

业绩增长质量高、未来增长可持续

美的集团 (000333.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景:

2014 年 1-9 月, 公司实现收入 1096 亿, 增 16.9%; 净利润 90 亿, 增 49.2%; EPS 2.12 元。其中 Q3 收入 319 亿, 增 14.6%, 净利润 23 亿元, 增 28.6%, EPS 0.56 元。

1-9 月公司经营活动产生的现金流量净额 138 亿元, 增 155%。

9 月末, 公司货币资金与其他流动资产合计 313 亿元, 相比年初增加 152 亿元, 同比增 95%。其他流动负债 218 亿元, 相比年初增加 92 亿, 主要由于预提销售返利及安装维修等费用。

预计全年公司归母净利润 100 亿-110 亿元, EPS 2.37-2.60 元。

2. 我们的分析和判断

(一) 收入稳增长, 大电增长超两成, 电商增长 150%

2014 年尽管行业形势表现一般, 公司收入稳健持续增长。三季度, 大家电保持较快增长, 增速超过 20%, 其中空调增长 23%。小家电单季收入增速 6%, 增速放缓主要受产品线调整因素影响。

三季度, 内销增长 26%, 出口也有两成增长。

公司积极推动电商战略, 电机物流改善明显, 物流业务前三季度增 33%, 第三季度 40%。1-9 月电商业务收入 65 亿元, 增长 150%, 全年有望突破 100 亿目标。

(二) 产品结构继续优化, 保持较高净利率水平

公司产品结构持续优化, 高毛利产品占比提升到 50% 以上。前三季度毛利率 25.6%, 提升 2.3 个百分点。Q3 毛利率 24.3%, 提升 0.2 个百分点。三季度毛利率环比下降主要由于出口占比提升影响。

公司运营效率持续提升, Q3 费用率同比下降, 三季度收入规模环比有所下降, 影响三季度单季 7.3% 净利率环比上半年有所下降, 同比提升 0.8 个百分点。1-9 月净利率 8.2%, 同比提升 1.8 个百分点。

(三) 资产质量高, 增长可持续

公司现金流充沛, 费用计提充分, 资产负债表健康, 业绩增长质量高。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, 公司上下齐心, 团结向前, 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 2.53 和 3.12 元, 目前股价对应 14 年 PE8 倍。公司已实施股权激励, 高度重视市值管理; 增长势头良好, 现金流非常好, 能够保持 30% 以上分红率, 对应股息收益率在 5% 以上。相对其未来增长的确定性和持续性, 以及公司较高综合竞争力, 不足 8 倍估值仍然偏低, 继续维持“推荐”评级。

4. 风险提示: 行业需求增长低预期

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@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

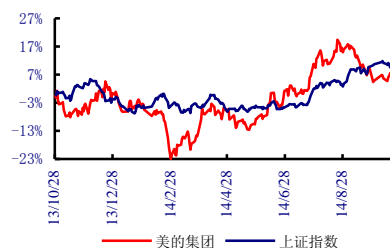
✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

市场数据 时间 2014.10.24

A 股收盘价(元)	20.01
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	2302.28
市净率	2.57
总股本(万股)	421580.85
实际流通 A 股(万股)	223852.14
限售的流通 A 股(万股)	197728.71
流通 A 股市值(亿元)	447.93

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

表 1: 三季度利润表各项对比 (单位: 亿元, %)

科目(单位: 亿)	2014Q3	2013Q3	同比
一、营业总收入	319	278	14.6%
其中: 营业收入	318	278	14.2%
其他业务收入(金融类)	1	0	
二、营业总成本	294	259	
其中: 营业成本	241	211	14.4%
毛利率(简单测算)	24.3%	24.1%	0.2%
营业税金及附加	2	1	
销售费用	31	29	7.1%
销售费用率	9.8%	10.5%	-0.7%
管理费用	17	16	7.9%
管理费用率	5.4%	5.8%	-0.3%
财务费用	3	0	
资产减值损失	-1	0	
其他业务支出(金融类)	1	0	
加: 公允价值变动收益	2	1	
投资收益及其它	4	2	
三、营业利润	31	22	38.5%
加: 营业外收入	2	3	
减: 营业外支出	1	1	
四、利润总额	31	24	27.6%
减: 所得税费用	5	4	15.6%
综合所得税率	16.2%	17.8%	-1.7%
五、净利润	26	20	30.3%
归属于母公司净利润	23	18	28.6%
净利润率	7.3%	6.5%	0.8%
少数股东损益	3	2	
少数股东损益占比	10.6%	9.5%	
六、总股本	42	42	
七、按期末股数简单每股收益:	0.56	0.43	
毛利率减销售费用率	14.4%	13.6%	-0.9%

资料来源: 公司公告, 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

表 2: 1-9 月利润表各项对比 (单位: 亿元, %)

科目(单位: 亿)	2014Q1-3	2013Q1-3	同比
一、营业总收入	1,096	938	16.9%
其中: 营业收入	1,091	937	16.4%
其他业务收入 (金融类)	5	0	
二、营业总成本	984	871	
其中: 营业成本	815	719	13.3%
毛利率(简单测算)	25.6%	23.3%	2.3%
营业税金及附加	6	5	
销售费用	108	91	18.7%
销售费用率	9.8%	9.7%	0.2%
管理费用	51	48	6.7%
管理费用率	4.6%	5.1%	-0.4%
财务费用	-0	6	
资产减值损失	3	2	
其他业务支出 (金融类)	2	0	
加: 公允价值变动收益	-6	4	
投资收益及其它	8	6	
三、营业利润	114	77	47.4%
加: 营业外收入	7	6	
减: 营业外支出	2	2	
四、利润总额	119	82	45.3%
减: 所得税费用	20	14	43.7%
综合所得税率	17.1%	17.3%	-0.2%
五、净利润	98	68	45.7%
归属于母公司净利润	90	60	49.2%
净利润率	8.2%	6.4%	1.8%
少数股东损益	9	8	
少数股东损益占比	9.0%	11.2%	
六、总股本	42	42	
七、按期末股数简单每股收益:	2.12	1.42	
毛利率减销售费用率	15.8%	13.6%	-2.2%

资料来源: 公司公告, 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

表 3: 收入分季度 (单位: 亿元, %)

	亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	385	392	319		
	占全年比例	27.2%	27.7%	22.5%		
	同比增长率	21.9%	13.9%	14.8%		
2013 年	营业收入	316	344	278	278	1,216
	占全年比例	26.0%	28.3%	22.8%	22.8%	100.0%
	同比增长率	20.1%	8.8%	15.9%	33.4%	18.3%
2012 年	营业收入	263	316	240	208	1,027
	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%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 利润分季度 (单位: 亿元, %)

	亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	25	41	23.42		
	对应 EPS	0.60	0.97	0.56		
	占全年比例	23.7%	38.0%	21.8%		
	同比增长率	53.4%	61.4%	33.1%		
2013 年	普通股利润	16.6	25.2	18	14	73
	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%
2012 年	普通股利润	14	20	16	12	61
	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%

资料来源: 公司公告, 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

表 5: 净利率分季度 (单位: %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	净利率	6.6%	10.4%	7.3%		
	同比	1.4%	3.1%	1.0%		
2013 年	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%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 6: 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、营业总收入	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	1,294	1,505
其中: 营业成本	794	928	1,066	1,239
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	74	84
管理费用率	5.8%	5.6%	5.1%	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	147	183
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	151	188
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	125	154
归属于母公司净利润*	53	73	107	131
净利润率	5.2%	6.0%	7.4%	7.9%
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	2.53	3.12
净利润增长率	-5.7%	37.6%	46.2%	23.2%

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：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
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
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn