

2014 年 11 月 19 日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

27.00

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2014/11/18)	21.40
深证成指(2014/11/18)	8225.07
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)	2238.52
A 市值(亿元)	902.18
主要股东	美的控股有 限公司(35.49%)
每股净值(元)	9.03
股价/账面净值	2.37
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.2 -2.1 19.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

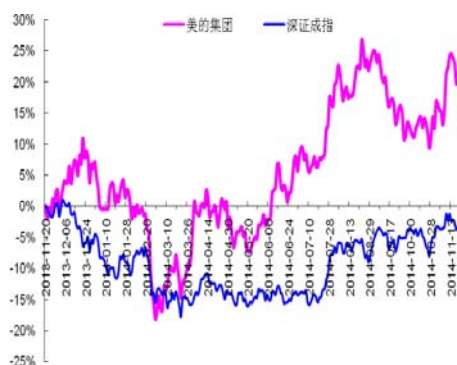
产品组合

空调及零部件	58.5%
小家电	25.0%
洗衣机及零部件	7.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	27.7%
一般法人	4.5%

股价相对大盘走势



美的集团(000333.SZ)

Buy 买入

主营业务稳增长，长期成长能力显现

结论与建议：

随着新型城镇化的逐步推进，房地产政策放宽、二手房回暖，家电行业仍具有不容忽视的增长潜力。美的集团整体上市后业务从大家电延伸至生活家电领域，产品结构日趋完善，积极进行智慧家电转型，推动电商业务发展，长期成长能力和盈利能力显现。

我们预计公司14、15年实现净利润106.74亿元（YOY+46.22%）、138.60亿元（YOY+29.85%），EPS为2.53、3.29元，当前股价对应14、15年动态PE分别为8.5X、6.5X，估值较低，未来公司有望享受品牌竞争力提升的估值溢价，维持“买入”建议。

■ **空调市占率逐步提升：**尽管目前家电行业整体增速放缓，但空调子行业还是表现相对较好。公司空调市占率仅次于格力，居行业第二，为25%左右。前三季度公司空调累计总销量增速为8.58%，内销YOY+21.32%，外销YOY-6.16%，表现均好于行业。毛利率也在逐年提升，上半年毛利率为26.8%，同比提升3.4个ppt。未来行业增长动力主要来自更新需求以及农村市场需求，我们预计公司空调14、15年销量增速为9%、10%，分别实现营收727亿元、858亿元，同比增长17%、18%，空调业务占了公司总营收的60%左右。

■ **小家电总体规模行业领先：**美的集团整体上市，加入小家电业务后，多条业务线综合发展。公司小家电业务龙头地位显著，多个产品国内零售额市场占有率行业第一。14年上半年小家电业务营收同比增17.9%，毛利率表现稳定，在25%左右，但相比其他小家电公司仍有较大的提升空间。预计公司小家电业务2014、2015年分别实现营收320亿、352亿，同比增长15%、10%。

■ **冰洗收入有望实现稳增长：**国内冰箱、洗衣机行业未来一段时间或将进入稳定的低速增长期，主要看点将集中在消费升级、智能家居带来的新增需求。公司上半年冰箱销量同比增2%，营收同比增21%，洗衣机销量同比增9%，营收同比增24%。在营收稳定增长的同时，毛利率也有明显的改善，冰箱毛利率同比提升8.5个ppt，洗衣机毛利率同比提升2.4个ppt。预计2014年公司冰箱、洗衣机可分别实现营收100亿、101亿，增速分别为23%、25%，2015年营收增速分别为20%、23%。

■ **电商管道不断扩张：**公司通过成立电商子公司，启动网上官方商城，加快物流建设和旗舰店建设，不断推进线上和线下业务的融合。此外公司还进一步夯实与京东、天猫等平台的战略合作。今年上半年，公司电商就已累计实现销售额39.3亿元，相当于去年全年销售额，今年全年的经营目标为100亿元，约占国内销售额的10%，同比增长超过200%。线上的毛利高于线下，预计电商业务的发展将拉动公司盈利水准的提升。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司14、15年实现净利润106.74亿元（YOY+46.22%）、138.60亿元（YOY+29.85%），EPS为2.53、3.29元，当前股价对应14、15年动态PE分别为8.5X、6.5X，估值较低，未来公司有望享受品牌竞争力提升的估值溢价，维持“买入”建议。

.....续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3449	3259	7300	10674	13860
同比增减	%	-6.93	-5.50	123.98	46.22	29.85
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.82	0.77	1.73	2.53	3.29
同比增减	%	-6.93	-5.50	123.98	46.22	29.85
市盈率(P/E)	X	26.16	27.68	12.36	8.45	6.51
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00
股息率 (Yield)	%	-	-	9.35	9.35	9.35

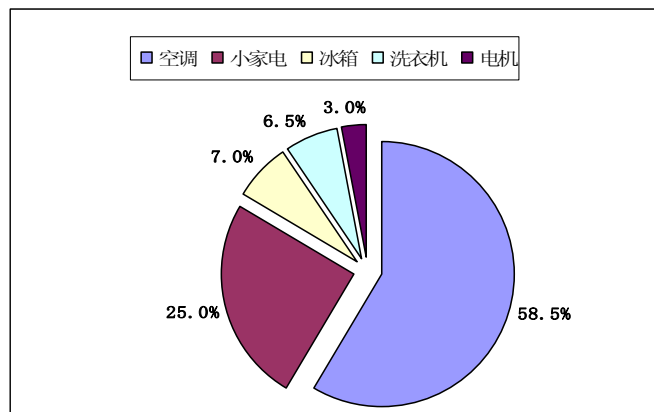
营运分析

近期经营情况

目前家电行业虽已告别连续多年的高增长态势，但新型城镇化的逐步推进，居民收入水准的提升，出口环境复苏、新兴市场国家的拓展及我国相对发达国家仍较低的家电保有量水准等支持家电行业增长的因素并未改变，作为拥有 14 亿人口，拥有完整的产业集群与产品配套的家电制造与出口大国，家电行业仍具有不容忽视的长期增长潜力。

作为国内家电龙头企业之一，美的集团于 2013 年 9 月整体上市，纳入小家电业务，实现多条业务线综合发展。公司主营业务涵盖空调、小家电、冰箱、洗衣机、电机、物流。其中，空调业务占了公司总营收的 58.5%，小家电为 25%，冰箱为 7%，洗衣机为 6.5%，电机为 3.0%。

2014 年上半年，公司实现营业收入 773 亿元，同比增长 17.28%，其中空调销售收入为 417 亿 (YOY+18.24%)，小家电销售收入为 178 亿 (YOY+17.84%)，冰箱销售收入为 50 亿 (YOY+21.24%)，洗衣机销售收入为 46 亿 (YOY+24.00%)。



空调业务：市占率逐步提升

今年以来，由于房地产行业不景气、外销市场需求疲软等因素的影响，家电行业增速明显放缓。但相对其他大家电，空调依旧是白电行业中成长最为确定的子行业，需求主要源自两个方面，一是每年更新需求，随着产品结构升级换代将会带来稳定的更新需求增长，根据图 1，我们预计 14 年、15 年将会有五六千万台的换机需求，占了总需求的 40%-50%。二是新增需求，随着城镇化率提升及居民（尤其是农村地区）收入提升带来的购置需求，目前农村空调保有率不到 30%，相比城市 120-130%仍有较大空间。前三季度，空调累计销量增速为 4.86%，其中内销同比增长 15.26%，外销同比下降 7.18%。

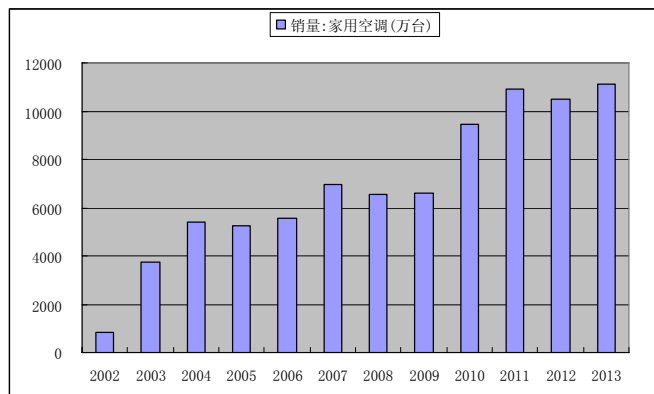
而美的空调的表现更是好于行业。1-9 月，美的空调累计总销量为 2391 万台，同比增长 8.58%，其中，累计内销量为 1360 万台，同比增长 21.32%，累计外销量为 996 万台，同比下降 6.16%。毛利率方面，公司空调业务毛利率逐年回升，今年上半年毛利率为 26.8%，比去年同期提升了 3.4 个百分点。但与格力、海尔的毛利率（35%、30%）相比，仍有较大的提升空间。

随着销量的不断增加，美的空调的市场占有率也在逐步提升。前三季度，美的空调累计总销量占比为 25.23%，比去年同期提升 0.84 个百分点，其中内销市场占比为 24.30%，同比提升了 1.23 个百分点，为行业第二。外销市场占比为 25.66%，同比提

升了 0.21 个百分点，为行业第一。

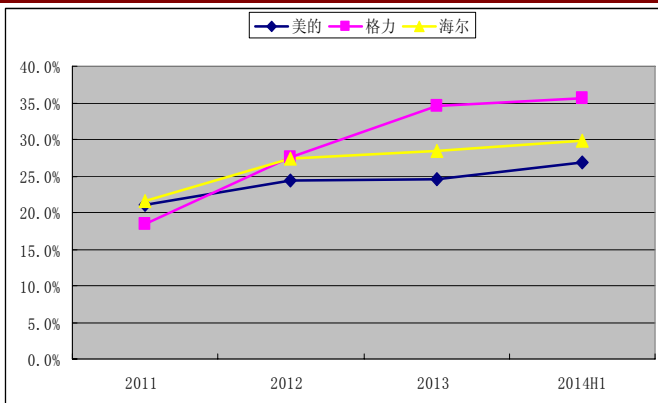
预计公司空调 14、15 年销量增速为 9%、10%，实现营收分别为 727 亿元、858 亿元，同比增长 17%、18%。

图 1、家用空调历年销量（换机需求）



资料来源: Wind, 群益证券

图 2、空调业务毛利率



资料来源: Wind, 群益证券

小家电业务：总体规模行业领先

美的集团整体上市后，与美的电器的最大区别在于小家电业务的加入，多条业务线综合发展。公司小家电业务涵盖生活电器、厨房电器、环境电器等，其中电饭煲、电磁炉、电压力锅、饮水机、风扇国内零售额市场占有率行业第一，且均在四成左右，龙头地位显著。

表 1：美的小家电产品国内市占及排名

	市占率	市场排名
电饭煲	42.9%	1
电磁炉	47.4%	1
电压力锅	41.3%	1
电水壶	28.6%	1
微波炉	40.8%	2
水设备	36.7%	1
电风扇	34.2%	1

资料来源: 2013 年年报、群益整理

表 2：小家电上市公司营收及毛利率对比

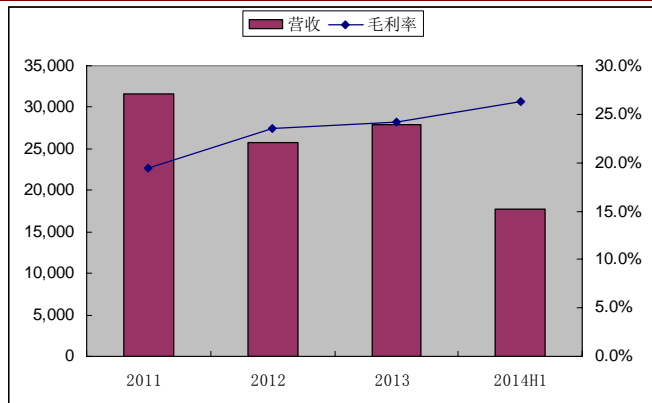
	14H1 营收/亿	YOY	毛利率
美的小家电	177.92	35.60%	26.28%
九阳股份	26.27	5.88%	33.20%
华帝股份	19.34	11.21%	35.20%
老板电器	15.81	38.93%	55.62%
苏泊尔	45.83	12.16%	29.93%

资料来源: 财务报告、群益整理

2014 年上半年，小家电业务实现营收 177.92 亿元，同比增长 17.9%，占了公

司总营收的 25%左右。从毛利率来看，小家电板块表现较为稳定，在 25%左右，相比国内多家主要生产小家电的上市公司 30%以上的毛利率，公司小家电业务毛利率未来进一步提升的空间较大。预计公司小家电业务 2014、2015 年分别实现营收 320 亿、352 亿，同比增长 15%、10%。

图 3、小家电营收及毛利率



资料来源：Wind，群益证券

冰洗业务：收入有望实现稳增长

从图 4 和图 5 可以看出，目前我国城镇居民家庭冰箱和洗衣机的保有量已接近饱和，未来行业增速主要来自于城镇化的贡献、保有量的更新以及消费升级带来的新增需求。

从市场格局来看，冰箱与洗衣机领域龙头仍然是海尔；收购小天鹅与荣事达之后，美的洗衣机发展迅速，隐有与海尔分庭抗礼之势，在出口量方面甚至超过了海尔。2014 年上半年，海尔、美的洗衣机的市占率分别为 26%、17%，外销方面，美的以 11% 的市占率赶超海尔，成为行业第一。

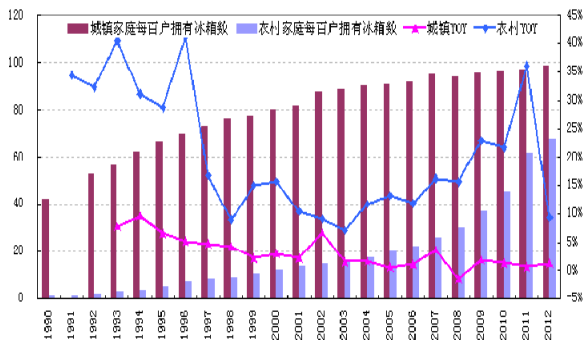
冰箱市场中，海尔处于绝对的领先地位，美的、海信科龙、美菱处于第二梯队。从 2014 年上半年的销量来看，海尔冰箱市场占比约为 21%，美的、海信科龙、美菱分别为 9%、12%、6%。

总体来看，国内冰箱、洗衣机行业未来一段时间或将进入稳定的低速增长期，主要看点将集中在消费升级、智能家居带来的新增需求。预计 2014 年、2015 年冰箱行业销量增速在 1%、3% 左右，洗衣机行业销量增速在 1.5%、3% 左右。

具体到美的集团来看，公司上半年冰箱销量同比增 2%，实现销售收入 50.09 亿元，同比增长 21%；洗衣机销量同比增 9%，实现销售收入 45.98 亿元，同比增长 24%。冰箱及洗衣机销售收入增速远高于销量增速，主要是由于公司不断推动产品的技术升级，高端、智慧产品占比增加，均价提升。毛利率方面，均有明显的改善，冰箱毛利率为 27%，同比提升了 8.5 个百分点，而洗衣机毛利率为 29%，同比提升了 2.4 个百分点。

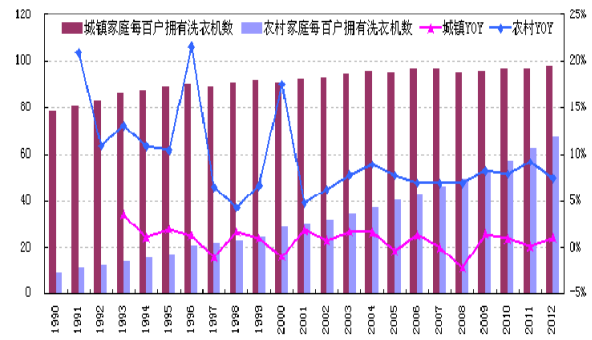
根据最新的数据，1-8 月份，美的冰箱、洗衣机销量增速分别达到 5.5%、11.6%。综合来看，预计 2014 年公司冰箱、洗衣机可分别实现营收 100 亿、101 亿，增速分别为 23%、25%，2015 年营收增速为 20%、23%。

图 4：国内冰箱市场保有量



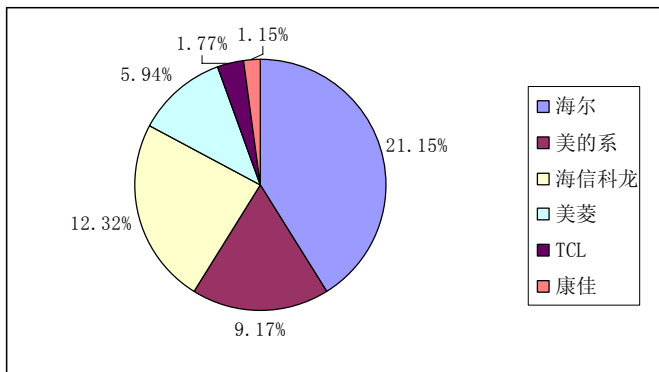
资料来源：国家统计局、群益整理

图 5：国内洗衣机市场保有量



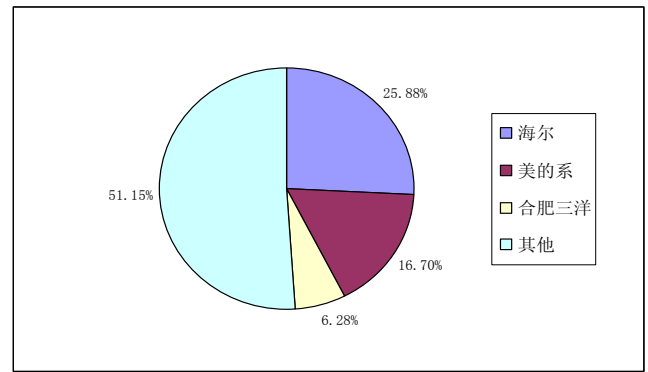
资料来源：国家统计局、群益整理

图 6：冰箱市占格局（2014H1 销量计）



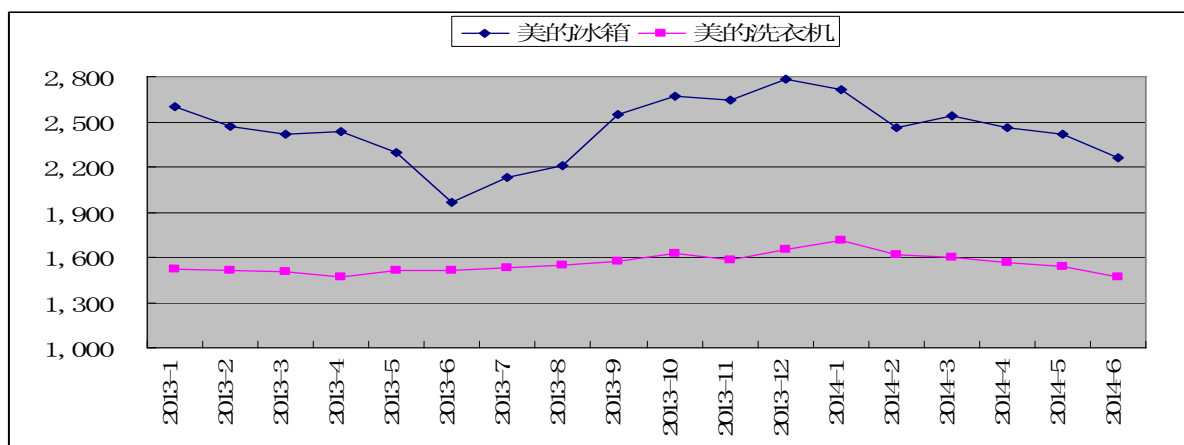
资料来源：Wind，群益整理

图 7：洗衣机市占格局（2014H1 销量计）



资料来源：Wind，群益整理

图 8：美的冰箱及洗衣机市场均价



资料来源：中怡康，群益整理

管道：推动线上线下业务互融

2014年上半年，美的成立全资电商子公司爱美的，并启动“爱美的”商城运营。按照美的的计划，它将成为连接线上和线下的通道，将收集到的线上销售需求分配至线下网点，由旗舰店、专卖店去提供送货、安装及售后服务。为此，公司加大旗舰店的建设，至今年6月底，已建成旗舰店1400家，而截至去年年底，这一数字

才仅为 700 家。公司预计到今年年底，美的旗舰店数量将达到 1800 家。目前公司正在部署将全集团冰空洗以及小家电的全线产品的仓储物流统一纳入全资子公司——安得物流，加快干线和支线物流建设与区域仓布局，加速电商的线上与线下互融。

除了自身电商管道的建设，公司还进一步夯实与京东、天猫等平台的战略合作。2014 年上半年美的在京东平台上的销售额为 16.3 亿元，较去年同期增长 220%；淘宝（含天猫）平台销售额为 19.6 亿元，同比增长 132%。美的品牌已成为全淘小家电行业成交额第一品牌，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。

2013 年公司电商管道的零售额约为 40 亿元，同比增长超过 160%，占全年营收份额的 3%。而今年上半年，公司电商就已累计实现销售额 39.3 亿元，今年全年的经营目标为 100 亿元，约占全年国内销售额的 10%，同比增长超过 200%。今年“双 11”，美的集团全网销售额就已达到 7.1 亿元，较去年同比增长 120%。

我们认为，未来随着公司线上与线下业务融合的逐步推进，电商业务将在公司业务结构中占据更为重要的位置。而线上的毛利比线下的高，电商业务的发展将拉动公司盈利水准的提升。

盈利预测与投资建议

公司整体上市后业务从大家电延伸至生活家电领域，积极进行智慧家电转型，产品结构日趋完善，并推动电商业务发展，长期成长能力和盈利能力不断提升。

我们预计公司 14、15 年实现净利润 106.74 亿元（YOY+46.22%）、138.60 亿元（YOY+29.85%），EPS 为 2.53、3.29 元，当前股价对应 14、15 年动态 PE 分别为 8.5X、6.5X，估值较低，未来公司有望享受品牌竞争力提升的估值溢价，维持“买入”建议。

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	2013	2014E	2015E
营业收入	134127	102713	121265	142907	165101
经营成本	108419	79449	92818	106557	122287
营业税金及附加	761	578	610	769	923
销售费用	10921	9390	12432	14760	16970
管理费用	5907	5926	6733	7470	8418
财务费用	1449	807	564	188	116
资产减值损失	42	49	123	57	128
投资收益	792	535	998	1139	1139
营业利润	7464	7005	9324	13402	17187
营业外收入	946	927	1005	1066	870
营业外支出	191	222	317	344	331
利润总额	8219	7710	10012	14125	17726
所得税	1578	1569	1714	2373	2659
少数股东损益	3192	2882	998	1078	1207
归属于母公司所有者的净利润	3449	3259	7300	10674	13860

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	12746	13436	15574	25644	38045
应收账款	9903	9865	7928	7532	7155
存货	16343	13350	15198	15958	17553
流动资产合计	60047	55562	65327	81658	96357
长期股权投资	1768	1710	1756	1808	1863
固定资产	17490	20253	19572	22508	23633
在建工程	2979	1601	613	429	257
非流动资产合计	30299	32174	31619	41105	53437
资产总计	90345	87737	96946	122763	149794
流动负债合计	52269	50810	56647	63445	71058
非流动负债合计	7930	3761	1218	853	512
负债合计	60200	54571	57865	64298	71570
少数股东权益	17651	18852	6233	6545	6937
股东权益合计	12494	14314	32847	51921	71286
负债及股东权益合计	90345	87737	96946	122763	149794

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	4106	8090	10054	10310	12641
投资活动产生的现金流量净额	-8930	-3997	-467	-127	-127
筹资活动产生的现金流量净额	10259	-4900	-5364	-113	-113
现金及现金等价物净增加额	5435	-810	4220	10070	12401

1

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益证券(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,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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 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, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。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。