

市场价格（人民币）：34.95 元  
 目标价格（人民币）：43.65-48.89 元

长期竞争力评级：高于行业均值

#### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,239.37
总市值(百万元)	149,086.72
年内股价最高最低(元)	40.58/19.04
沪深 300 指数	4084.37
深证成指	13302.96



#### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	3.103	2.435	2.910	3.610	4.530
每股净资产(元)	19.48	9.36	12.45	16.07	20.62
每股经营性现金流(元)	5.96	5.88	0.66	0.44	1.92
市盈率(倍)	16.11	11.27	12.01	9.68	7.71
行业优化市盈率(倍)	19.99	22.16	28.69	28.69	28.69
净利润增长率(%)	63.19%	96.20%	21.62%	24.04%	25.50%
净资产收益率(%)	15.93%	26.01%	23.49%	22.56%	22.07%
总股本(百万股)	1,686.32	4,215.81	4,290.12	4,290.12	4,290.12

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 投资逻辑

- 具有全球竞争力的家电企业，业绩成长性确定：静待下半年空调业务探底回升；公司厨电小家电业务表现抢眼，冰洗业务平稳发展。大宗商品价格持续下探，直接提升公司毛利率。公司推出毛利率较高的新品节奏加快，提升整体毛利率水平的同时，销售费用率也相应提升；但毛利率提升幅度可以抵消销售费用率上升程度。鉴于公司产品结构稳步改善及成本端下降，我们认为公司毛利率将稳步上升，净利率也将维持在较好的水平；
- 推行“双智”战略，分享智慧生活盛宴：工业 4.0 时代背景下，家电行业掀起智能化浪潮；公司逐步推行“智能家居+智能制造”的“双智”战略，开辟“第二跑道”，迎合行业智能化发展趋势。一方面，牵手小米发展智能家居业务：公司走在家电智能化的前沿，结合自有硬件渠道优势及互联网企业合作，能较好的把握家电智能化带来的机遇。另一方面，牵手安川布局智能制造业，进一步确保公司分享智慧生活盛宴；
- 借力京东、安得，电商业务迅猛发展：公司牵手京东，推进电商业务发展：此次战略合作将加强双方在智能家居、渠道拓展上的深入合作，京东在物流配送、互联网技术、大数据分析及智能云平台方面的优势可为公司互联网电商业务的发展提供有利支持。安得物流的快速发展，必将加速公司电商的线上与线下互融，提升电商“最后一公里”服务水平。

#### 投资建议

- 预计 15-17 年收入分别为 1619、1926、2319 亿元，同比增速 14.3%、19.0%、20.4%，净利润 140、171、213 亿元，同比增速 21.62%、24.04%，25.50%。摊薄后 EPS 为 2.91、3.61、4.53 元。

#### 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 43.65-48.89 元目标价位，相当于 15 年市盈率 15.0-16.8 倍。给予“买入”评级。

#### 风险

- 空调行业运行低于预期。

**孙静佳** 联系人  
 (8621)60230218  
 sunjj@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028  
 (8621)60230220  
 huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	4
具有全球竞争力的家电企业 .....	4
美的历史沿革 .....	6
行业分析 .....	9
行业历史沿革 .....	9
行业需求分析 .....	11
传统业务业绩成长性确定 .....	14
收入端：静待空调业务探底回升 .....	14
收入端：厨电小家电业务表现抢眼，冰洗业务平稳发展 .....	15
毛利率持续上升，盈利能力优 .....	15
推行“双智”战略，分享智慧生活盛宴 .....	17
牵手小米，智慧家居迅猛发展 .....	17
牵手安川，布局智能制造业 .....	18
借力京东、安得，电商业务迅猛发展 .....	19
渠道多元化，电商业务发展迅猛 .....	19
牵手京东，推进电商业务发展 .....	20
冲刺“最后一公里”，再造一个“日日顺” .....	20
盈利预测及投资建议 .....	21
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1：公司产品细分图 .....	4
图表 2：2014 年公司营业收入分产品结构图 .....	4
图表 3：2014 年公司营业收入按地区划分情况 .....	4
图表 4：公司 2006-2014 年营业收入及同比增速 .....	5
图表 5：公司 2006-2014 年净利润及同比增速 .....	5
图表 6：2014 年世界级龙头家电企业营业收入对比图 .....	5
图表 7：2014 年世界级龙头家电企业净利润对比图 .....	5
图表 8：2014 年公司各产品市场份额 .....	6
图表 9：洗衣机行业竞争格局 .....	6
图表 10：油烟机行业竞争格局 .....	6
图表 11：公司历史沿革 .....	8
图表 12：美的集团股权结构及控股子公司 .....	9
图表 13：空调行业月度内销、出口销量及同比增速 .....	10
图表 14：冰箱行业月度内销、出口销量及同比增速 .....	10
图表 15：洗衣机行业月度内销、出口销量及同比增速 .....	10
图表 16：微波炉行业月度内销、出口销量及同比增速 .....	10

图表 17: 油烟机行业月度销量及同比增速.....	10
图表 18: 华北、华东、华南、华中等区域 13-15 年夏季月度平均气温统计...	11
图表 19: 家电行业分析框架.....	11
图表 20: 空调行业总需求结构.....	11
图表 21: 冰箱行业总需求结构.....	12
图表 22: 洗衣机行业总需求结构.....	12
图表 23: 厨电行业总需求结构.....	12
图表 24: 小家电行业总需求结构 .....	12
图表 25: 短期抑制农村需求增长的因素 .....	13
图表 26: 2012 年城镇农村家电保有量对比 (台/百户) .....	13
图表 27: 空调产品结构 (按销售量): 变频占比稳步提升 .....	13
图表 28: 冰箱产品结构 (按销售量): .....	14
图表 29: 洗衣机产品结构 (按销售量) .....	14
图表 30: 商品房销售面积 (住宅现房及期房) .....	14
图表 31: 商品房交房面积及同比增速.....	14
图表 32: 格力、美的、海尔分季度毛利率.....	15
图表 33: 空调成本拆分图 (按最终来源) .....	16
图表 34: 冰箱成本拆分图 (按最终来源) .....	16
图表 35: 洗衣机成本拆分图 (按最终来源) .....	16
图表 36: 铜、铝价格走势 .....	16
图表 37: 钢材价格走势 .....	16
图表 38: 塑料价格走势 .....	16
图表 39: 格力、美的、海尔分季度净利率.....	17
图表 40: 公司分季度三项费用率 .....	17
图表 41: 美的   青春智能空调优势 .....	18
图表 42: 美的、科龙、奥克斯智能空调详细参数对比 .....	18
图表 43: 机器人在制造环节中的运用 .....	19
图表 44: 美的电子商务历史沿革 .....	20
图表 45: 美的电子商务运营模式 .....	20
图表 46: 分项销售预测表 .....	22

## 公司简介

### 具有全球竞争力的家电企业

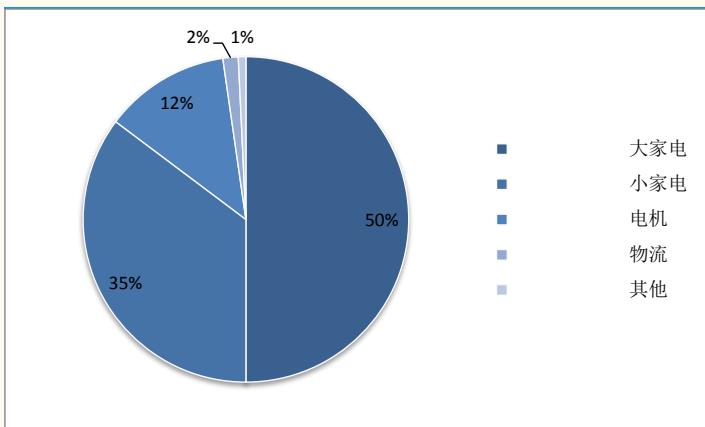
- 公司是一家以家电制造业为主的大型综合性企业集团，旗下拥有小天鹅(000418.SZ)、威灵控股(00382.HK)等上市公司，主要家电产品有家用空调、商用空调、大型中央空调、冰箱、洗衣机、微波炉、风扇、洗碗机、电磁炉等。公司拥有中国最完整的空调产业链、冰箱产业链、洗衣机产业链、微波炉产业链和洗碗机产业链；拥有中国最完整的小家电产品群和厨房家电产品群。2013年“中国最有价值品牌”评价中，美的品牌价值达到653.36亿元，名列全国最有价值品牌第5位。公司的愿景是“做世界的美的”。公司以全球化经营为指引，以国际领先企业为标杆，锐意创新，深化改革，致力于成为中国家电行业的领导者，跻身全球家电综合实力前三强。
- 2014年年报数据显示，公司一半的营业收入来源于大家电业务，即：空调、冰箱和洗衣机等；小家电业务（包括：微波炉、电饭煲、电磁炉、电风扇、电水壶、豆浆机、热水器、饮水机、油烟机、吸尘器等四十余类）贡献35%的营业收入；余下的则是电机、物流及其他业务。按地区来分，2014年公司营业收入62%来自于内销，余下的是出口业务。公司出口业务主要是贴牌代工业务。

图表1：公司产品细分图

大家电	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 家用空调</li> <li>• 中央空调</li> <li>• 冰箱 洗衣机</li> <li>• 洗碗机等</li> </ul>	
小家电	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 微波炉 电饭煲 电磁炉</li> <li>• 电风扇 电水壶 豆浆机</li> <li>• 热水器 饮水机 油烟机</li> <li>• 吸尘器等四十余类</li> </ul>	
中间产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 压缩机</li> <li>• 磁控管</li> <li>• 电机</li> <li>• 铸件等</li> </ul>	
培育产业	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 金融</li> <li>• 物流</li> <li>• 照明</li> <li>• 净水机等</li> </ul>	

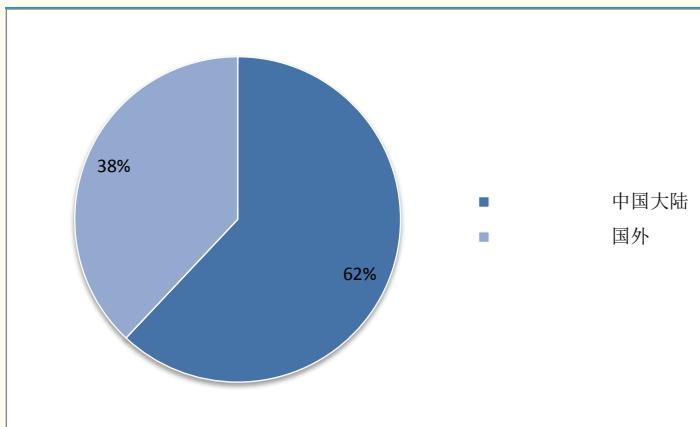
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2014年公司营业收入分产品结构图



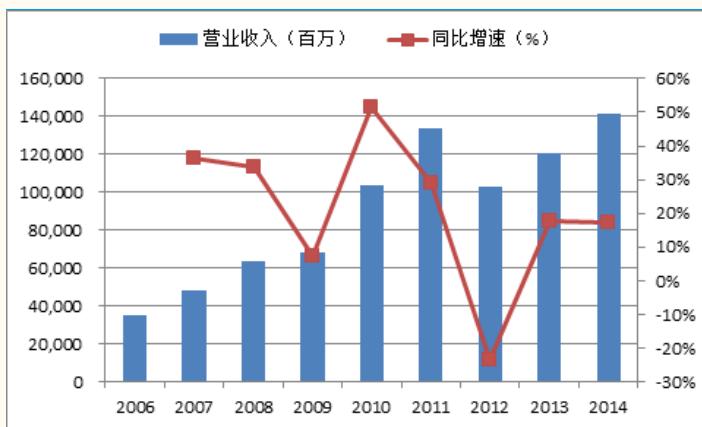
来源：公司年报，国金证券研究所

图表3：2014年公司营业收入按地区划分情况



来源：公司年报，国金证券研究所

■ 公司一直保持着健康、稳定、快速的增长。上世纪 80 年代平均增长速度为 60%，90 年代平均增长速度为 50%。21 世纪以来，年均增长速度超过 30%。2005 年至今的十余年间，公司营业收入增长了将近五倍，2014 年全年收入为 1400 亿元；净利润增长了将近十五倍，至 2014 年底的 116 亿元。相比于国际家电龙头，其营业收入以及净利润都具有竞争力。2014 年公司营业收入超过大金、伊莱克斯等国际家电龙头企业；公司净利润则远超过大金及伊莱克斯。

**图表 4：公司 2006-2014 年营业收入及同比增速**


来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 5：公司 2006-2014 年净利润及同比增速**


来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 6：2014 年世界级龙头家电企业营业收入对比图**

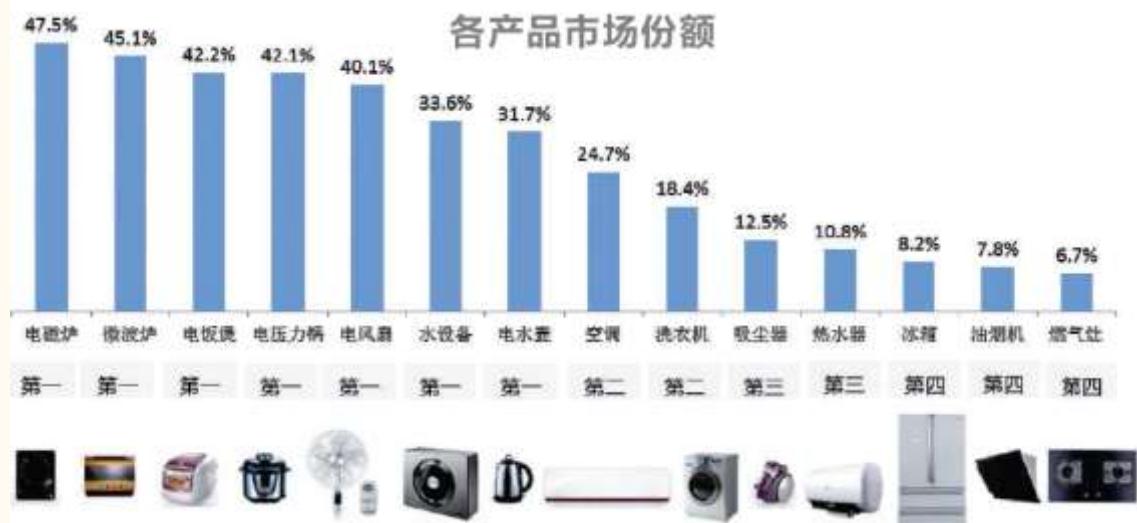

来源：Wind, Bloomberg，国金证券研究所

**图表 7：2014 年世界级龙头家电企业净利润对比图**


来源：Wind, Bloomberg，国金证券研究所

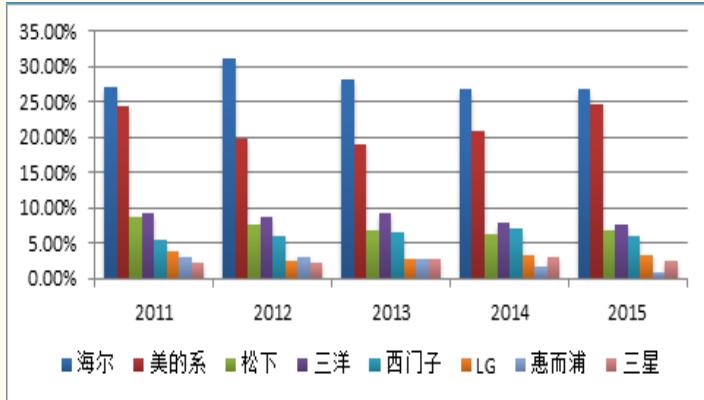
■ 空冰洗均位居行业前两名，小家电行业独占鳌头，厨电行业上升迅速：空调行业，美的与格力形成双寡头垄断格局，近年来，美的市场份额稳步提升，高达 25%；洗衣机行业，美的海尔形成双寡头垄断格局，今年美的份额快速上升，已高达 25%，和海尔差距逐渐减少，快要持平；冰箱行业，公司以 8.2% 的市场占有率，位居行业前列；小家电行业，公司独占鳌头，电饭煲、微波炉、电风扇等，市场占有率都位居第一且份额非常高，在 40%-50% 之间；厨电行业今年美的表现抢眼，市场份额快速提升，已赶超华帝，仅次于老板方太。

图表 8: 2014 年公司各产品市场份额



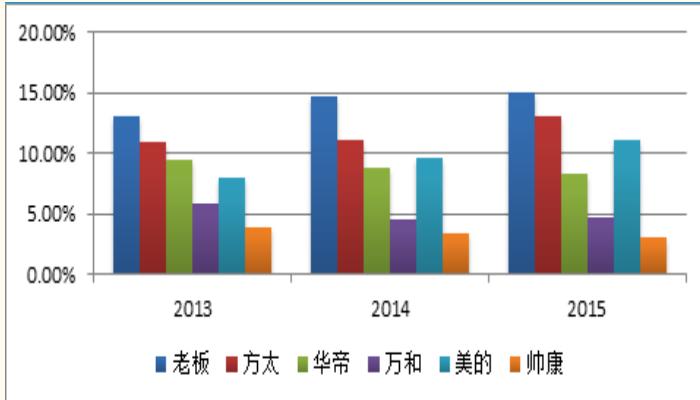
来源：公司公告，中怡康，国金证券研究所

图表 9：洗衣机行业竞争格局



来源：中怡康，国金证券研究所

图表 10：油烟机行业竞争格局



来源：中怡康，国金证券研究所

### 美的历史沿革

- **艰苦创业期（1968-1980）：**改革开放前夕，在计划经济的夹缝中，珠三角地区孕育出一批用于探索、勇于实践、勇于突破的创业者，以满腔热情投身到创业大潮中。何享健便顺应了这样的潮流，1968年，何享健筹资5000元，带领23位北滘居民创办了“北滘街办塑料生产组”，主要生产塑料瓶盖、玻璃瓶盖等产品。何享健的艰苦创业史由此展开。此后的十几年时间，“北滘街塑料生产组”又先后更名为“北滘公社塑料金属制品厂”、“北滘公社塑料金属制品厂”、“北滘公社汽车配件厂”，从生产塑料制品、五金制品到汽车配件，每一次的改变都是新的尝试和探索。创业阶段虽艰难，却为后期的发展和壮大奠定了坚实的基础。
- **初涉家电期（1980-1991）：**这一阶段，“美的”开始生产电风扇，正式进入家电领域，并注册了“美的”品牌，美的从此诞生。这一时期的美的经过十年左右的发展，从一个生产电风扇的小企业，自行研发、自主生产，到进入空调产业，不断学习国外的先进技术和管理水平，不断提升人才引入层次，取得自营进出口权，成为国内最早生产空调的国有大型家用电器公司。每一步的成长都印证了美的不断壮大的发展历程，未来的家电巨头初现端倪。
- **规模发展期（1992-2002）：**随着中国市场经济体系不断完善，美的积极顺应市场经济的发展，不断优化企业治理模式，完善产业链，实现产品多元

化，加强品牌建设，大力引进人才，推进事业部制，实现了市场结构、区域结构、管理结构和经营结构全方位的优化和管理，并最终实现了规模经营。

这一时期，美的积极推进企业改制，成立广东美的电器企业集团，完成募股工作，实现了企业治理结构、财务和管理制度方面的改造，逐步建立起现代企业制度，建立了广东美的集团股份有限公司。集团旗下辖的广东美的电器股份有限公司（美的电器（000527）1993年于深交所上市，成为全国第一家由乡镇企业改制而成的上市公司，标志着美的进入了新的历史发展阶段，开始了新的篇章。

这一时期的美的还不断开展与国外企业尤其是日本的合作，与日本三洋、东芝、芝浦电机制作所、意大利梅洛尼等合作，完善空调产业链，生产空调压缩机、商用空调等，同时布局家电其他领域，进军冰箱、电饭煲、饮水机、洗碗机行业，完善家电产业链，实现产品多元化，拓展自身业务范围。

事业部制改革也是本阶段的一大举措，美的实施了以产品为中心的事业部制改革，转换生产型企业为市场型企业，实行产供销一体化，形成集权有道、分权有序、授权有章、用权有度的分权经营模式。自从，美的不断变革事业部制度，完善分权、授权的治理模式，激发组织活力。

■ **跨越发展期（2003-2010）：**本阶段，美的开始了大举扩张的道路，通过多元化并购和国际化扩张进入跨越式发展阶段。对内，美的收购荣事达、小天鹅、华菱集团、春花吸尘器，建立武汉、重庆、荆州、邯郸、贵溪等一系列生产基地；对外，在越南、白俄罗斯、埃及、印度、南美建立生产基地，深化与开立的合作，加速海外扩张步伐。

这一时期，美的走出大本营广东，开始在全国各地建立生产基地。建立武汉、重庆、荆州、邯郸生产基地，主要生产家用空调、冰箱、冷柜、洗衣机等产品，同时设有物流等配套产业。设立贵溪生产基地，生产照明设备。

并购是美的扩张、拓展和完善产业链的重要途径。收购合肥荣事达大股东50.5%的股权，加快了冰洗产业的发展；随后建立合肥生产基地，设有冰冷柜、洗衣机、中央空调等产业，同时设有物流、开料加工、大宗原材料采购等配套产业。收购无锡小天鹅，生产滚筒洗衣机。

自此，美的在国内家电行业的产业链条逐渐形成并完善，建立了覆盖华南、华东、华中、华北、西南五大区域市场的制造基地，形成了横跨空调、冰箱、洗衣机三大白电产业，涉足电饭煲、微波炉、电水壶等小家电产业，延伸上游产业如电机产业，并建立了物流等相关配套产业，美的的全产业链布局逐步推进并完善。

同时，美的加快海外扩张的步伐，在越南建立空调和小家电生产基地，自此开始了海外生产布局之旅。建立白俄罗斯生产基地，拓展欧洲市场。建立埃及生产基地，布局中东非。建立巴西、阿根廷生产基地，加速在南美的扩张。与开立成立印度合资公司，深化在家用、商用空调的研发、制造、销售服务等领域的合作，结成全球性的战略联盟。

■ **转型再发展期（2011-至今）：**本阶段，美的着重推动战略转型，转变发展方式，追求内涵式增长，具体实现三个转型：实现从注重数量增长向追求质量增长转型，实现从产品低附加值向产品高附加值转变，实现从粗放式管理向精益管理转变。美的正从组织体制、产品结构、经营模式、品牌建设、技术创新、员工管理等方面制定清晰的升级路径，以科技创新引领企业转型升级，实现企业的均衡发展。

期间，何享健卸任美的集团董事长，方洪波接替何享健担任集团董事长，标志着美的完成了职业经理人和企业创始人的交接棒，开启了中国现代企业传承的先河。美的还致力于打造扁平化敏捷性组织，减少管理层级，优化流程制度，提高组织效率。同时坚持“小集团大事业部”的治理理念，即集团负责战略管理、经营管控、风险监控、整合协同，强化面向未来增长战略，事业部承担完全经营责任，负责相关产业链经营的短中长期发展目标和竞争力培育。美的集团于2013年整体上市，将大家电、小家电、

电机、物流业务整合上市实现家电产业纵横向、前中后端及渠道的全方位协同。此外，美的重视自身的研发能力和创新能力，顺德创新中心的成立，以及中央研究院和智慧家居研究院的建立，显示了美的面向未来的科技竞争力。

■ **未来发展战略展望：**近期，美的集团股份有限公司与日本国株式会社安川电机独资子公司安川电机（中国）有限公司在佛山顺德宣布，双方合作成立两家机器人合资公司，将发挥双方优势做大机器人产业。机器人战略是美的“双智”战略（智慧家居+智能制造）的延伸和拓展，未来美的将依托多产品品类及完整产业链的领先优势，从传统家电企业，往拥有互联网思维的智能硬件公司转型。

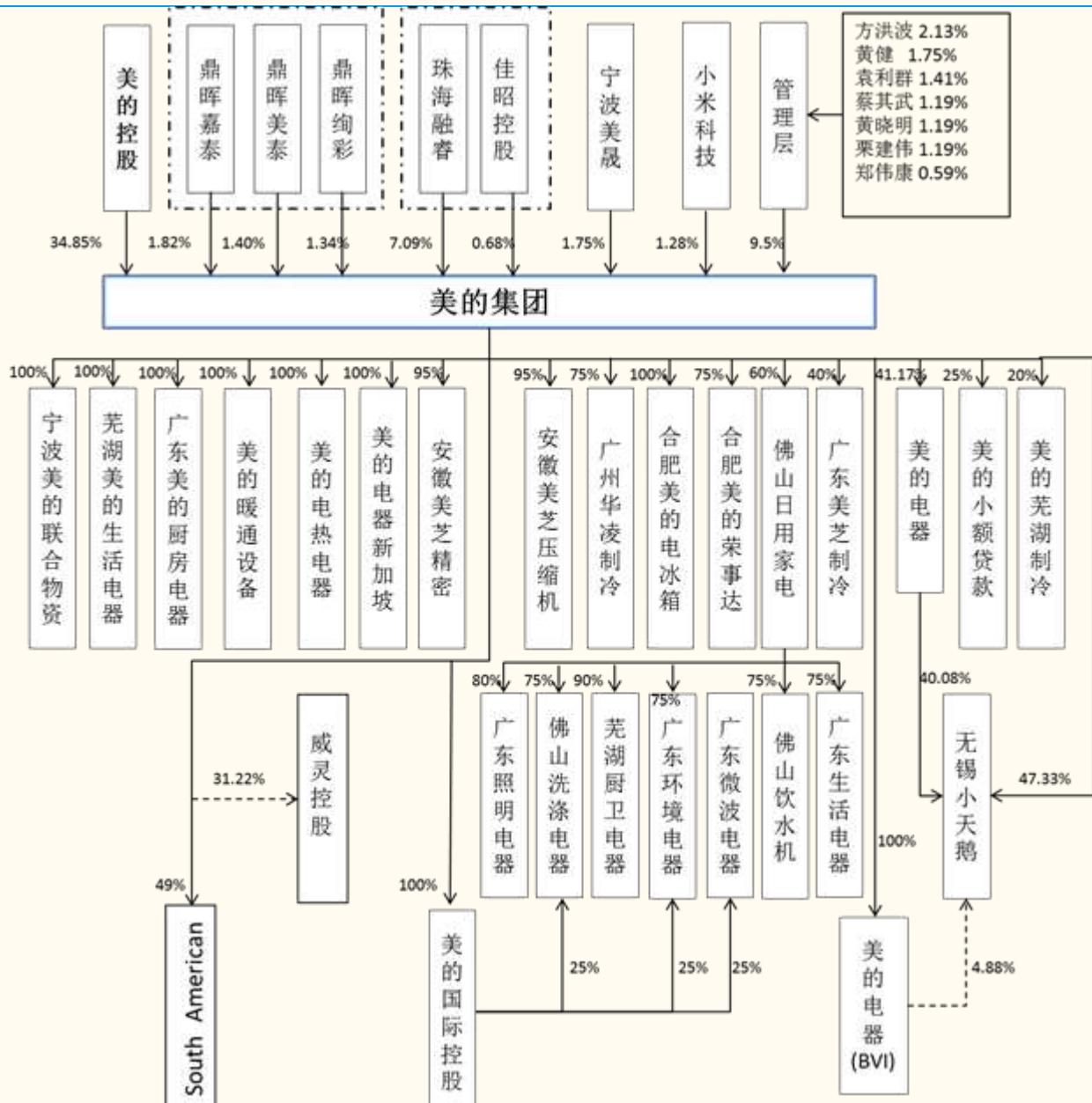
图表 11：公司历史沿革



来源：国金证券研究所

■ 美的集团上市前，美的控股持有美的集团 59.9%股权，上市后，美的控股持有集团 35.5%的股权，为集团第一大股东。其中，方洪波、黄健、袁利群等高管，直接控有集团约 9.5%股权。

图表 12：美的集团股权结构及控股子公司



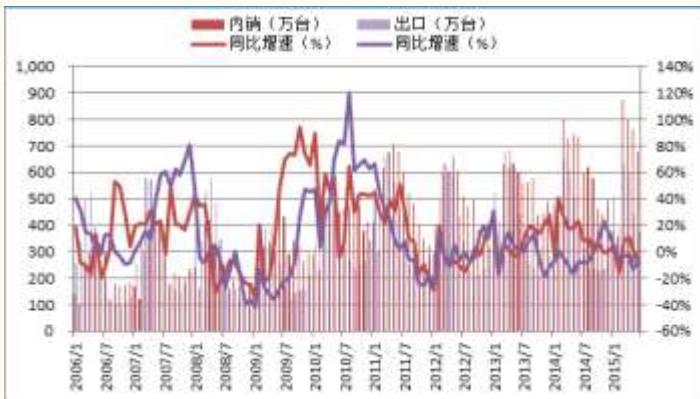
来源：wind,国金证券研究所整理

## 行业分析

### 行业历史沿革

- 2009 年中期开始，白电行业整体受益于国家三大补贴政策（即：节能惠民补贴、家电下乡政策及以旧换新政策），行业增速快速上升。根据产业在线数据显示，2009 年二季度到 2011 年期间，白电各子行业增速都较高，远高于 2008 年。2011 年起，行业拐点出现，销量增速急速下滑，甚至出现过大幅的负增长。随后两年，各子行业一直低位运行。空调行业因 2013 年夏天气温持续高温，直接拉动销量，增速企稳回升。2014 年下半年至今，受到天气因素影响，空调行业整体运行不景气。

图表 13：空调行业月度内销、出口销量及同比增速



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 15：洗衣机行业月度内销、出口销量及同比增速



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 14：冰箱行业月度内销、出口销量及同比增速



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 16：微波炉行业月度内销、出口销量及同比增速



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 17：油烟机行业月度销量及同比增速

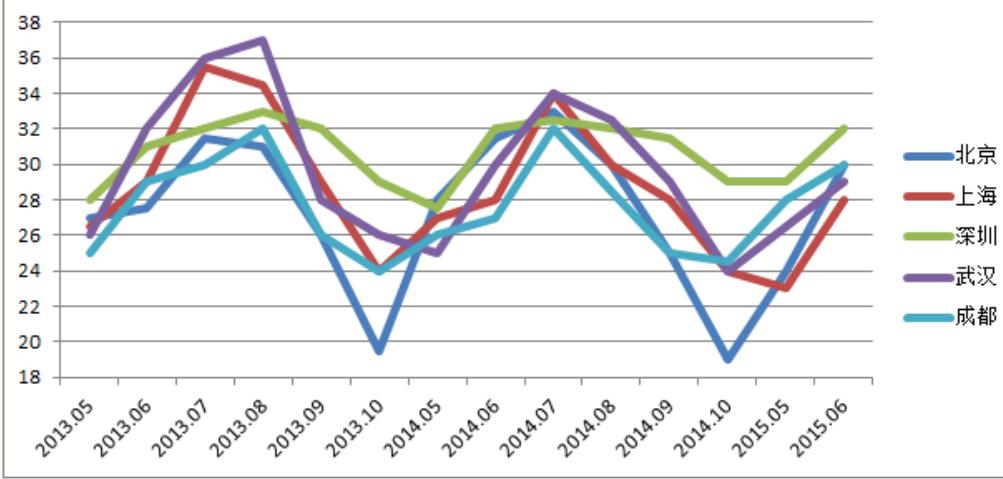


来源：中怡康，国金证券研究所

- 相关政策对家电行业的影响：2008-2009 年是家电行业政策实施相对集中的年度，分别有节能惠民补贴政策、以旧换新以及家电下乡三大政策。在有利政策的扶持下，2009 年二季度起各家电子行业销量均出现井喷。而 2011 年二季度开始，三大家电政策相继结束，伴随之的是各子行业销量增速的下滑，行业拐点显现。前期政策拉动了较大程度的销量，同时一部分需求亦被提前预支。双重效应叠加，造成了 2011 年二季度各家电子行业销量快速下滑的现象。

■ **天气因素对空调销量的影响：**对于经济实力有限的消费者（尤其是三四线市场）来说，天气成为影响他们购买空调的重要动因。而这些消费者又占到很大的一个比例。以夏季为例，如果当年气温特别高，很多原本没有购买意愿的消费者会因为无法忍受炎炎夏日，而在空调上增加一笔开支。在这些情况下，如：原本没有安装空调，原来只有单个房间（如：主卧）安装空调，以及空调制冷效果退化的情况，炎夏会使得消费者更加愿意去购买空调。如数据显示，2013年夏季全国气温普遍达到历史高位，当年空调旺季销量表现出众，增速上升。2014年夏季遭遇凉夏，同期空调销量数据不乐观，增速下滑。

**图表 18：华北、华东、华南、华中等区域 13-15 年夏季月度平均气温统计**



来源：天气网，国金证券研究所

### 行业需求分析

■ 家电行业需求主要可拆分成四个板块，即：农村需求、城镇新增需求、城镇更新需求以及海外需求。根据多次调研及公司公告数据，我们测算空调、冰箱、洗衣机、厨电及小家电行业总需求结构如下图所示。

**图表 19：家电行业分析框架**

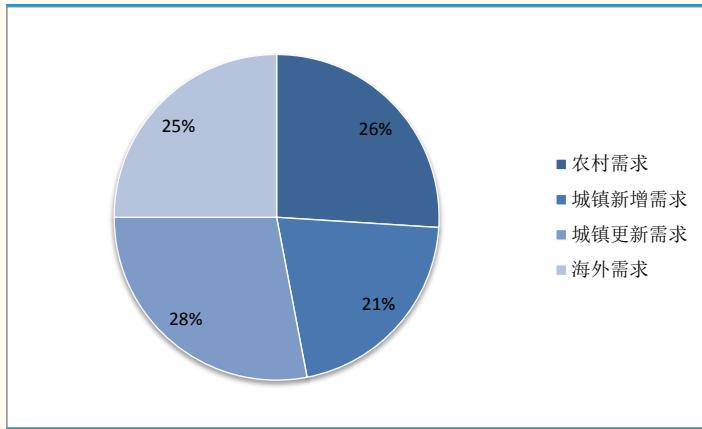


来源：国金证券研究所

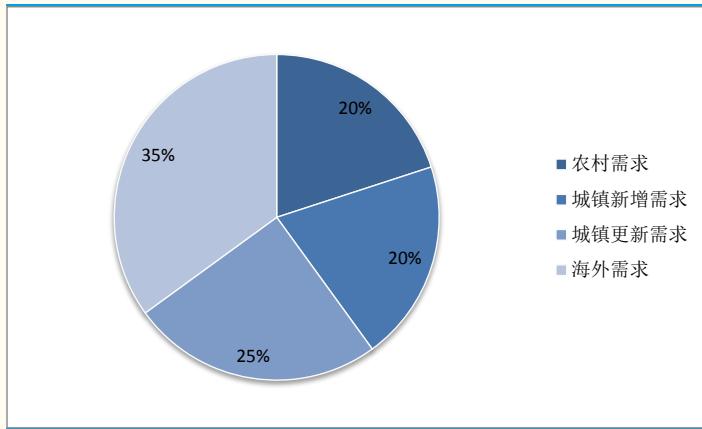
**图表 20：空调行业总需求结构**



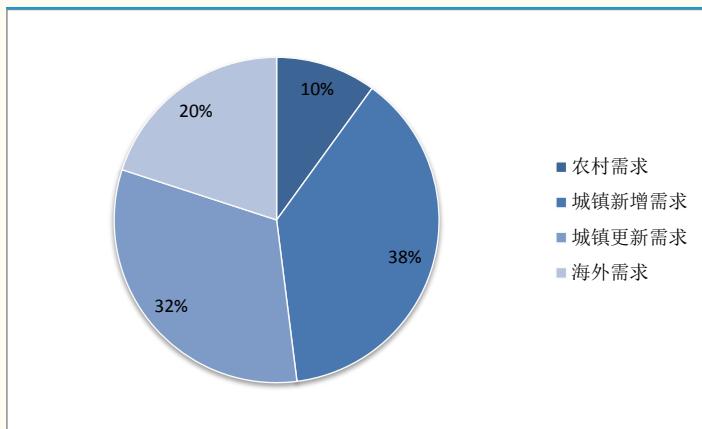
来源：国金证券研究所测算

**图表 21：冰箱行业总需求结构**


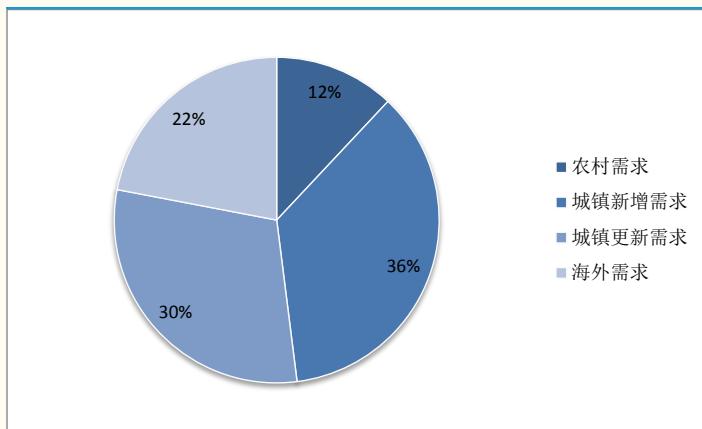
来源：国金证券研究所测算

**图表 22：洗衣机行业总需求结构**


来源：国金证券研究所测算

**图表 23：厨电行业总需求结构**


来源：国金证券研究所测算

**图表 24：小家电行业总需求结构**


来源：国金证券研究所测算

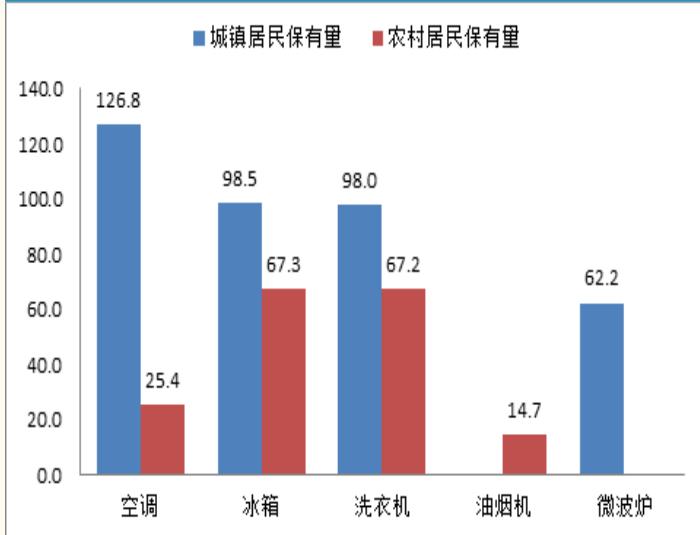
- **农村需求分析：**短期增长受限，长期发展空间巨大。现阶段，我国空调、厨电及小家电行业三四线市场的需求受到客观因素的抑制。主要包括：农村房屋结构限制空调安装，家电持有费用，居民收入以及农村电网完善度等的影响。根据国家统计局数据显示，我国农村空调、厨电、小家电保有量远远低于我国城镇保有量以及日韩等发达国家空调保有量，预示着农村市场长期存在着较大的发展空间。

图表 25：短期抑制农村需求增长的因素



来源：国金证券研究所

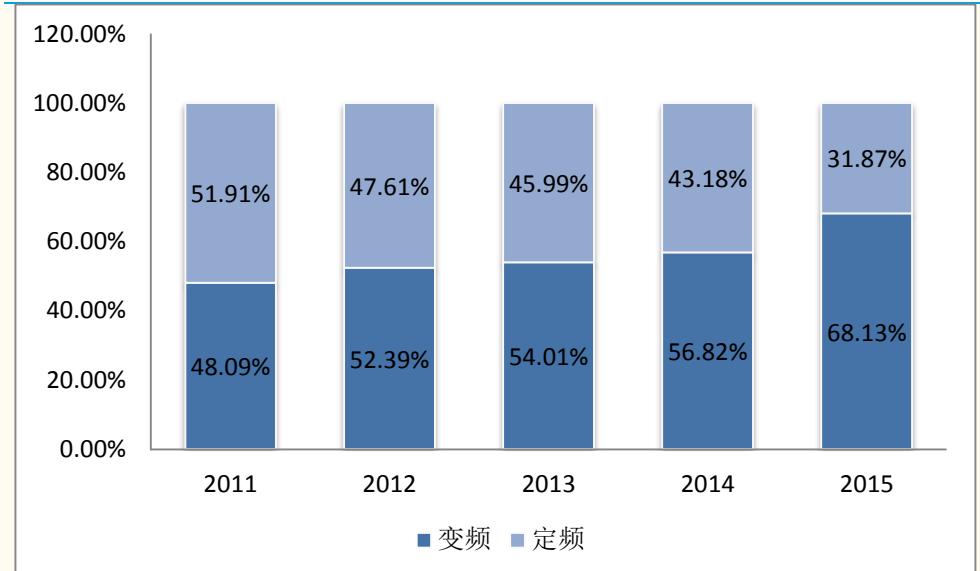
图表 26：2012 年城镇农村家电保有量对比 (台/百户)



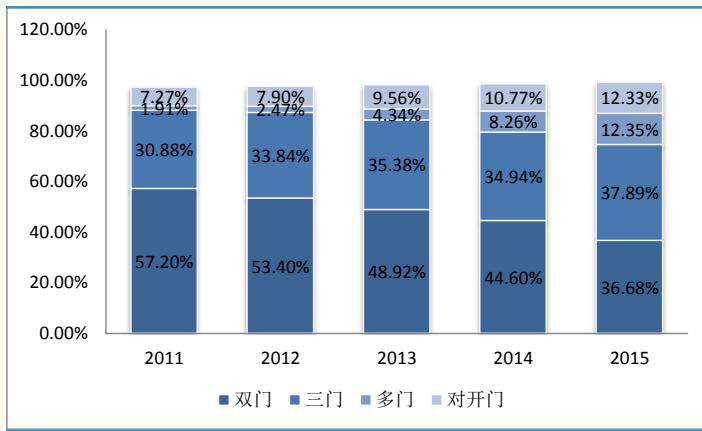
来源：国家统计局，国金证券研究所

- **城镇更新需求分析：**这部分需求主要是指由以下几个原因而带动的家电销售：(1) 家电坏损不能再继续使用；(2) 家电使用年限较长，效果较差、能耗高或噪音大；(3) 消费升级。以空调为例，正常的一台空调使用周期在八到十年。现阶段家电行业消费升级不断，数据显示变频空调、对开门冰箱、滚筒洗衣机等高端产品占比逐步提升；长期来看，工业 4.0 时代到来，家电智能化亦可带来消费升级热潮，增加更新需求。可关注消费升级带来的更新需求。

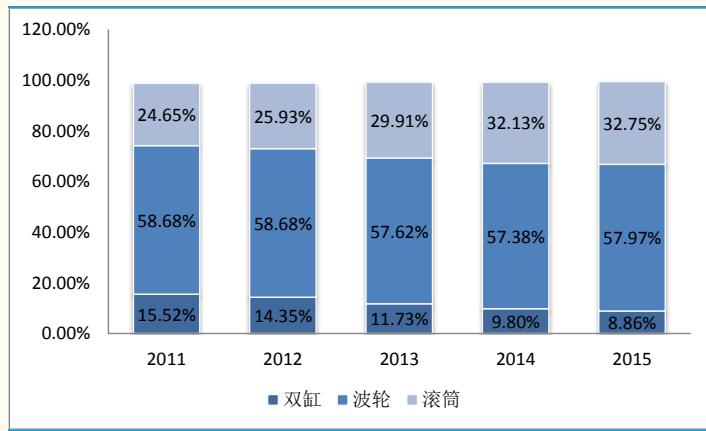
图表 27：空调产品结构 (按销售量): 变频占比稳步提升



来源：中怡康，国金证券研究所

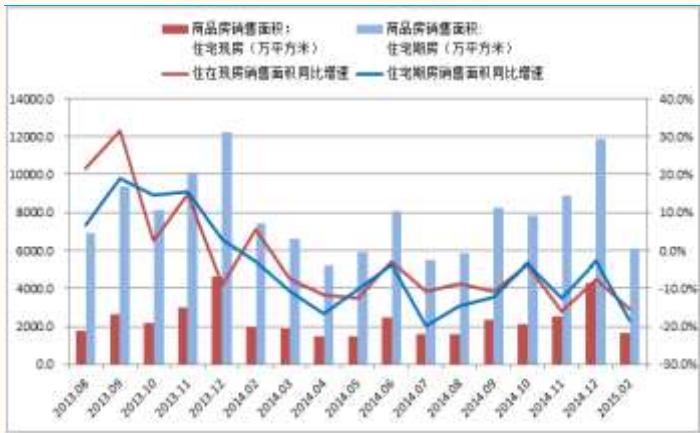
**图表 28：冰箱产品结构（按销售量）：**

来源：中怡康，国金证券研究所

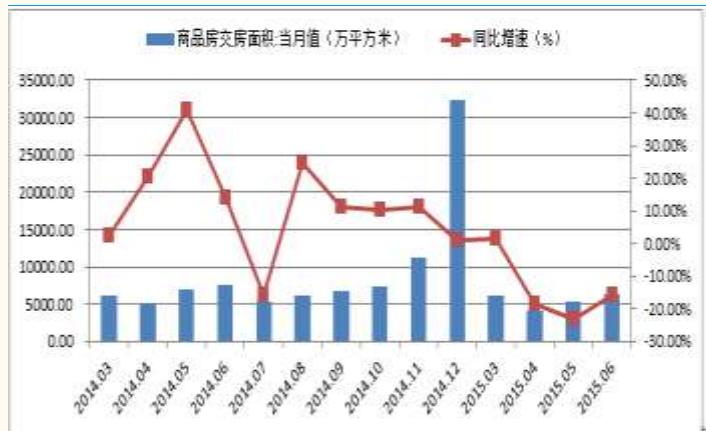
**图表 29：洗衣机产品结构（按销售量）**

来源：中怡康，国金证券研究所

- **城镇新增需求分析：**目前国内城镇市场家电保有量明显低于日本，预示着家电城镇需求存在较大的发展空间。城镇新增需求主要来源于购置新居而带来的家电需求，因此这部分需求和房地产销售面积紧密相关。根据消费者习惯，一般在装修新房、入住之前购置空调、冰箱、洗衣机等家电。因此，商品房交房面积对于城镇新增需求更具指导意义。短期来看，商品房销售、交房数据不乐观，在一定程度上影响了空调销量。但随着国家对于房地产的多项扶持政策出台，预计长期房地产销售及交房数据将回升，可直接拉动家电城镇新增需求。

**图表 30：商品房销售面积（住宅现房及期房）**

来源：wind,国金证券研究所

**图表 31：商品房交房面积及同比增速**

来源：同花顺 ifnd,国金证券研究所

- **海外需求分析：**国内家电企业出口主要以代工产品为主，这部分毛利率相对较低。近期，欧美需求有复苏的迹象，有利于出口销量。
- 综上分析，我们认为白电行业未到天花板，只是短期增速承压，长期的增长确定。

## 传统业务业绩成长性确定

### 收入端：静待空调业务探底回升

- 2015 年二季度，家用空调业务受到整体行业不景气因素影响，增速有所下滑。家用空调行业主要受到经济、天气及一季度促销预支消费等因素的影

响，二季度整体增速不乐观。公司在行业运行平平的情况下，市场占有率有所提升，整体情况优于行业。据调研信息反馈，二季度渠道库存环比改善，当前约 1 个多月的库存。去库存情况较理想，预示着下半年销售端增速有望探底回升。中央空调业务平稳运行。

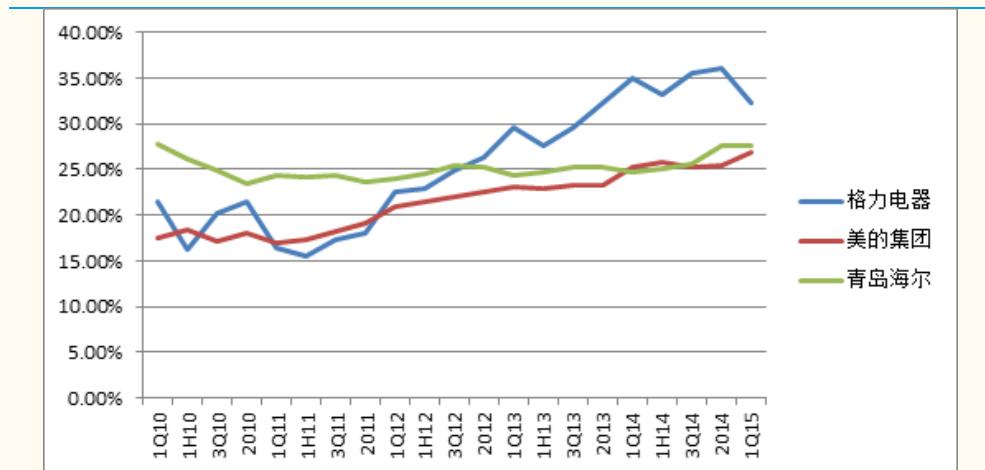
### 收入端：厨电小家电业务表现抢眼，冰洗业务平稳发展

- 厨电业务表现抢眼：今年以来，美的厨电产品市场占有率快速提升，已经赶超华帝的市场份额，位居行业第三，仅次于老板、方太。冰箱、洗衣机业务，公司平稳发展。值得关注的是，今年以来小天鹅市场占有率表现抢眼，增速表现抢眼。

### 毛利率持续上升，盈利能力优

- 在空调价格战及销量增速平平的背景下，公司毛利率依旧稳步提升，显示了公司强大的竞争力。产品结构改善，以及成本下降是毛利率提升的关键因素。今年以来，公司快速推出毛利率较高的新品，4 月份新品销售额占比高达 9%，远高于业内其他企业。新品的加速推出改善了公司的产品结构。同时，毛利率较低的出口业务占比下降，进一步提高了公司毛利率。

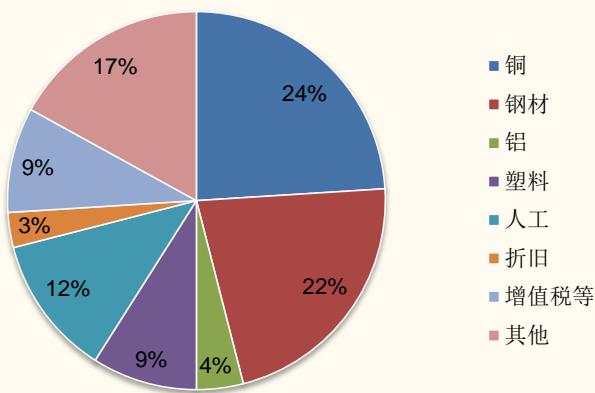
图表 32：格力、美的、海尔分季度毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

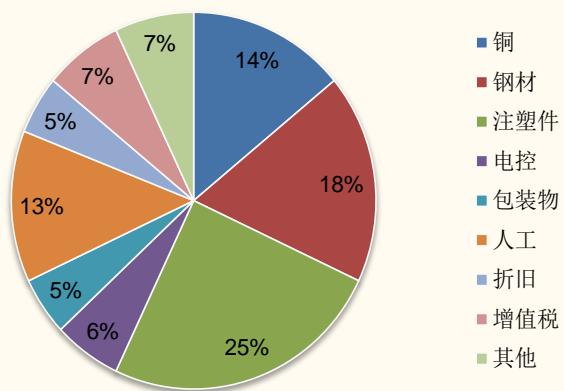
- 空调、冰箱、洗衣机等白电的成本构成大部分来源于铜、钢、铝及塑料；因此，大宗商品的价格直接影响白电企业的毛利率。今年以来，大宗商品价格一路走低，持续低位。公司毛利率也受此影响逐步提升。鉴于公司产品结构稳步改善及成本端下降，我们认为公司毛利率将稳步上升。

图表 33：空调成本拆分图（按最终来源）



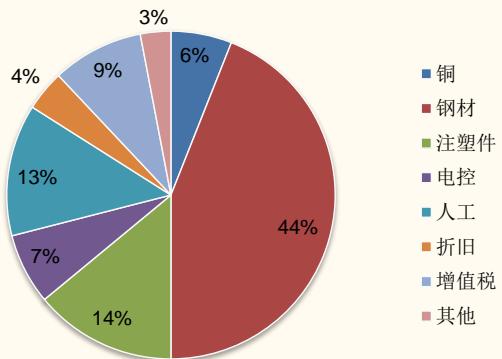
来源：国金证券研究所

图表 34：冰箱成本拆分图（按最终来源）



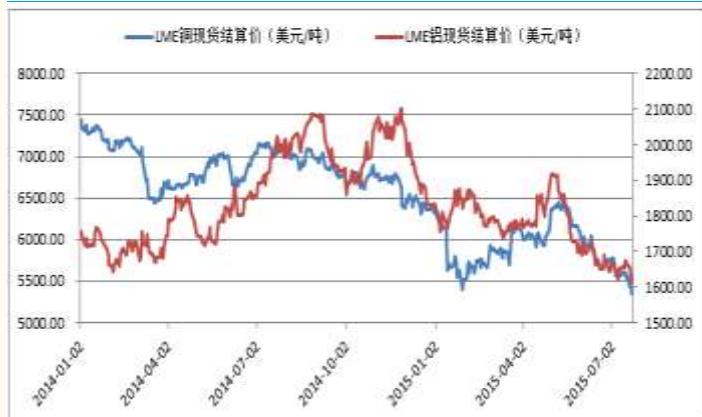
来源：国金证券研究所

图表 35：洗衣机成本拆分图（按最终来源）



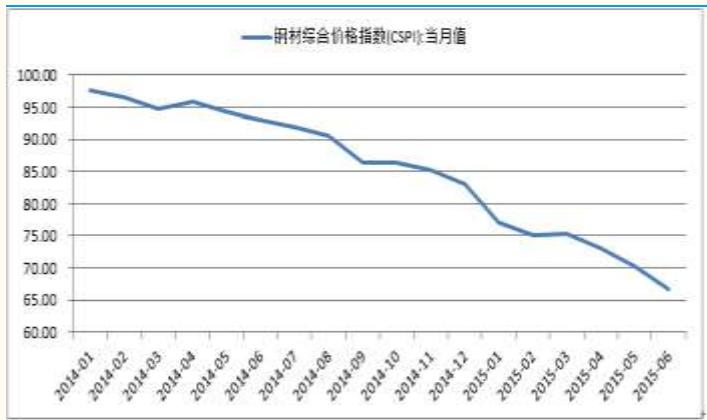
来源：国金证券研究所

图表 36：铜、铝价格走势



来源：同花顺 ifnd, 国金证券研究所

图表 37：钢材价格走势



来源：同花顺 ifnd, 国金证券研究所

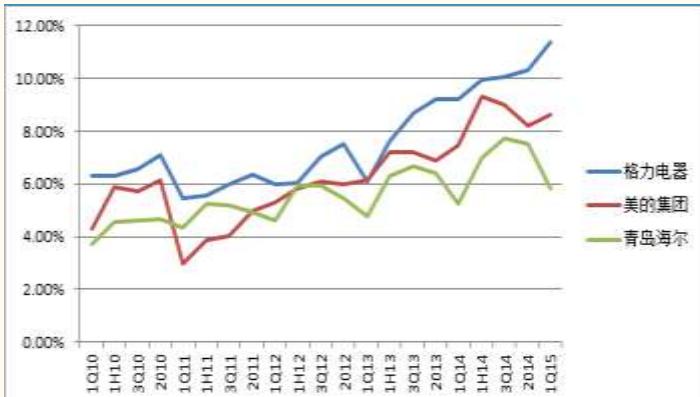
图表 38：塑料价格走势



来源：同花顺 ifnd, 国金证券研究所

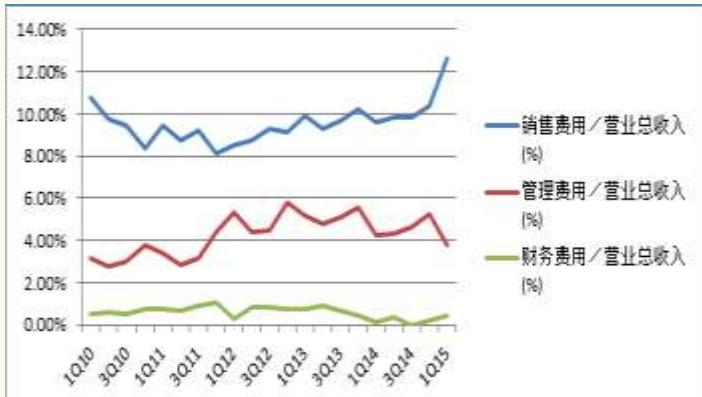
- 正如前文所述，公司近期推新品节奏加快，以至于销售费用有所上升。因公司推新品的力度不减，我们认为销售费用率将维持较高的水平。但由于毛利率提高以及投资收益的贡献，公司净利润率表现优秀。我们认为，净利润率将维持在较好的水平。

图表 39：格力、美的、海尔分季度净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：公司分季度三项费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

## 推行“双智”战略，分享智慧生活盛宴

### 牵手小米，智慧家居迅猛发展

- 2014年底，公司与小米科技有限责任公司基于对双方企业战略、经营策略、行业地位、公司治理、企业文化和价值观的高度认可，就建立强强联合、优势互补的全生态链战略合作事项签署了战略合作协议。公司以每股22.01元价格向小米科技定向增发5500万股，锁定期三年，募资总金额为12.10亿。小米科技可提名一名核心高管为美的董事。
- 美的与小米将就以下事宜进行深度的战略合作，包括（但不限于）：（1）智能家居产业链全面协同发展；（2）移动互联网电商业务全面合作；（3）智能家居生态链、移动互联网创新的共同投资，及其他经双方协商一致的战略合作事宜。双方战略合作的基本原则和方向包括（但不限于）：（1）全面开放、系统合作、协同发展；（2）共享原则：共享智能系统平台、数据和云计算；（3）融合原则：融合基于移动互联网的线上线下的业务运作；（4）优先原则：相互之间给予对方同等条件下的优先、首选的战略合作。
- 本次战略合作具有深远的意义：（1）公司与小米建立强强联合、优势互补的全生态链的战略合作，有利于推动公司与小米在智能家居、移动互联网及其相关产业投资发展的深度融合，是公司顺应行业智能化、销售渠道多元化发展趋势，在移动互联网时代业务拓展与战略布局的重要举措。（2）小米作为智能手机等智能设备行业的领先互联网企业，在智能家居生态链构建、移动互联网认知与应用实践等方面具有领先优势与成功经验，通过合作，有利于公司借鉴小米的产业运作、公司治理及先进的管理理念和资本市场运作经验，把握互联网经济，提升新兴产业投资运作能力与公司治理水平。
- 双方达成战略合作之后，推出了首款联名产品——i青春智能空调，对本次合作具有里程碑意义。i青春智能空调是在一台普通美的变频空调上免费增加智能操控的产品；其增加了智能的功能却没有额外增加销售价格。小米美的i青春空调目前发售了1匹（26GW）以及1.5匹（35GW）两个型号，1.5P的售价为3099元。i青春智能空调售价略低于格力，高于科龙及奥克斯等。性能方面，智能化使得空调更具人性化，与智能手机、手环的配合使用，进一步方便了人们的生活，提高效率节约能源。我们认为，此类智能产品是今后家电行业的发展趋势。公司积极推进建设家电智能化进程，目标是明年大范围推出各类智能产品，并设立创业基金鼓励培育智能化项目。综上所述，我们认为公司走在家电智能化的前沿，结合自有硬件渠道优势及互联网企业合作，能较好的把握家电智能化带来的机遇。

图表 41：美的青春智能空调优势



来源：网站信息，国金证券研究所

图表 42：美的、科龙、奥克斯智能空调详细参数对比

	小米美的1.5P智能变频 KFR-35GW/WCAA3	科龙1.5P智能变频 KFR-35GW/EFQGA3(1N10)	奥克斯1.5P智能变频 KFR-35GW/BPF02C+3
能效等级	3	3	3
能效比	3.7	3.72	3.62
制冷量(w)	3500 (300-4100)	3500	3500 (550-4000)
制冷功率(w)	1060 (90-1700)	1020	1090 (210-1650)
制热量(w)	4400 (300-5240)	4300	4450 (400-5380)
制热功率(w)	1430 (90-1755) +1050	1300	1400 (180-1800)
循环风量(m³/h)	650	700	630
内机尺寸 (mm)	870×295×190	892×270×205	850×290×185
室内噪音(dBA)	18-36-42	39	20-37-41
其他	稀土压缩机 150V低电压运行 小米/美的/阿里智能平台控制	稀土压缩机 蒸发/冷凝器自清洁 京东云/微信智能控制	高效除甲醛 蒸发器自清洁 京东智能云控制
售价	3099元	2299元(WiFi模块99元选配)	2399元

来源：网站信息，国金证券研究所

### 牵手安川，布局智能制造业

- **布局机器人产业：**为领先布局机器人行业快速成长的市场需求，并推动实施美的自动化战略与建立新的成本优势，公司与日本国株式会社安川电机独资子公司安川电机（中国）有限公司于 2015 年 8 月 4 日签署了合资合同，计划共同投资 4 亿元人民币，设立广东安川美的工业机器人有限公司及广东美的安川服务机器人有限公司。广东安川美的工业机器人有限公司的投资总额为 2 亿元人民币，注册资本为 1 亿元人民币，美的以现金出资占注册资本的 49%，安川中国以现金出资占注册资本的 51%。广东美的安川服务机器人有限合资公司的投资总额为 2 亿元人民币，注册资本为 1 亿元人民币，美的以现金出资占注册资本的 60.1%，安川中国以现金出资占注册资本的 39.9%。
- 公司较早推进了机器人应用及产业链拓展，2003 年首次引进机器人；2009 年研发伺服电机，现已形成产业基础；同时全球最大压缩机产业现已具备数千万台的微米级精密机械制造能力；2013 年进入扫地机器人行业；2014 年成立机器人研究所；2015 年作为发起单位主办“华南智能机器人创新研究院”，成立了注册资本为 10 亿元的全资子公司“美的机器人产业发展有限公司”，公司已为正式进入机器人行业做好产业准备。
- 安川成立于 1915 年，至今已有 100 周年历史，作为全球机器人行业四大之一，安川依托全球领先的技术、品牌与完整的产业链优势，活跃在汽车零部件、机器、电机、金属、物流等世界各个产业领域，机器人销量率先突破 30 万台，为全球第一。2014 年，安川实现销售收入约 40 亿美元，占有全球约 20% 的机器人市场份额。安川服务机器人技术研发超过 10 年，产品线比较丰富，康复机器人 LR2 已通过国内 CFDA 认证，另有 4-5 款助老助残机器人预计在 2016-2017 年上市。安川具有产业链优势，产品类别完整，具备服务机器人技术储备，产业链涵盖伺服电机、驱动器、控制系统、系统集成等业务。安川中国为安川全资子公司，注册资本为 5,440 万美元，业务涵盖机器人、驱动控制器、伺服电机、系统工程等业务。
- **分享机器人行业高增长盛宴：**中国已成为全球工业机器人最大市场，据国际机器人联合会 (IFR) 数据，2013 年中国工业机器人销售 3.7 万台成为全球最大市场，2014 年国内工业机器人销售 5.6 万台，同比增长 51%。按每万名工人机器人密度测算，未来中国在工业机器人领域的总需求将达到约近三百万台。随着人工智能、移动互联等技术的发展，服务机器人进入家庭成为必然趋势。据国际机器人联合会 (IFR) 数据，2013 年全球服务机器人销售额 52.7 亿美元，预计 2017 年达到 189 亿美元，复合增长率 37%，增速超过工业机器人。中国已成为全球工业机器人最大的需求市场，3C 是工业机器人需求增长最快的行业，公司是中国市场及 3C 领域知名品牌，公司具备进入工业机器人的行业优势。公司布局机器人产业，可分享机器人行业高增长的盛宴。

- 有助于推行“双智”战略，开辟“第二跑道”：公司依托多产品品类及完整产业链的领先优势，布局机器人产业，是公司推行“智慧家居+智能制造”的“双智”战略，开辟“第二跑道”的产业战略选择之一。(1)以“智能制造+工业机器人”全面提升美的智能制造水平，布局千亿市场，并以工业机器人带动伺服电机等核心部件、系统集成业务的快速发展，进一步拓展美的B2B的产业空间。(2)以“智能家居+服务机器人”推动美的智慧家居的快速发展与生态构建，并以服务机器人带动传感器、人工智能、智慧家居业务的延伸，打造美的智慧家居集成系统化、生态链能力。
- 美的制造升级及效率驱动的战略推行，推动了内部机器人需求的快速增长，截止2015年上半年，美的机器人应用超过800台，到2015年底预计再新增600台。公司2015-2017年在机器人应用上的投资预计超过10亿元。公司采用机器人以来，用工人数下降约8%。现阶段美的工人数量约为10万余人次，公司预计17年工人数量控制到10万人次之内。正常情况下，1个机器人可创造1.5个工人的效用；特别好的情况下，1个机器人可替代2个工人的效用。我们认为，布局机器人产业将大幅提高公司运营效率。

图表 43：机器人在制造环节中的运用



来源：网站信息，国金证券研究所

## 借力京东、安得，电商业务迅猛发展

### 渠道多元化，电商业务发展迅猛

- 家电行业的销售渠道多元化，电子商务增长迅猛，电商竞争全面升级，线上线下融合成为趋势，公司进一步调整渠道策略，加大布局电商渠道，加紧互联网化转型。2014年上半年，公司成立电子商务公司，开设天猫美的全品类官方综合旗舰店，启动“爱美的”商城运营，推动电商业务全渠道战略布局。与京东达成合作意向，进一步加强电商运营效率。同时，推进内部物流资源协同与社会化物流资源整合，加快干线和支线物流建设与区域仓布局，将旗舰店、专卖店及售后服务网点等线下优秀资源纳入电商业务支持体系，加速美的电商的线上与线下互融，提升电商“最后一公里”服务水平。

图表 44：美的电子商务历史沿革



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：美的电子商务运营模式



来源：公司公告，国金证券研究所

### 牵手京东，推进电商业务发展

- 美的集团与京东集团旗下北京京东世纪贸易有限公司就 2015 年度合作事宜，于 2014 年 12 月 31 日签署了战略合作意向书，战略合作意向书的主要内容如下：1、双方将进一步扩大业务合作范围和合作深度；2、加强在智能家居业务方面的合作；3、在渠道拓展领域进行更加全面深入的合作；4、2015 年度经营目标为 100 亿元人民币。
- 本次合作的意义：此次战略合作意向书确认了美的与京东的年度经营目标，并加强双方在智能家居、渠道拓展上的深入合作，京东在物流配送、互联网技术、大数据分析及智能云平台方面的优势可为美的互联网电商业务的发展提供有利支持。

### 冲刺“最后一公里”，再造一个“日日顺”

- 安得物流股份有限公司（简称：安得）创建于 2000 年 1 月，注册资金 6.765 亿。系国内最早开展现代物流集成化管理、以现代物流理念运作的第三方物流企业之一。通过 15 年的拼搏，安得发展成为以高效仓储、快准运输、精益配送、冷链与电商物流等为主导、集整体物流方案策划、供应链咨询解决、地产投资、配套增值服务为一体的综合型现代化股份制企业。公司在全国范围内设立 140 多个物流服务平台，管理仓库总面积超过 430 多万平米，年运输量 60 亿吨公里，配送能力超 200 万票次。先进而高效的信息处理手段，是安得不断进步的有效保障。公司自主研发的“安得物流供应链管理信息系统 ALIS”不断追求信息准确性、全面性和实时性，不断提升物流信息化的集成高度，从全局出发辅助公司决策，实现服务的快速反应和精益化管理，有效帮助降低运营成本、提升服务价值。安得不仅建立了完善的信息系统、健全的运作网络、高效的运作流程，而且把国际先进的物流理念、技术与国内现实物流环境有机结合起来，最大限度的满足客户需求，建立了安得独特的竞争优势。
- 公司计划 2015 年底，安得物流具备日日顺的运营能力。日日顺品牌核心业务是虚实融合的平台型业务，主要业务单元包括：日日顺渠道业务、日日顺物流业务、日日顺服务业务以及其他辅助渠道业务。在线上，国内分销贸易的 B2B 平台巨商汇、跨境电子商务的 B2B 平台日日顺国际、家庭健康领域的垂直平台日日顺商城、用户个性化定制的垂直平台海尔商城四个板块构成了日日顺的线上平台。日日顺物流在全国有 98 个地区库，2000 个分拨站；云店营销网有 30000 家海尔实体店、体验店；社区服务网有 17000 个社区服务中心，可以给用户直接提供面对面上门服务。公司有望再造一个“日日顺”。
- 未来的安得，将以客户需求为中心，完善基础管理，提高掌控能力，成为国内消费品销售物流服务领域的领导者；以技术专业化、服务差异化、平

台规模化、经营精细化、实现为更多的客户提供超值服务，与更多地客户结成战略伙伴关系；以机制为本创造活力，以人为本体现真诚，以一流的团队成就前瞻的专业物流公司，成就国内最有影响力的物流服务品牌。安得物流的快速发展，必将加速公司电商的线上与线下互融，提升电商“最后一公里”服务水平。

## 盈利预测及投资建议

- 考虑到当下家电行业整体情况以及公司未来“双智”发展战略，预计 15-17 年收入分别为 1619、1926、2319 亿元，同比增速 14.3%、19.0%、20.4%，净利润 140、171、213 亿元，同比增速 21.62%，24.04%，25.50%。摊薄后 EPS 为 2.91、3.61、4.53 元。
- 现价 34.95 元，对应 15 年 12.01 倍、16 年 9.68 倍估值。考虑到下半年家电行业运行情况有望优于上半年，以及公司对机器人产业布局推进“双智”发展，我们认为 15 年目标市盈率在 15.0-16.8 倍，对应目标价位在 43.65-48.89 元。给予“买入”评级。

## 风险提示

- 空调行业运行低于预期。

图表 46：分项销售预测表

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>空调及零部件</b>					
销售收入（百万元）					
销售收入（百万元）	62,177.70	72,704.84	78,521.23	88,728.99	102,925.62
增长率 (YOY)	20.82%	16.93%	8.00%	13.00%	16.00%
毛利率	24.50%	26.95%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）	46,944.16	53,110.89	56,535.28	63,884.87	74,106.45
增长率 (YOY)	20.36%	13.14%	6.45%	13.00%	16.00%
毛利（百万元）	15,233.54	19,593.95	21,985.94	24,844.12	28,819.17
增长率 (YOY)	22.26%	28.82%	12.21%	13.00%	16.00%
占总销售额比重	55.32%	53.50%	48.50%	46.06%	44.38%
占主营业务利润比重	57.32%	57.27%	50.72%	48.03%	46.25%
<b>冰箱及零部件</b>					
销售收入（百万元）					
销售收入（百万元）	8,131.08	9,723.78	11,668.54	14,002.24	16,942.71
增长率 (YOY)	36.64%	19.59%	20.00%	20.00%	21.00%
毛利率	19.06%	24.08%	25.68%	25.68%	25.68%
销售成本（百万元）	6,581.30	7,382.29	8,672.06	10,406.47	12,591.83
增长率 (YOY)	33.61%	12.17%	17.47%	20.00%	21.00%
毛利（百万元）	1,549.78	2,341.49	2,996.48	3,595.78	4,350.89
增长率 (YOY)	51.24%	51.08%	27.97%	20.00%	21.00%
占总销售额比重	7.23%	7.16%	7.21%	7.27%	7.31%
占主营业务利润比重	5.83%	6.84%	6.91%	6.95%	6.98%
<b>洗衣机及零部件</b>					
销售收入（百万元）					
销售收入（百万元）	8,053.45	9,973.82	12,965.97	16,855.76	21,912.48
增长率 (YOY)	29.60%	23.85%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	26.61%	28.52%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	5,910.43	7,129.29	9,076.18	11,799.03	15,338.74
增长率 (YOY)	24.93%	20.62%	27.31%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	2,143.02	2,844.53	3,889.79	5,056.73	6,573.74
增长率 (YOY)	44.47%	32.73%	36.75%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	7.17%	7.34%	8.01%	8.75%	9.45%
占主营业务利润比重	8.06%	8.31%	8.97%	9.78%	10.55%
<b>小家电</b>					
销售收入（百万元）					
销售收入（百万元）	27,843.79	32,709.72	42,522.64	53,578.52	67,508.94
增长率 (YOY)	#DIV/0!	17.48%	30.00%	26.00%	26.00%
毛利率	24.19%	24.74%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本（百万元）	21,108.38	24,617.34	30,191.07	38,040.75	47,931.35
增长率 (YOY)	#DIV/0!	16.62%	22.64%	26.00%	26.00%
毛利（百万元）	6,735.41	8,092.38	12,331.56	15,537.77	19,577.59
增长率 (YOY)	#DIV/0!	20.15%	52.38%	26.00%	26.00%
占总销售额比重	24.77%	24.07%	26.26%	27.81%	29.11%
占主营业务利润比重	25.34%	23.65%	28.45%	30.04%	31.42%
<b>电机</b>					
销售收入（百万元）					
销售收入（百万元）	4,431.18	7,219.61	9,096.71	10,916.05	12,683.36
增长率 (YOY)	#DIV/0!	62.93%	26.00%	20.00%	16.19%
毛利率	16.02%	13.85%	16.00%	16.00%	15.00%
销售成本（百万元）	3,721.30	6,219.69	7,641.24	9,169.48	10,780.86
增长率 (YOY)	#DIV/0!	67.14%	22.86%	20.00%	17.57%
毛利（百万元）	709.88	999.92	1,455.47	1,746.57	1,902.50
增长率 (YOY)	#DIV/0!	40.86%	45.56%	20.00%	8.93%
占总销售额比重	3.94%	5.31%	5.62%	5.67%	5.47%
占主营业务利润比重	2.67%	2.92%	3.36%	3.38%	3.05%
<b>物流</b>					
销售收入（百万元）					
销售收入（百万元）	1,759.38	3,564.56	7,129.12	8,554.94	9,939.99
增长率 (YOY)	#DIV/0!	102.60%	100.00%	20.00%	16.19%
毛利率	11.59%	9.59%	9.60%	11.00%	11.00%
销售成本（百万元）	1,555.47	3,222.72	6,444.72	7,613.90	8,846.59
增长率 (YOY)	#DIV/0!	107.19%	99.98%	18.14%	16.19%
毛利（百万元）	203.91	341.84	684.40	941.04	1,093.40
增长率 (YOY)	#DIV/0!	67.64%	100.21%	37.50%	16.19%

来源：公司年报，国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>102,598</b>	<b>120,975</b>	<b>141,668</b>	<b>161,904</b>	<b>192,637</b>	<b>231,913</b>
增长率	17.9%	17.1%	14.3%	19.0%	20.4%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-79,449</b>	<b>-92,818</b>	<b>-105,670</b>	<b>-118,561</b>	<b>-140,914</b>	<b>-169,596</b>
%销售收入	77.4%	76.7%	74.6%	73.2%	73.2%	73.1%
<b>毛利</b>	<b>23,149</b>	<b>28,157</b>	<b>35,998</b>	<b>43,344</b>	<b>51,722</b>	<b>62,317</b>
%销售收入	22.6%	23.3%	25.4%	26.8%	26.8%	26.9%
营业税金及附加	-578	-610	-810	-810	-963	-1,160
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-9,390	-12,432	-14,734	-20,400	-20,574	-24,351
%销售收入	9.2%	10.3%	10.4%	12.6%	10.7%	10.5%
管理费用	-5,926	-6,733	-7,498	-8,095	-11,173	-12,199
%销售收入	5.8%	5.6%	5.3%	5.0%	5.8%	5.3%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>7,256</b>	<b>8,381</b>	<b>12,957</b>	<b>14,039</b>	<b>19,012</b>	<b>24,608</b>
%销售收入	7.1%	6.9%	9.1%	8.7%	9.9%	10.6%
财务费用	-807	-564	-251	-583	-347	-232
%销售收入	0.8%	0.5%	0.2%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-49	-123	-350	-290	-313	-383
公允价值变动收益	18	546	-653	626	568	608
投资收益	535	998	1,511	2,388	1,188	600
%税前利润	7.0%	10.1%	11.0%	14.2%	5.8%	2.3%
<b>营业利润</b>	<b>6,952</b>	<b>9,239</b>	<b>13,214</b>	<b>16,180</b>	<b>20,109</b>	<b>25,201</b>
营业利润率	6.8%	7.6%	9.3%	10.0%	10.4%	10.9%
营业外收支	705	688	540	689	500	500
<b>税前利润</b>	<b>7,657</b>	<b>9,927</b>	<b>13,754</b>	<b>16,869</b>	<b>20,609</b>	<b>25,701</b>
利润率	7.5%	8.2%	9.7%	10.4%	10.7%	11.1%
所得税	-1,569	-1,714	-2,344	-2,868	-3,503	-4,369
所得税率	20.5%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	6,088	8,212	11,410	14,001	17,105	21,332
少数股东损益	2,882	2,980	1,144	1,516	1,618	1,896
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,206</b>	<b>5,232</b>	<b>10,266</b>	<b>12,485</b>	<b>15,487</b>	<b>19,436</b>
净利率	3.1%	4.3%	7.2%	7.7%	8.0%	8.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>6,141</b>	<b>8,297</b>	<b>11,646</b>	<b>14,001</b>	<b>17,105</b>	<b>21,332</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,828	3,167	3,627	3,057	3,774	3,972
非经营收益	340	-2,567	-1,838	-3,567	-1,917	-1,315
营运资金变动	-1,263	6,180	12,634	-10,668	-17,074	-15,795
<b>经营活动现金净流</b>	<b>8,046</b>	<b>15,078</b>	<b>26,069</b>	<b>2,823</b>	<b>1,888</b>	<b>8,194</b>
资本开支	-2,715	-1,692	-1,405	-523	-2,099	-1,688
投资	-1,836	209	-28,803	-900	-804	-804
其他	554	1,016	1,345	3,014	1,756	1,208
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,997</b>	<b>-467</b>	<b>-28,862</b>	<b>1,591</b>	<b>-1,147</b>	<b>-1,284</b>
股权募资	92	17	8	1,204	0	0
债权募资	-893	2,507	-2,365	-4,578	2,582	-2,516
其他	-1,602	-3,391	-4,060	-345	-333	-393
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,403</b>	<b>-868</b>	<b>-6,418</b>	<b>-3,720</b>	<b>2,249</b>	<b>-2,910</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,647</b>	<b>13,744</b>	<b>-9,211</b>	<b>695</b>	<b>2,990</b>	<b>4,000</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>13,436</b>	<b>15,574</b>	<b>6,203</b>	<b>6,898</b>	<b>9,888</b>	<b>13,888</b>
应收账款	23,372	23,104	27,640	34,754	44,518	57,375
存货	13,350	15,198	15,020	16,241	21,620	26,949
其他流动资产	5,404	11,451	37,564	38,159	39,099	40,215
<b>流动资产</b>	<b>55,562</b>	<b>65,327</b>	<b>86,427</b>	<b>96,053</b>	<b>115,124</b>	<b>138,427</b>
%总资产	63.3%	67.4%	71.8%	74.5%	78.1%	81.6%
长期投资	1,795	1,963	2,779	3,350	3,696	3,973
固定资产	21,853	20,185	20,184	18,885	17,247	15,476
%总资产	24.9%	20.8%	16.8%	14.6%	11.7%	9.1%
无形资产	7,734	6,905	7,122	6,803	7,524	7,838
非流动资产	32,174	31,619	33,865	32,940	32,369	31,189
%总资产	36.7%	32.6%	28.2%	25.5%	21.9%	18.4%
<b>资产总计</b>	<b>87,737</b>	<b>96,946</b>	<b>120,292</b>	<b>128,992</b>	<b>147,493</b>	<b>169,616</b>
短期借款	9,027	10,490	6,683	1,899	4,395	1,878
应付款项	31,056	30,288	38,002	37,464	36,428	38,955
其他流动负债	10,727	15,870	28,458	27,190	27,051	27,832
流动负债	50,810	56,647	73,143	66,553	67,875	68,665
长期贷款	2,388	711	19	19	19	20
其他长期负债	1,372	507	1,399	1,483	1,557	1,557
<b>负债总计</b>	<b>54,571</b>	<b>57,865</b>	<b>74,561</b>	<b>68,056</b>	<b>69,451</b>	<b>70,242</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>14,314</b>	<b>32,847</b>	<b>39,470</b>	<b>53,160</b>	<b>68,647</b>	<b>88,083</b>
少数股东权益	18,852	6,233	6,261	7,777	9,395	11,291
<b>负债股东权益合计</b>	<b>87,737</b>	<b>96,946</b>	<b>120,292</b>	<b>128,992</b>	<b>147,493</b>	<b>169,616</b>

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.206	3.103	2.435	2.910	3.610	4.530
每股净资产	14.314	19.479	9.362	12.447	16.074	20.624
每股经营现金流	8.090	5.962	5.880	0.661	0.442	1.919
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	22.40%	15.93%	26.01%	23.49%	22.56%	22.07%
总资产收益率	3.65%	5.40%	8.53%	9.68%	10.50%	11.46%
投入资本收益率	12.59%	13.71%	20.43%	18.48%	19.09%	20.13%
<b>增长</b>						
主营业务收入增长率	-23.46%	17.91%	17.11%	14.28%	18.98%	20.39%
EBIT 增长率	-9.73%	15.52%	54.59%	8.35%	35.43%	29.43%
净利润增长率	-5.10%	63.19%	96.20%	21.62%	24.04%	25.50%
总资产增长率	-2.89%	10.50%	24.08%	7.23%	14.34%	15.00%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	35.2	26.8	22.3	20.0	26.0	28.0
存货周转天数	68.2	56.1	52.2	50.0	56.0	58.0
应付账款周转天数	76.9	65.4	65.0	65.0	50.0	39.0
固定资产周转天数	72.0	59.1	50.3	40.0	30.0	21.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.32%	-12.74%	1.07%	-8.35%	-7.41%	-12.58%
EBIT 利息保障倍数	9.0	14.9	51.6	24.1	54.8	106.1
资产负债率	62.20%	59.69%	61.98%	52.76%	47.09%	41.41%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-31	买入	42.85	N/A
2	2014-07-04	买入	19.30	24.00~24.00
3	2014-07-15	买入	19.11	N/A
4	2014-08-04	买入	21.46	24.00~24.00
5	2014-08-19	买入	21.53	N/A
6	2014-10-24	买入	20.29	N/A
7	2014-10-27	买入	20.01	26.00~29.00
8	2014-12-15	买入	24.70	29.00~34.80

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD