



中国：家用耐久财

2015年04月10日

投资建议：

买入(初次报告)

目标价隐含涨/跌幅：24.6%

日期 2015/04/09

| | |
|---------|----------|
| 收盘价 | RMB32.88 |
| 十二个月目标价 | RMB41.00 |
| 前次目标价 | N.A. |
| 上海A股指数 | 4,148.4 |

信息更新：

- ▶ 本中心初次将美的纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币41元，系由14倍2015年预估市盈率推算得出。
- ▶ 美的于4月3日宣布与阿里巴巴进行电子商务策略联盟。

本中心观点：

- ▶ 美的将成为互联网+时代的主要获益者，因其专注于智慧家庭平台与工业4.0领域。
- ▶ 即将实施的深港通将成为近期利多。

公司简介：美的集团制造家用电器、压缩机和零组件。

股价相对上海A股指数表现



| | |
|--------------|------------------|
| 市值 | RMB139,543.3 百万元 |
| 六个月平均日成交量 | RMB953.6 百万元 |
| 总股本股数 (百万股) | 4,270.8 |
| 流通A股股数比例 | 100.0% |
| 大股东：持股比率 | 美的集团，35.5% |
| 净负债比率 | (33.4%) |
| 每股净值 (2015F) | RMB10.85 元 |
| 市净率 (2015F) | 3.03 倍 |

简明损益表(RMB 百万元)

| 年初至 12 月 | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 121,265 | 142,311 | 159,336 | 173,997 |
| 营业利润 ** | 8,466 | 13,193 | 16,300 | 19,173 |
| 税后净利润 * | 5,317 | 10,502 | 12,629 | 14,773 |
| 每股收益(元) | 4.33 | 2.49 | 2.96 | 3.46 |
| 每股收益年增长率 (%) | 32.8 | (42.4) | 18.7 | 17.0 |
| 每股股利(元) | 2.00 | 1.15 | 1.37 | 1.60 |
| 市盈率(倍) | 7.6 | 13.2 | 11.1 | 9.5 |
| 股利收益率(%) | 6.1 | 3.5 | 4.2 | 4.9 |
| 净资产收益率(%) | 14.7 | 24.8 | 25.7 | 26.1 |

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：

刘 琰均

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

赖 颖致

+886 2 3518 7934

john.lai@yuanta.com

美的集团 (000333 CH)

智慧家电发展先驱

本中心初次将美的纳入研究范围，给予买入评级，以反映其优越的盈利能力，以及在产业需求相对持平之际推动产品升级的趋势。我们认为美的的估值应可获得提升，原因为：1) 公司将成为智慧家庭与工业4.0领域的主要受益者，可望节省成本并提高生产效率；2) 美的凭借其高市值以及在家电产业的领先地位，可望受益于即将上路的深港通。我们设定之目标价为人民币41元，隐含24.6%上涨空间

2014年财报显示产业下滑环境中市场份额仍上升：美的2014年财报表现亮眼，营收同比增长17.4%至人民币1,423.11亿元，盈利则同比增长97.5%至人民币105.02亿元。我们预期美的的表现将持续超越同业，因其产品线完整，且在白色家电与小型家电市场均处领先地位。

电子商务迅速增长：美的2014年电子商务营收达人民币100亿元，占2014年营收的7%。我们预期该业务收入将在2015年增长至人民币160亿元。预计2015年增长主力将来自于美的广泛布局京东与天猫等主要电子商务平台以及优异的物流处理能力。由于电子商务的毛利率相对较高，因此预计在线家电销售占比增加后，美的的盈利能力将可进一步提高。

抢先布局智慧家庭与工业4.0领域：在优势产品品项的支持下，美的已推出自家的M-Smart平台，也和电子商务龙头阿里巴巴和小米合作。管理层预估智能家庭产品将在2014/15/16年分别贡献总营收的10%/40%/80%。另外得益于之前推动生产线自动化，美的已提高生产力，并降低人力成本。我们预估其税后净利润率将由

2014年的7.4%分别提升至2015/16年的7.9%/8.5%。

分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

投资理由

本中心初次将美的纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 41 元，隐含 24.6% 上涨空间。

本中心初次将美的纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 41 元，隐含 24.6% 上涨空间。我们看好美的的原因为该公司白色家电产品线齐全，且与阿里巴巴、小米等业界领先厂商合作，显示其快速适应产业新趋势的决心。本中心预估 2014-17 年营收将以 10.0% 年复合增长率稳定攀升，主要动力来自于小家电与高端产品销售。同期盈利的增长步伐可能更快，预估年复合增长率为 17.5%，原因为以下三个因素有望提高生产效率：1) 生产线自动化；2) 劳动力成本降低；3) 高端产品销售强劲。

重大增长动能与趋势

- ▶ **自动化生产提高生产效率，降低成本：**美的自 2001 年推动生产自动化至今已见成效。在生产线自动化的情况下，估计 2014-17 年有望在提升生产效率之余，每年降低劳力成本 8%。此外美的的智慧工厂亦可根据个别客户需求提供客制化产品。
- ▶ **M-Smart 平台有望改善顾客体验，加强顾客黏着度：**美的于 2014 年发布自家智慧家庭平台 M-Smart，该平台为开放式，可兼容于多种品牌的不同产品。美的亦与相关产业的领先厂商合作，包括 1) 与京东进行大数据、物流、售后服务合作；2) 与小米于物联网领域合作；3) 与阿里巴巴于云端服务领域合作。美的预期智慧家电部门营收将有相当提升，预估此部份对整体营收贡献比例将由 2014 年的 10% 增长至 2016 年的 80%。
- ▶ **小家电成长强劲为一大利多：**与已开发国家相较，中国的小家电渗透率仍然偏低 (发达国家每户小家电数量达 40 件，中国则为每户不到 10 件)。小家电市场目前以年复合增长率 10.5% 维持稳定增长 (2013-2016 年预估值)。我们预期美的因处市场领先地位，且产品项目齐全，其小家电营收将可持续增长。

盈利展望

我们预期美的受益于完整的白色家电与小家电品产品组合，营收增长有望超越同业，预估 2015/16 年营收同比增长率分别可达 12.0%/9.2%。在产品升级的趋势下，高端产品能见度较高，且将成为主要增长动能。我们预期美的因优势产品组合与工厂自动化削减成本，毛利率将可逐渐改善。因此我们预估美的 2015/16 年盈利有望分别同比稳健增长 20.2%/17.0%。

投资风险

- ▶ **宏观经济风险：**由于耐久财销售与宏观经济状况密切相关，宏观经济环境若走弱或房地产市场疲软，家电销售将直接受到影响。
- ▶ **价格战风险：**前三大厂商在中国占据的空调/洗衣机/冰箱市场份额分别为 73%/63%/49%。这些区块竞争转剧烈时可能导致价格战，不利平均售价与盈利能力。
- ▶ **原料成本：**家电产业原料成本约占销货成本 60%，钢、铜的价格变化将造成盈利能力波动。

我们认为美的目前估值并不合理，由于该公司盈利可见度佳，又能迅速适应产业趋势，预期未来投资价值将获得提升。

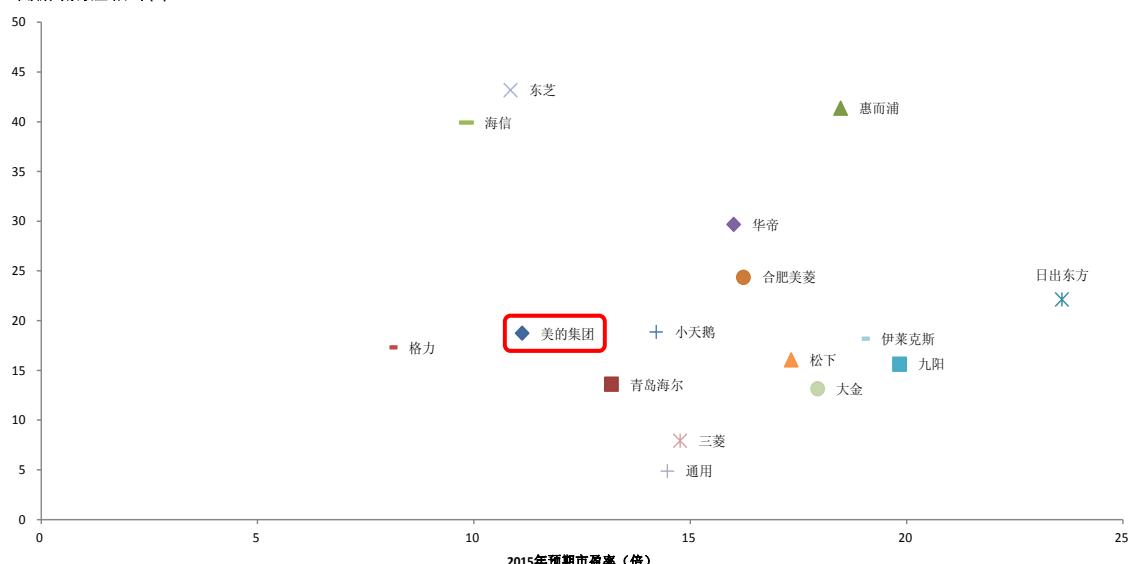
股票估值

我们预期美的的投资价值将持续获得提升，因受益于 1) 房地产政策松绑，投资人对家电板块看法转趋乐观；2) 利润率扩张，加强盈利可见度；3) 美的为当前智慧家电领域发展的主要受益者，亦为推行工业 4.0 的先驱。

除此之外，一般预期 A 股将在 2015 年纳入 MSCI 新兴市场指数，再加上未来数月内深港通上路，均为刺激美的股价进一步上扬动能。目前美的 2015/16 年预估市盈率分别为 11.1/9.5 倍，较其国内同业低 29.5%/27.8%，我们认为其目前股价遭到低估。本中心目标价人民币 41 元，系以 14 倍本中心 2015 年预估每股收益推算而得。基于美的集团在 2013 年 9 月与美的电器合并后之短期表现，给予预估市盈率较其中国家电同业低 10% (注：美的集团与美的电器于 2013 年 9 月通过股票发行与换股合并)。

图 1：家电业市盈率与每股收益成长比较

2015年预期每股收益增长率(%)



资料来源: Bloomberg、元大

主要增长动能

图 2：美的产品市场份额与排名

| 产品名称 | 2014 | | 2013 | |
|-------|-------|----|-------|----|
| | 市场份额 | 排名 | 市场份额 | 排名 |
| 空调 | 24.7% | 2 | 21.6% | 2 |
| 冰箱 | 8.2% | 4 | 7.3% | 6 |
| 洗衣机 | 18.4% | 2 | 16.8% | 2 |
| 电饭锅 | 42.2% | 1 | 42.9% | 1 |
| 电磁炉 | 47.5% | 1 | 47.4% | 1 |
| 电子高压锅 | 42.1% | 1 | 41.3% | 1 |
| 电茶壶 | 31.7% | 1 | 28.6% | 1 |
| 微波炉 | 45.1% | 2 | 40.8% | 2 |
| 滤水器 | 33.6% | 1 | 36.7% | 1 |
| 厨房炉台 | 6.7% | 4 | 6.0% | 5 |
| 抽油烟机 | 7.8% | 4 | 6.6% | 4 |
| 吸尘器 | 12.5% | 3 | 10.6% | 3 |
| 热水器 | 10.8% | 3 | 8.5% | 3 |

资料来源：公司资料

产品线齐全，较同业更具增长优势

尽管产业趋势向下，2014 年家电产业营收年增长率滑落个位数字，但美的营收仍然亮眼：2014 年营收同比增长 17.4% 达人民币 1,423.11 亿元。大型白色家电（包括冰箱、空调、洗衣机）营收同比增长 17.9%，小家电营收同比增长 17.5%，达人民币 327.1 亿元。2014 年家电销量同比增长 12.8%，显示高端产品销售与产品升级有助拉高平均售价。由于产品组合全面，因此本中心看好美的，并认为其增长将继续超越同业。

2014 年毛利率增长 2.11 个百分点至 24.9%，主要可归功于产品组合改善与原料成本降低。我们预期美的将持续产品升级趋势，且高端产品将有助利润率扩张。

我们认为美的等家电龙头企业将因严格的能源效率要求与未来潜在的产业整合趋势而受益。《能效“领跑者”制度实施方案》即将于 2015 年上路，由于该方案对入选产品要求较高，因此我们认为只有少数领先家电业者可获得政策补贴。由于美的具备研发与规模经济优势，我们预期该公司将可因这项新补助计划直接获益。

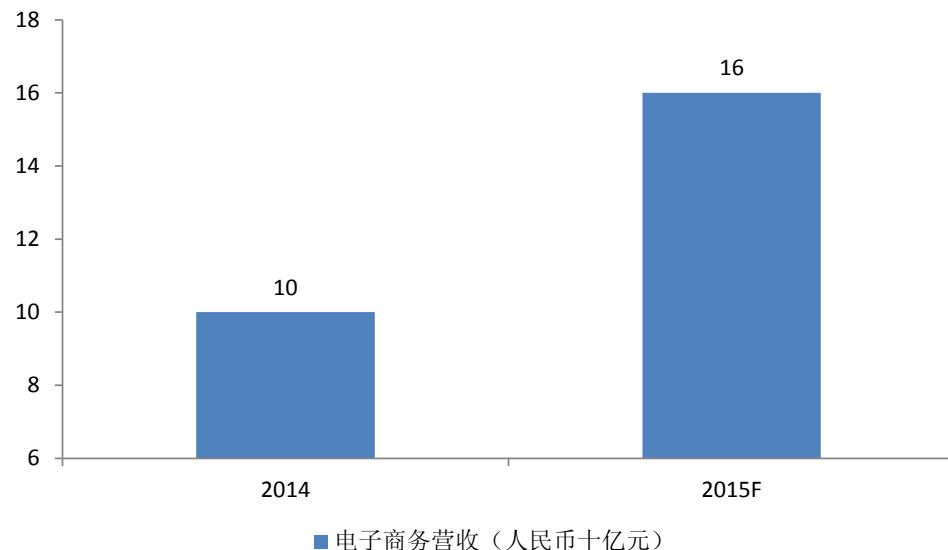
电子商务促进增长

在蓬勃发展的在线购物趋势带动下，家电业者正致力扩大电子商务营收。据 iResearch 数据显示，2014 年在线购物总额增长 48.7% 至人民币 2.8 万亿元，渗透率超过 10%。为了耕耘在线购物领域，美的已与各大在线电商平台，包括国美、苏宁、天猫、京东等结成战略结盟。美的 2014 年电子商务营收为人民币 100 亿元，约占其总营收 7%。美的预期电子商务营收将持续强劲增长，2015 年相关营收将增加至人民币 160 亿元。由于电子商务营收的毛利率较高，因此随着美的在电子商务领域市场份额扩张，其盈利能力亦有望进一步增长。

与同业相较，美的产品组合更为全面，面对快速增长的小家电市场更具优势。

美的已与其他居领先业者建立重要战略结盟，包括阿里巴巴、小米、京东。

图 3: 美的电子商务营收财测



资料来源：公司资料、元大预估

M-Smart 平台

完整的产品项目以及与其他龙头业者的合作绩效带动美的的智能家电营收快速增长。

美的为率先投入智慧家庭的业者之一。除提供全面的智能家庭产品外，美的亦推出自家的开放式智慧家电平台 **M-Smart**，可允许不同厂商的装置彼此链接。另一亮点则是美的已与主要厂商缔结稳定的联盟，包括阿里巴巴 (阿里云平台云端运算)、小米 (移动互联网)、京东、华为、乐视等。美的预估 2014/15/16 年其智慧家庭营收将分别占整体营收的 10%/40%/80%。

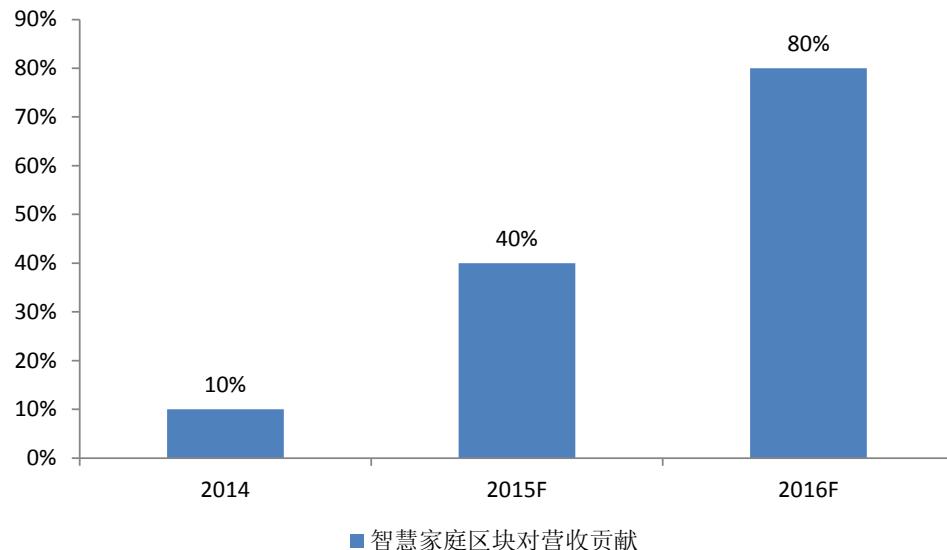
图 4: 美的 M-Smart 开放式平台

M-Smart System



资料来源：公司资料

图 5：美的智慧家电区块对整体营收贡献预估



资料来源：公司资料、元大预估

我们认为要维持长期增长，
自动化是必经之路。

工业 4.0 的先驱：由大量生产转向大量客制化

美的自 2001 年起持续投入自动化生产。制程进一步采用工业机器人后，将可提高生产效率，同时降低成本，减少所需人力。美的预期在投入工业 4.0 自动化后，2014-17 年间每年将可减少 8% 所需劳动力。另生产线依据终端客户意见调整，未来的生产趋势将由单纯的大规模生产逐渐转向大量客制化。

公司背景

美的为中国领先家电制造商，专注于小型家电。公司成立于 1968 年，原本生产塑料瓶盖，后于 1980 年跨足家电制造。我们认为美的为智能家庭相关产品的先驱，2014 年推出的 M-Smart 平台与通讯模块建立了开放式的智能家庭生态系统。美的已与相关智慧产业龙头企业建立战略联盟。

图 6：美的旗下品牌



资料来源：公司资料

近期股权结构变动

美的控股持股 35.49%，为美的最大股东，其余股东持股比例相对较小（除美的控股外，美的前十大股东所持股份共占 20.26%）。2014 年 12 月美的宣布与小米结盟，规划由小米取得美的 5,500 万股股份（占全部股权 1.29%），并已于 2015 年初向主管机关申请核准。本次结盟旨在发展智慧家庭产业链与生态系统，并抢攻移动电子商务市场。

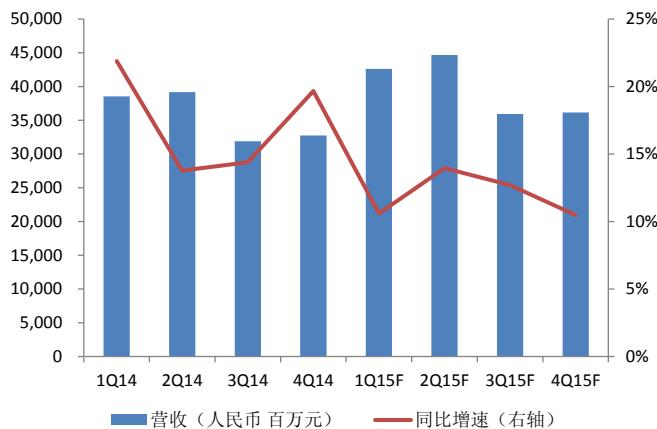
图 7：美的 2014 年 3 月前十大股东（依据 2014 年财报）

| 排名 | 股东名称 | 持股比例 (%) |
|----|------------|----------|
| 1 | 美的控股有限公司 | 35.49 |
| 2 | 融睿股权投资(珠海) | 7.22 |
| 3 | 方洪波 | 2.17 |
| 4 | 天津鼎晖嘉泰股权投资 | 1.85 |
| 5 | 黄健 | 1.78 |
| 6 | 宁波美晟股权投资 | 1.78 |
| 7 | 袁利群 | 1.44 |
| 8 | 鼎晖美泰(香港) | 1.42 |
| 9 | 鼎晖绚彩(香港) | 1.36 |
| 10 | 黄晓明 | 1.24 |

资料来源：公司资料、元大

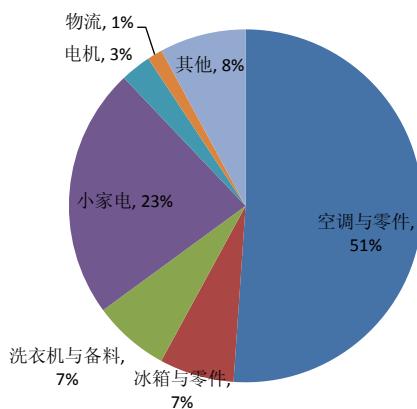
公司营运摘要

图 8: 本中心营收预估及同比增长率 (右轴)



资料来源: 公司资料、元大预估

图 10: 美的 2014 年营收分布



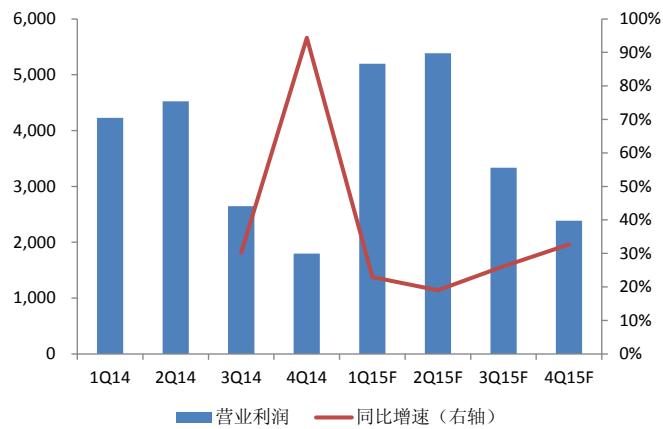
资料来源: 公司资料

图 12: 本中心利润率预估



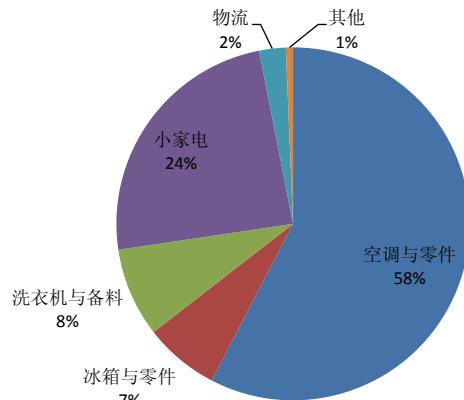
资料来源: 公司资料、元大预估

图 9: 本中心营业利润预估及同比率 (右轴)



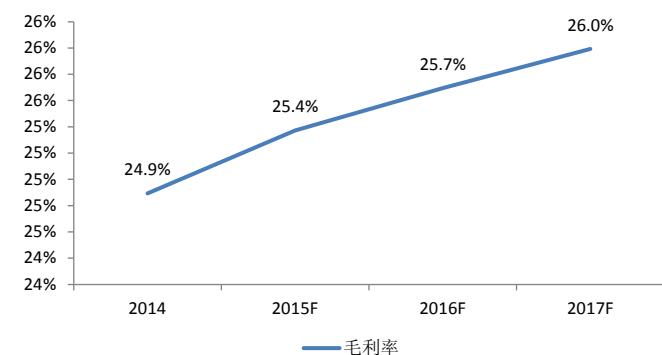
资料来源: 公司资料、元大预估

图 11: 美的 2014 年毛利润分布



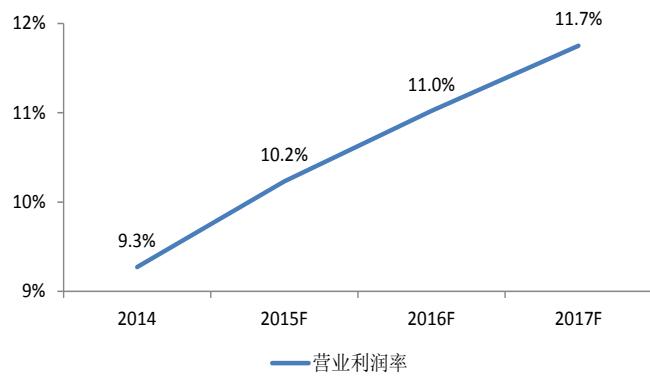
资料来源: 公司资料

图 13: 本中心毛利率预估



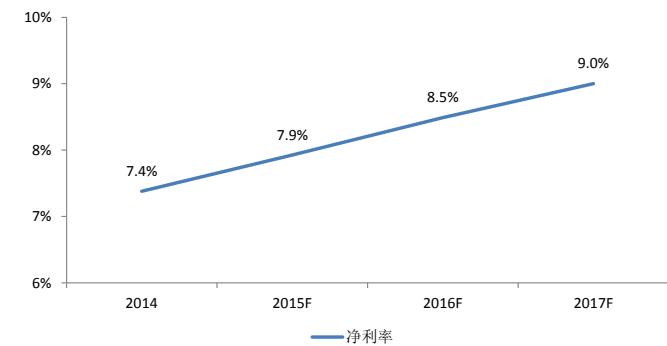
资料来源: 公司资料、元大预估

图 14：本中心营业利润率预估



资料来源：公司资料、元大预估

图 15：本中心税后净利润率预估



资料来源：公司资料、元大预估

盈利展望

图 16: 2014 年回顾

| 人民币百万元 | 2013 | 2014A | 同比增长率 |
|---------------------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 121,265 | 142,311 | 17.4% |
| 空调与零件 | 62,178 | 72,705 | 16.9% |
| 冰箱与零件 | 8,131 | 9,724 | 19.6% |
| 洗衣机与备料 | 8,053 | 9,974 | 23.8% |
| 小家电 | 27,844 | 32,710 | 17.5% |
| 电机 | 4,431 | 3,984 | -10.1% |
| 物流 | 1,759 | 1,966 | 11.8% |
| 其他项目 | 8,869 | 11,249 | 26.8% |
| 销货成本(扣除增值税前) | 93,023 | 106,076 | 14.0% |
| 营业毛利(扣除增值税前) | 28,242 | 36,235 | 28.3% |
| 空调与零件 | 15,235 | 19,594 | 28.6% |
| 冰箱与零件 | 1,549 | 2,342 | 51.1% |
| 洗衣机与备料 | 2,143 | 2,844 | 32.7% |
| 小家电 | 6,736 | 8,091 | 20.1% |
| 电机 | 710 | 647 | -8.9% |
| 物流 | 204 | 249 | 22.0% |
| 其他项目 | 1,664 | 2,468 | 48.3% |
| 增值税 | 610 | 810 | 32.7% |
| 销售费用 | 12,432 | 14,734 | 18.5% |
| 管理费用 | 6,733 | 7,498 | 11.4% |
| 营业利润(公布值) | 9,324 | 13,451 | 44.3% |
| 财务成本 | 564 | 251 | -55.5% |
| 资产减值损失 | 123 | 350 | 185.1% |
| 公平价值变动利益(损失) | 546 | (653) | -219.5% |
| 投资利益(损失) | 998 | 1,511 | 51.4% |
| 业外收入 | 1,005 | 1,057 | 5.2% |
| 业外费用 | 317 | 517 | 63.0% |
| 税前净利润 | 10,012 | 13,991 | 39.7% |
| 所得税费用 | 1,714 | 2,344 | 36.8% |
| 税后净利润 | 8,297 | 11,646 | 40.4% |
| 归属母公司之净利 | 5,317 | 10,502 | 97.5% |
| 非控股股东 | 2,980 | 1,144 | -61.6% |
| 每股收益 | 4.33 | 2.49 | -42.5% |

资料来源：公司资料、元大

2014 年回顾

营收符合预估

2014 年营收同比增长 17.4% 至人民币 1,423.11 亿元，主要可归功于大型白色家电销售稳健，且小家电营收亦有增长。2014 年家电销量同比增长 12.8%，产品升级趋势也推升了平均售价。此外美的的产品组合中白色家电与小家电更趋均衡，使其营收增长得以超越整体产业平均水平。

毛利率提升

受益于产品组合改善与原料价格下滑，2014 年毛利率同比增长 2.11 个百分点至 24.9%。我们预期毛利率将因产品升级趋势而继续提升。

2014年4季度盈利不如预期，原因为竞争激烈与价格战开打，导致空调促销费用增加。

费用提高导致盈利不如预期

2014年美的可归属普通股东的税后净利润金额为人民币105.02亿元，同比增长97.5%，低于公司财测，我们认为系因公司于产业景气疲软期间大力促销所致。尽管如此，其税后净利润率由2013年的4.4%大幅上升至2014年的7.4%。

图17：本中心2015年损益预估

| 人民币百万元 | 2014A | 2015F | 同比 |
|---------------------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 142,311 | 159,336 | 12.0% |
| 空调与零件 | 72,705 | 79,289 | 9.1% |
| 冰箱与零件 | 9,724 | 10,541 | 8.4% |
| 洗衣机与备料 | 9,974 | 11,260 | 12.9% |
| 小家电 | 32,710 | 38,686 | 18.3% |
| 电机 | 3,984 | 3,238 | -18.7% |
| 物流 | 1,966 | 1,498 | -23.8% |
| 其他项目 | 11,249 | 14,824 | 31.8% |
| 销货成本(扣除增值税前) | 106,076 | 117,317 | 10.6% |
| 营业毛利(扣除增值税前) | 36,235 | 42,019 | 16.0% |
| 空调与零件 | 19,594 | 21,909 | 11.8% |
| 冰箱与零件 | 2,342 | 2,585 | 10.4% |
| 洗衣机与备料 | 2,844 | 3,375 | 18.7% |
| 小家电 | 8,091 | 9,760 | 20.6% |
| 电机 | 647 | 481 | -25.7% |
| 物流 | 249 | 135 | -45.6% |
| 其他项目 | 2,468 | 3,775 | 52.9% |
| 增值税 | 810 | 1,593 | 96.8% |
| 销售费用 | 14,734 | 15,993 | 8.5% |
| 管理费用 | 7,498 | 8,133 | 8.5% |
| 营业利润(公布值) | 13,451 | 16,605 | 23.5% |
| 财务成本 | 251 | (130) | -151.8% |
| 资产减损损失 | 350 | 64 | -81.6% |
| 公平价值变动利益(损失) | (653) | - | -100.0% |
| 投资利益(损失) | 1,511 | 239 | -84.2% |
| 业外收入 | 1,057 | 920 | -13.0% |
| 业外费用 | 517 | 399 | -22.8% |
| 税前净利润 | 13,991 | 17,126 | 22.4% |
| 所得税费用 | 2,344 | 2,844 | 21.3% |
| 税后净利润 | 11,646 | 14,282 | 22.6% |
| 归属母公司之净利 | 10,502 | 12,629 | 20.2% |
| 税后净利润 - 非控股股东 | 1,144 | 1,654 | 44.5% |
| 每股收益 | 2.49 | 2.96 | 18.8% |

资料来源：公司资料、元大预估

2015年展望

高端产品销售有望带动营收增长

我们预期美的因产品项目完整，2015年营收增长有望持续优于同业。本中心预估2015/16年其营收可望分别同比增长12.0%/9.2%至人民币1,593.36/1,739.97亿元。就产品组合而言，我们预期美的白色家电营收将在2015/16年分别同比增长9.4%/8.9%。小家电由于渗透率较低，因此能见度较佳，我们预期该业务同期营收将分别增长18.3%/11.6%。高端产品将依旧为营收增长主力。

我们预期随着库存回归正常水平，空调市场的竞争压力将在 2015 年 2-3 季度减轻。

利润率有望改善

得益于产品升级趋势，我们预估美的的毛利率将由 2014 年的 24.9% 逐步攀升至 2015/16 年的 25.4%/25.7%。我们亦预期 2015/16 年费用率有望由 2014 年的 15.6% 逐渐分别降至 15.1%/14.7%，主要可归功于生产自动化程度提高，带动生产效率提升、成本下降。

我们预估 2015/16 年可归属普通股东的税后净利润金额将分别同比增长 20.2%/17.0% 至人民币 126.29/147.73 亿元，同期税后净利润率亦有望自 2014 年的 7.4% 上升至 7.9%/8.5%。

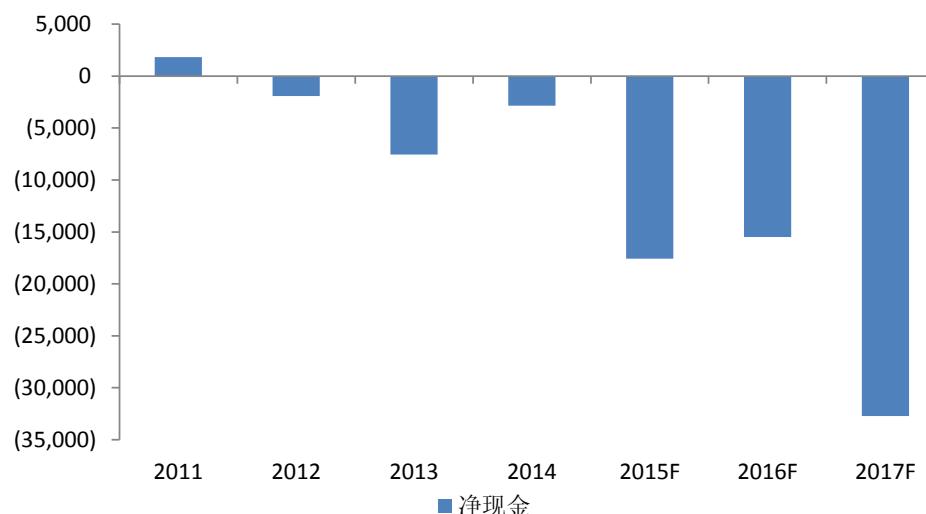
资产负债表分析

在主要贡献营收的制造业务加持下，美的得以维持稳定的净现金部位与自由现金流量，并自行支配资本支出所需。

受益于应收账款周转与存货周转天数减少，同时应付账款周转天数延长，2014 年美的将现金循环期由 27 日降低至 17 日，显示美的增强对供货商的议价能力。

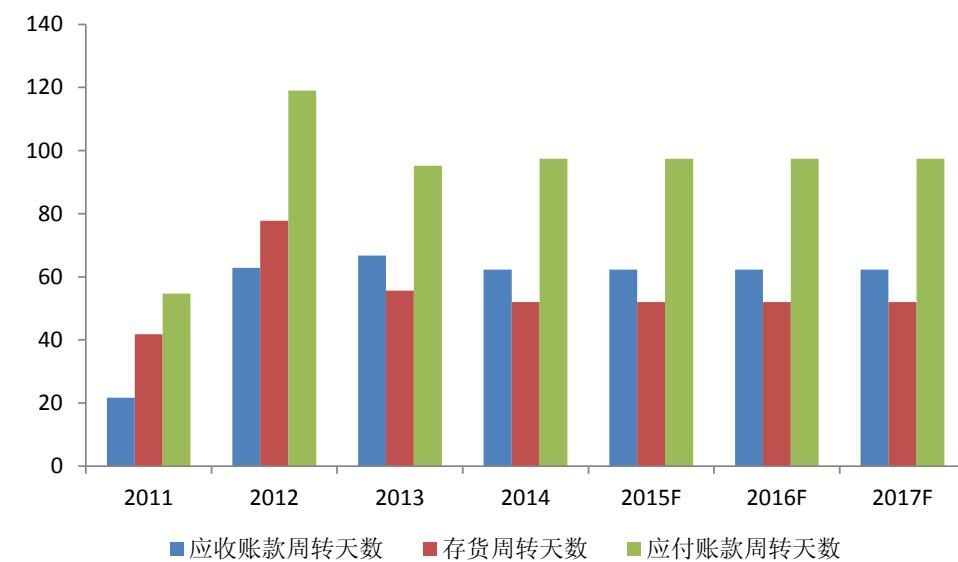
图 18：美的净现金部位预估

(人民币 百万元)



资料来源：公司资料、元大预估

图 19：预估应收账款/库存/应付账款周转天数



资料来源：公司资料、元大预估

图 20：季度与年度简明损益表 (合并)

| (人民币百万元) | 1Q2014A | 2Q2014A | 3Q2014F | 4Q2014F | FY2014A | 1Q2015F | 2Q2015F | 3Q2015F | 4Q2015F | FY2015F |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 38,533 | 39,175 | 31,881 | 32,722 | 142,311 | 42,618 | 44,639 | 35,927 | 36,152 | 159,336 |
| 销货成本 | (28,974) | (29,008) | (24,364) | (24,539) | (106,076) | (31,701) | (33,019) | (27,266) | (26,924) | (117,317) |
| 营业毛利 | 9,559 | 10,167 | 7,516 | 8,183 | 35,425 | 10,917 | 11,620 | 8,660 | 9,229 | 40,426 |
| 营业费用 | (5,332) | (5,641) | (4,872) | (6,387) | (22,232) | (5,721) | (6,235) | (5,326) | (6,845) | (24,126) |
| 营业利润 | 4,227 | 4,526 | 2,644 | 1,796 | 13,193 | 5,197 | 5,385 | 3,335 | 2,384 | 16,300 |
| 业外利益 | (772) | 767 | 483 | 319 | 797 | 206 | 206 | 206 | 206 | 826 |
| 税前净利润 | 3,455 | 5,293 | 3,127 | 2,116 | 13,991 | 5,403 | 5,591 | 3,541 | 2,590 | 17,126 |
| 少数股东权益 | (322) | (286) | (279) | (258) | (1,144) | (507) | (525) | (314) | (308) | (1,654) |
| 所得税费用 | (594) | (936) | (505) | (309) | (2,344) | (897) | (928) | (588) | (430) | (2,844) |
| 归属母公司税后净利润 | 2,539 | 4,071 | 2,343 | 1,549 | 10,502 | 3,999 | 4,138 | 2,639 | 1,852 | 12,629 |
| 稀释每股收益(人民币) | 1.51 | 0.97 | 0.56 | 0.37 | 2.49 | 0.94 | 0.97 | 0.62 | 0.43 | 2.96 |
| 加权平均股数 | 1,686 | 4,216 | 4,216 | 4,216 | 4,216 | 4,271 | 4,271 | 4,271 | 4,271 | 4,271 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 营业毛利率 | 24.8% | 26.0% | 23.6% | 25.0% | 24.9% | 25.6% | 26.0% | 24.1% | 25.5% | 25.4% |
| 营业利润率 | 11.0% | 11.6% | 8.3% | 5.5% | 9.3% | 12.2% | 12.1% | 9.3% | 6.6% | 10.2% |
| 税前净利润率 | 9.0% | 13.5% | 9.8% | 6.5% | 9.8% | 12.7% | 12.5% | 9.9% | 7.2% | 10.7% |
| 有效所得税率 | 17.2% | 17.7% | 16.1% | 14.6% | 16.8% | 16.6% | 16.6% | 16.6% | 16.6% | 16.6% |
| 同比增长率 (%) | | | | | | | | | | |
| 营业收入 | 40.9% | 1.7% | (18.6%) | 2.6% | 17.4% | 30.2% | 4.7% | (19.5%) | 0.6% | 12.0% |
| 营业利润 | 357.3% | 7.1% | (41.6%) | (32.1%) | 55.8% | 189.3% | 3.6% | (38.1%) | (28.5%) | 23.5% |
| 税后净利润 | 95.4% | 60.4% | (42.5%) | (33.9%) | 97.5% | 158.1% | 3.5% | (36.2%) | (29.8%) | 20.2% |
| 稀释每股收益 | 42.4% | (35.9%) | (42.5%) | (33.9%) | (42.4%) | 154.8% | 3.5% | (36.2%) | (29.8%) | 18.7% |
| 营业收入分布 (人民币 百万元) | | | | | | | | | | |
| 空调与零件 | 20,674 | 21,018 | 15,304 | 15,708 | 72,705 | 21,470 | 22,593 | 18,097 | 17,129 | 79,289 |
| 冰箱与零件 | 2,484 | 2,525 | 2,327 | 2,388 | 9,724 | 2,612 | 2,749 | 2,703 | 2,476 | 10,541 |
| 洗衣机与备料 | 2,280 | 2,318 | 2,653 | 2,723 | 9,974 | 2,507 | 2,638 | 2,895 | 3,220 | 11,260 |
| 小家电 | 9,888 | 10,053 | 8,267 | 8,485 | 36,693 | 11,173 | 11,722 | 9,583 | 9,446 | 41,924 |
| 物流 | 470 | 478 | 503 | 516 | 1,966 | 446 | 453 | 477 | 122 | 1,498 |
| 其他项目 | 2,737 | 2,783 | 2,827 | 2,902 | 11,249 | 4,411 | 4,484 | 2,171 | 3,758 | 14,824 |
| 合计 | 38,533 | 39,175 | 31,881 | 32,722 | 83,954 | 42,618 | 44,639 | 35,927 | 36,152 | 94,113 |
| 营业收入分布 (%) | | | | | | | | | | |
| 空调与零件 | 54% | 54% | 48% | 48% | 51% | 50% | 51% | 50% | 47% | 50% |
| 冰箱与零件 | 6% | 6% | 7% | 7% | 7% | 6% | 6% | 8% | 7% | 7% |
| 洗衣机与备料 | 6% | 6% | 8% | 8% | 7% | 6% | 6% | 8% | 9% | 7% |
| 小家电 | 26% | 26% | 26% | 26% | 26% | 26% | 26% | 27% | 26% | 26% |
| 物流 | 1% | 1% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 0% | 1% |
| 其他项目 | 7% | 7% | 9% | 9% | 8% | 10% | 10% | 6% | 10% | 9% |
| 合计 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

资料来源：公司资料、元大预估

注：标"A"为元大汇整之历史数据

图 21：美的集团 – 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 22：美的集团 – 12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

| 年初至 12 月 (RMB 百万元) | 2012A | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金与短期投资 | 14,499 | 19,003 | 9,772 | 23,262 | 22,762 |
| 存货 | 13,350 | 15,198 | 15,020 | 18,400 | 17,935 |
| 应收帐款及票据 | 22,251 | 22,079 | 26,459 | 27,886 | 31,460 |
| 其他流动资产 | 5,463 | 9,047 | 35,176 | 14,337 | 39,732 |
| 流动资产 | 55,562 | 65,327 | 86,427 | 83,885 | 111,888 |
| 长期投资 | 1,795 | 1,963 | 2,779 | 2,323 | 1,868 |
| 固定资产 | 21,853 | 20,185 | 20,184 | 21,141 | 21,975 |
| 什项资产 | 8,526 | 9,472 | 10,902 | 10,902 | 10,902 |
| 其他资产 | 32,174 | 31,619 | 33,865 | 34,367 | 34,745 |
| 资产总额 | 87,737 | 96,946 | 120,292 | 118,252 | 146,634 |
| 应付帐款及票据 | 25,017 | 23,817 | 32,786 | 29,815 | 38,247 |
| 短期借款 | 9,050 | 10,591 | 6,758 | 5,551 | 7,085 |
| 什项负债 | 16,744 | 22,240 | 33,599 | 28,921 | 39,352 |
| 流动负债 | 50,810 | 56,647 | 73,143 | 64,287 | 84,683 |
| 长期借款 | 3,538 | 864 | 172 | 141 | 181 |
| 其他负债及准备 | 223 | 354 | 1,246 | 1,246 | 1,246 |
| 长期负债 | 3,761 | 1,218 | 1,418 | 1,387 | 1,426 |
| 负债总额 | 54,571 | 57,865 | 74,561 | 65,674 | 86,110 |
| 股本 | 1,000 | 1,686 | 4,216 | 4,271 | 4,271 |
| 资本公积 | 3,037 | 15,621 | 13,025 | 13,025 | 13,025 |
| 保留盈余 | 10,557 | 15,875 | 23,004 | 29,796 | 37,742 |
| 换算调整数 | (281) | (334) | (774) | (774) | (774) |
| 额归属母公司之权益 | 14,314 | 32,847 | 39,471 | 46,318 | 54,263 |
| 少数股东 | 18,852 | 6,233 | 6,261 | 6,261 | 6,261 |
| 股东权益总额 | 33,165 | 39,081 | 45,731 | 52,579 | 60,524 |

资料来源：公司资料、元大

损益表

| 年初至 12 月 (RMB 百万元) | 2012A | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 102,651 | 121,265 | 142,311 | 159,336 | 173,997 |
| 销货成本 | (80,027) | (93,633) | (106,076) | (117,317) | (127,550) |
| 营业毛利 | 22,624 | 27,632 | 35,425 | 40,426 | 44,707 |
| 营业费用 | (15,316) | (19,166) | (22,232) | (24,126) | (25,534) |
| 营业利润 | 7,309 | 8,466 | 13,193 | 16,300 | 19,173 |
| 利息收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利息费用 | 807 | 564 | 251 | (130) | (130) |
| 利息收入净额 | 807 | 564 | 251 | (130) | (130) |
| 投资利益(损失)净额 | 535 | 998 | 1,511 | 239 | 239 |
| 其他业外收入(支出)净额 | (941) | (17) | (965) | 717 | 717 |
| 非常项目净额 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 税前净利润 | 7,710 | 10,012 | 13,991 | 17,126 | 19,999 |
| 所得税费用 | (1,569) | (1,714) | (2,344) | (2,844) | (3,288) |
| 少数股东净利 | (2,882) | (2,980) | (1,144) | (1,654) | (1,938) |
| 归属母公司之净利 | 3,259 | 5,317 | 10,502 | 12,629 | 14,773 |
| 税前息前折旧摊销前净利 | 10,102 | 11,511 | 16,514 | 20,151 | 23,148 |
| 每股收益 (RMB) | 3.26 | 4.33 | 2.49 | 2.96 | 3.46 |
| 每股收益 - 调整员工分红 (RMB) | 3.26 | 4.33 | 2.49 | 2.96 | 3.459 |

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

| 年初至 12 月 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F |
|--------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 年成长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | (6.9) | 18.1 | 17.4 | 12.0 | 9.2 |
| 营业利润 | 25.7 | 15.8 | 55.8 | 23.5 | 17.6 |
| 税前息前折旧摊销前净 | 37.3 | 14.0 | 43.5 | 22.0 | 14.9 |
| 税后净利润 | (13.0) | 63.1 | 97.5 | 20.2 | 17.0 |
| 每股收益 | (12.99) | 32.77 | (42.43) | 18.70 | 16.98 |
| 获利能力分析 (%) | | | | | |
| 营业毛利率 | 22.0 | 22.8 | 24.9 | 25.4 | 25.7 |
| 营业利润率 | 7.1 | 7.0 | 9.3 | 10.2 | 11.0 |
| 税前息前折旧摊销前净利率 | 9.8 | 9.5 | 11.6 | 12.6 | 13.3 |
| 税后净利润率 | 3.2 | 4.4 | 7.4 | 7.9 | 8.5 |
| 资产报酬率 | 7.4 | 9.0 | 10.7 | 12.0 | 12.6 |
| 净资产收益率 | 11.5 | 14.7 | 24.8 | 25.7 | 26.1 |
| 稳定/偿债能力分析 | | | | | |
| 负债权益比 (%) | 38.0 | 29.3 | 15.2 | 10.8 | 12.0 |
| 净现金(负债)权益比(%) | 43.7 | 48.6 | 21.4 | 44.2 | 37.6 |
| 利息保障倍数(倍) | (8.6) | (16.7) | (54.7) | 132.6 | 154.7 |
| 利息及短期债 | 0.8 | 0.9 | 2.1 | 3.0 | 2.8 |
| 现金流量对利息保障倍数(倍) | (14.5) | (16.6) | (13.7) | 201.9 | 83.0 |
| 现金流量对利息及短期债保障倍数(倍) | 1.4 | 0.9 | 0.5 | 4.6 | 1.5 |
| 流动比率 (倍) | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 (倍) | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 净负债 (RMB 百万元) | (1,911) | (7,548) | (2,842) | (17,569) | (15,496) |
| 每股净值 (RMB) | 14.31 | 26.73 | 9.36 | 10.85 | 12.71 |
| 评价指标 (倍) | | | | | |
| 市盈率 | 10.1 | 7.6 | 13.2 | 11.1 | 9.5 |
| 股价自由现金流量比 | 3.6 | 5.7 | 50.2 | 6.1 | 19.0 |
| 市净率 | 2.3 | 1.2 | 3.5 | 3.0 | 2.6 |
| 股价税前息前折旧摊销前净利比 | 3.3 | 3.5 | 8.4 | 7.0 | 6.1 |
| 股价营收比 | 0.3 | 0.3 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

美的集团 (000333 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

| 评级 | 追踪个股数 | % |
|---------|-------|------|
| 买入 | 196 | 47% |
| 持有-超越同业 | 109 | 26% |
| 持有-落后同业 | 49 | 12% |
| 卖出 | 9 | 2% |
| 评估中 | 46 | 11% |
| 限制评级 | 4 | 1% |
| 总计： | 413 | 100% |

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之內容取材自本公司认可之資料來源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意見及預估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之內容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼