损益	755.28	704.65	688.12	556.32	539.12	868.47
利润总额	8218.94	7709.51	10011.77	14774.80	18981.37	22690.94
所得税	1577.56	1568.62	1714.28	1990.04	2487.85	2841.84
净利润	6641.38	6140.89	8297.5	12784.76	16493.52	19849.09
少数股东损益	3192.28	2881.6	2980.04	3127.20	3854.41	4434.08
归属母公司股东净利润	3449.1	3259.29	5317.46	9657.56	12639.10	15415.01



### 特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。