

着眼未来，持续创新，全面布局

核心观点：

1. 报告背景：

2014年公司收入1423亿，同比增长17.4%；归母净利润为105亿，按上市公司口径计算增长44%；EPS 2.49元。其中四季度收入327亿元，同比增长17.7%，净利润15亿元，增长10.5%。

2014年经营活动产生现金净额248亿，增长146%。

年末，公司货币资金和其他流动资产合计328亿，增长一倍；其他流动负债（主要为收入增长导致预提销售返利、安装维修等）228亿，较期初增加81%，反应了公司较为谨慎的会计处理。

分配预案：每10股派现10元，分红比例40%。

公司推出第二期股权激励计划和核心团队合伙人计划（设立特定资产管理计划，购买和持有公司股票，首期持股计划业绩条件为2015年归母净利润增长率不低于15%，首期计提专项基金为1.15亿元）。

2. 我们的分析和判断

(一) 各项业务大幅超越行业，内销增幅更快

2014年尽管行业形势表现一般，公司各项业务增长大幅超越行业。空调727亿增16.9%，冰箱97.2亿增19.6%，洗衣机99.7亿增23.9%。小家电327亿，增17.5%，电机72.2亿增长4.9%。

国内市场份份额恢复明显，2014年公司内销813亿增长20.7%，出口498亿增长10.4%。

(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。综合毛利率为25.4%，提升2个百分点。其中冰箱毛利率提升幅度最大，提升5个百分点达24%，空调提升2.5个百分点达27%。

公司费用率控制良好，经营效率提升。期间费用率为15.9%，下降0.4个百分点，其中销售费用率10.4%，管理费用率5.3%。综合形成公司净利率7.4%，提升3个百分点。

(三) 建立多层次长效激励，完善公司治理，提升公司价值

公司推出第二期股权激励计划，以及核心管理团队合伙人计划，建立不同层级的长效激励机制。公司业内首推核心团队的合伙人计划，推动集团“职业经理人”向“合伙人”转变，绑定公司长期价值，形成与股东利益的一致性。

3. 投资建议

预计公司2015/2016年EPS为3.10和3.82元，目前股价对应14年PE10倍。家电领域，公司深化变革，搭建智能家居生态系统，做全球战略布局。同时，公司创新发展，集团设立专项创新基金，通过产业投资基金，寻找并培养未来新发展点。我们看好公司未来增长的确定性和持续性，看好公司广阔发展前景，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

郝雪梅

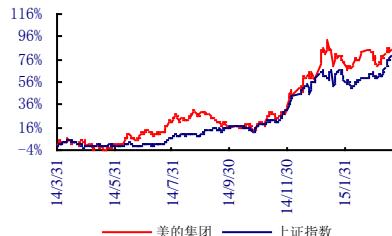
电话: 0755-82838453

邮箱: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

市场数据	时间	2015.3.31
A股收盘价(元)		31.54
A股一年内最高价(元)		48.26
A股一年内最低价(元)		16.31
上证指数		3786.57
市净率		4.05
总股本(万股)		421580.85
实际流通A股(万股)		224273.59
限售的流通A股(万股)		197307.25
流通A股市值(亿元)		707.36

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：利润表各项对比（单位：亿元，%）

科目(单位：亿)	2014	2013	同比
一、营业总收入	1,423	1,213	17.4%
其中：营业收入	1,417	1,210	17.1%
其他业务收入（金融类）	6	3	
二、营业总成本	1,297	1,135	
其中：营业成本	1,057	928	13.8%
毛利率(简单测算)	25.7%	23.5%	2.3%
营业税金及附加	8	6	
销售费用	147	124	18.5%
销售费用率	10.4%	10.3%	0.1%
管理费用	75	67	11.4%
管理费用率	5.3%	5.6%	-0.3%
财务费用	3	6	
资产减值损失	4	1	
其他业务支出（金融类）	4	2	
加：公允价值变动收益	-7	5	
投资收益及其它	15	10	
三、营业利润	135	93	44.3%
加：营业外收入	11	10	
减：营业外支出	5	3	
四、利润总额	140	100	39.7%
减：所得税费用	23	17	36.8%
综合所得税率	16.8%	17.1%	-0.4%
五、净利润	116	83	40.3%
归属于母公司净利润	105	73	43.9%
净利润率	7.4%	6.0%	1.4%
少数股东损益	11	10	
少数股东损益占比	9.8%	12.0%	
六、总股本	42	42	
七、按期末股数简单每股收益：	2.49	1.73	
毛利率减销售费用率	15.4%	13.2%	-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2: 收入分产品 (单位: 亿元, %)

	2014	收入构成占比	同比	2013	收入构成占比
空调	727	53.5%	16.9%	622	53.7%
冰箱	97	7.2%	19.6%	81	7.0%
洗衣机	100	7.3%	23.9%	81	7.0%
小家电	327	24.1%	17.5%	278	24.1%
电机	72	5.3%	4.9%	69	6.0%
物流	36	2.6%	35.5%	26	2.3%
合计	1,359	100.0%	17.4%	1,157	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表3: 毛利率分产品 (单位: %)

	毛利率 (2014)	毛利率 (2013)	毛利率同 比
空调	27.0%	24.5%	2.5%
冰箱	24.1%	19.1%	5.0%
洗衣机	28.5%	26.6%	1.9%
小家电	24.7%	24.2%	0.5%
电机	13.9%	14.2%	-0.4%
物流	9.6%	11.6%	-2.0%
合计	25.8%	23.7%	2.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表4: 收入分地区 (单位: 亿元, %)

分地区	营业收入 (2014)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2013)	收入占比 构成
国内	813	62.0%	20.7%	673.14	51.4%
国外	498	38.0%	10.4%	450.83	34.4%
合计	1,311	100.0%	16.6%	1,124	85.8%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表4: 毛利率分地区 (单位: %)

分地区	毛利率 (2014)	毛利率 (2013)	毛利率同 比
国内	27.9%	27.2%	0.7%
国外	22.3%	18.4%	3.9%
合计	25.8%	23.7%	2.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 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	327.00	1,423
	占全年比例	27.1%	27.5%	22.4%	23.0%	100.0%
	同比增长率	21.9%	13.9%	14.8%	17.7%	17.4%
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 6: 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	15.15	105
	对应 EPS	0.6022	0.97	0.56	0.36	2.48
	占全年比例	24.3%	38.9%	22.4%	14.5%	100.0%
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%
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 7: 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%	4.6%	7.4%
	同比	1.4%	3.1%	1.0%	-0.3%	1.3%
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 8: 盈利预测表 (单位: 亿元, %)

科目(单位: 亿元)	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
一、 营业总收入	1,213	1,423	1,657	1,927
其中: 主营业务收入	1,210	1,417	1,649	1,917
营业收入增长率	18.1%	17.4%	16.4%	16.2%
其他业务收入(金融类)	3	6	8	10
二、 营业总成本	1,135	1,297	1,506	1,742
其中: 营业成本	928	1,057	1,229	1,424
毛利率(简单测算)	23.3%	25.4%	25.5%	25.7%
营业税金及附加	6	8	9	11
销售费用	124	147	172	196
销售费用率	10.3%	10.4%	10.4%	10.2%
管理费用	67	75	85	97
管理费用率	5.6%	5.3%	5.1%	5.0%
财务费用	6	3	5	7
资产减值损失	1	4	2	2
其他业务支出(金融类)	2	4	5	6
加: 公允价值变动收益	5	-7	0	0
投资收益及其它	10	15	18	21
三、 营业利润	93	135	169	206
加: 营业外收入	10	11	12	15
减: 营业外支出	3	5	4	4
四、 利润总额	100	140	177	217
减: 所得税费用	17	23	30	37
综合所得税率	17.1%	16.8%	17.1%	17.0%
五、 净利润	83	116	147	180
归属于母公司净利润*	73	105	132	163
净利润率	6.0%	7.4%	8.0%	8.5%
少数股东损益	10	11	14	17
少数股东损益占比	12.0%	9.8%	9.7%	9.5%
六、 总股本	42	42	43	43
七、 按期末股数简单每股收益:	1.73	2.49	3.10	3.82
净利润增长率	37.6%	43.9%	26.1%	23.1%

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。

郝雪梅，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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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
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
海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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