

2016年3月29日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

34.00

**公司基本资讯**

产业别	家用电器
A 股价(2016/3/28)	30.60
深证成指(2016/3/28)	10276.84
股价 12 个月高/低	40.58/23.76
总发行股数(百万)	4267.39
A 股数(百万)	2241.05
A 市值(亿元)	685.76
主要股东	美的控股有限公司(35.07%)
每股净值(元)	11.53
股价/帐面净值	2.65
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	17.4 -8.5 -4.6

**近期评等**

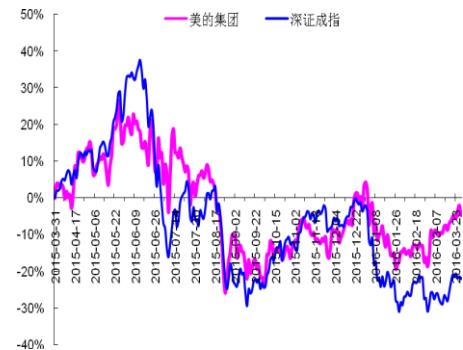
出刊日期	前日收盘	评等
2015-10-29	26.79	买入

**产品组合**

空调及零部件	58.3%
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	5.8%
一般法人	24.0%

**股价相对大盘走势**

**美的集团(000333.SZ)**

Buy 买入

空调管道去库存拖累营收增长，但各业务市占率均有所提升

**结论与建议：**

公司2015年实现营收1393.5亿元，YOY-2.1%，实现净利润127.1亿元，YOY+21.0%，EPS为2.99元。分季度来看，4Q实现营收270.7亿元，YOY-16.9%，实现净利润17.0亿元，YOY+9.4%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利12元（含税），公司股息率已接近4%，并以资本公积金每10股转增5股。

我们预计公司2016、2017年可实现净利润为137.9亿元（YOY+8.5%）、150亿元（YOY+8.8%），EPS为3.23元、3.52元，P/E为9.5X、8.7X，维持“买入”投资建议。

**■ 空调业务下滑，冰洗增长明显，各业务市占率有所提升：**公司全年营收负增长主要是由于公司营收占比近一半的空调产品在下半年推动管道去库存，公司出货量减少，全年公司空调业务营收YOY-11.3%。而我们也注意到公司冰箱及洗衣机业务受益于产品升级，营收分别快速增长17.5%和20.5%，小家电营收也稳定增长8.4%。从市占率来看，根据中怡康资料，2015年空调、洗衣机、冰箱零售额市占率分别提升0.5、2.9、1.4个百分点至25.2%、21.3%、9.6%，小家电产品中的电磁炉、油烟机、灶具、热水器市占率也分别有1-2个百分点的提升。

**■ 毛利略有改善，公允价值变动收益低基期，财政补贴、投资收益增加推动净利润快速增长：**从毛利率来看，公司综合毛利率同比提升0.6个百分点至26.3%，主要是由于公司空调产品受益于原材料价格下跌，毛利率同比提升1.3个百分点至28.3%。冰箱、洗衣机及小家电毛利率则分别为28.1%、23.2%、25%，较为稳定。公司三项费用率为16.1%，同比微增0.26个百分点。毛利率提升对公司净利润的增长产生积极的影响，但我们认为公司净利润的快速增长更多是由于：1. 公司2014年公允价值变动收益为-6.53亿，资产减值损失为3.5亿，基期较低；2. 公司2015投资收益为20.1亿，同比多增5亿；3. 公司2015获得政府补贴13.7亿，较2014年多增5.5亿；4. 股权激励行权抵扣所得税，所得税税率同比下降1.7个百分点。

**■ 市场覆盖广，电商快速增长：**在成熟一二级市场，公司与国美、苏宁等大型家电连锁卖场合作稳定；在广阔的三四级市场，公司以旗舰店、专卖店、传统管道和新兴管道为有效补充，管道网点已实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达95%以上。另外，公司品牌优势、产品优势、线下管道优势及物流布局优势，也为公司快速拓展电商业务与管道提供了有利保障。2015年公司的全网零售额近160亿元，已是中国家电全网销售规模最大的公司。

**■ 公司拟收购东芝白色家电业务：**公司之前公告已与东芝株式会社就收购其白色家电业务事项达成谅解备忘录，美的将通过收购获得东芝白色家电业务控股权。目前东芝白电业务处于亏损，我们认为收购完成后短期将会对公司业绩造成一定的影响，但从长期来看，公司通过收购东芝电器白电业务，将可增强公司的管道、专利技术以及品牌影响力，利于公司的全球化发展。

**■ 盈利预测与投资建议：**展望未来，我们认为2015年房地产的热销将会推动公司2016年家电产品销售的增长，而空调行业库存不断优化也将利于公司空调产品在下半年的出货，预计公司2016年营收将会正增长。另外，公司持续优化产品结构，毛利率将会继续提升，推动公司业绩增长。我们预计公司2016、2017年可实现净利润为137.9亿元（YOY+8.5%）、150亿元（YOY+8.8%），EPS为3.23元、3.52元，P/E为9.5X、8.7X，维持“买入”投资建议。



年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7300	10502	12707	13790	14999
同比增减	%	123.98	43.87	20.99	8.52	8.77
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.71	2.46	2.98	3.23	3.52
同比增减	%	123.98	43.87	20.99	8.52	8.77
市盈率(P/E)	X	17.89	12.43	10.27	9.47	8.70
股利 (DPS)	RMB 元	2.00	1.00	1.20	1.29	1.41
股息率 (Yield)	%	6.54	3.27	3.92	4.22	4.60

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	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	121265	142311	139347	147819	157983
经营成本	92818	105670	102663	108728	115406
营业税金及附加	610	810	911	850	908
销售费用	12432	14734	14800	15498	16198
管理费用	6733	7498	7442	7784	8367
财务费用	564	251	139	208	166
资产减值损失	123	350	5	28	28
投资收益	998	1511	2011	1700	1700
营业利润	9324	13451	15399	16423	18609
营业外收入	1005	1057	1707	1320	1020
营业外支出	317	517	573	331	331
利润总额	10012	13991	16051	17412	19298
所得税	1714	2344	2427	2611	3199
少数股东损益	998	998	918	1012	1101
归属于母公司所有者的净利润	7300	10502	12707	13790	14999

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	15574	6203	11123	16913	23499
应收账款	7928	9362	11047	12704	14610
存货	15198	15020	16522	18174	19992
流动资产合计	65327	86427	99391	115294	133741
长期股权投资	1756	952	980	1010	1040
固定资产	19572	19522	20498	21523	22599
在建工程	613	662	715	751	788
非流动资产合计	31619	33865	36236	39134	42265
资产总计	96946	120292	135627	154428	176006
流动负债合计	56647	73143	81920	91750	102760
非流动负债合计	1218	1418	851	510	306
负债合计	57865	74561	82771	92261	103067
少数股东权益	6233	6261	6637	7035	7457
股东权益合计	32847	39470	46219	55133	65482
负债及股东权益合计	96946	120292	135627	154428	176006

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	10054	24789	9520	10480	11276
投资活动产生的现金流量净额	-467	-28862	-300	-390	-390
筹资活动产生的现金流量净额	-5364	-7410	-4300	-4300	-4300
现金及现金等价物净增加额	4220	-11492	4920	5790	6586

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。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 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口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。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。