



Research and
Development Center

全球市场的新星，最大消费市场上的家电领导者

——美的集团（000333.SZ）首次覆盖报告

2016 年 4 月 11 日

郭荆璞 行业首席分析师

李 丹 研究助理

全球市场的新星，最大消费市场上的家电领导者

2016 年 4 月 11 日

本期内容提要：

- ◆ **全球化战略推动品牌升级和业绩增长：**美的布局新兴市场，积累本地化运营能力，创立自有品牌，成为设计、生产和销售一体化的全球家电品牌。公司海外布局的重点是通过当地生产的布局，来全面推行本土制造、本土销售的自主品牌的模式。积极推动海外新兴市场投资项目本土业务的快速增长，积极拓展海外渠道网点，有效弥补 OEM 出口波动。
- ◆ **构建整体电商平台，各类产品协同销售能力增强：**电商平台不受陈列空间限制，将不同类别的产品完整呈现。消费者进入美的旗舰店看到的不是孤立产品，而是全系列美的家电，这样的展示更好体现品牌实力。同时，电商平台能够根据搜索习惯和需求，推荐同品牌其他相关产品，实现协同销售，这是美的在国内家电行业独特优势。
- ◆ **消费升级背景下，家电品牌受益于小家电蓬勃发展趋势：**消费从满足生存需要的粗放式向健康生活的精致式转变，小家电蓬勃发展。美的是以制造小家电起家的民营企业，在小家电行业品类最齐全，市场份额居前。公司注重研发和创新，产品符合消费需求，公司将受益于小家电发展趋势。
- ◆ **掌控供应链上游核心环节，巩固龙头地位：**制造企业的核心竞争力之一就是供应链核心环节在设计、研发、生产和销售领域的掌控能力。美的在核心部件上有两家重要企业：美芝和威灵。两家公司的压缩机和电机产品在全球市场份额均超 30%。对供应链上游核心环节的掌控使美的集团在中国和全球的竞争中更具话语权。
- ◆ **房地产行业转好，家电行业受益：**房地产行业 15 年 11 月、12 月和 16 年 2 月的销售同比增速分别为 7.4%、6.5%和 28.5%，行业复苏迹象明显。家电板块作为房地产下游行业，需求与地产销售正向关联。业界认为，房地产对家电行业的影响一般为半年以后，因此家电销售端变化将在 16 年上半年开始初步显现。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 139.81、161.38 和 185.35 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 3.28 元、3.78 元和 4.34 元。考虑到美的集团良好的市场占有率和发展潜力、以及整个白电行业在估值底部，公司估值低于选取公司平均值，我们首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**消费升级、地产市场复苏、电商业绩持续高速提升、天气情况
- ◆ **风险因素：**支持电商发展的物流和服务体系效率提高不足；中国经济发展速度不及预期；消费

证券研究报告

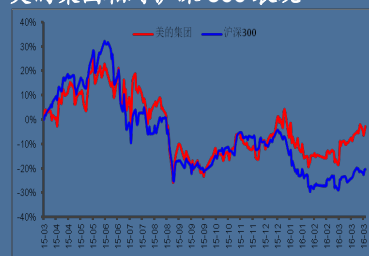
公司研究——首次覆盖

美的集团（000333.SZ）



首次评级

美的集团相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

李丹 研究助理

联系电话：+86 10 63081093

邮箱：lidan@cindasc.com

公司主要数据（2016.4.8）

收盘价（元）	30.02
52 周内股价波动区间（元）	23.33-41.49
最近一月涨跌幅（%）	4.31
总股本(亿股)	42.67
流通 A 股比例（%）	52.52
总市值（亿元）	1281.07

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

升级趋势难达预期；房地产发展长期低点徘徊；全球经济增长乏力，需求减弱。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	142,310.97	139,347.12	151,110.14	169,069.53	188,074.04
增长率 YoY %	17.36%	-2.08%	8.44%	11.88%	11.24%
归属母公司净利润(百万元)	10,502.22	12,706.73	13,981.27	16,138.45	18,534.66
增长率 YoY%	97.50%	20.99%	15.43%	14.85%	18.48%
毛利率%	25.75%	26.33%	26.72%	27.18%	27.28%
净资产收益率 ROE%	29.04%	28.66%	24.88%	22.65%	20.92%
每股收益 EPS(元)	2.49	2.98	3.28	3.78	4.34
市盈率 P/E(倍)	12.20	10.08	9.16	7.94	6.91
市净率 P/B(倍)	2.60	2.03	1.61	1.31	1.07
EV/EBITDA	7.11	6.54	5.69	4.99	4.24

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 4 月 8 日收盘

目 录

投资聚焦.....	1
美的概况.....	3
股权结构.....	3
集团组织架构.....	3
产品结构.....	4
产品结构跨度广，市场占有率度高.....	5
主要财务数据进步，优于行业整体表现.....	6
技术创新作为企业发展驱动力，推动产品升级.....	8
消费升级背景下，全家电品牌受益于小家电蓬勃发展趋势.....	10
经济发展决定小家电市场蓬勃发展.....	10
消费者线上搜索习惯呈现品牌消费特点、品牌商受益.....	10
公司注重中高端市场.....	10
构建整体电商平台，各类产品协同销售能力增强.....	11
电商平台上产品的全系列展现.....	11
小家电先行，带动品牌销售，2015 年电商业绩靓丽.....	12
线上消费推进制造企业转变至零售模式，进而提升研发和销售管理精准度.....	13
完善物流平台建设，保证电商环境里的良好购物体验.....	13
全球化战略推动品牌升级和业绩增长.....	14
巨大的国内市场是全球化发展的支撑点.....	14
空调销量受区域经济形势影响各有高低，国际化发展将稳定业绩、创造需求.....	14
牵手行业巨头，布局全球战略.....	16
联手世界机器人巨头涉足工业自动化领域、提升自身制造竞争力.....	17
符合企业自身需求和中国制造行业发展方向.....	17
联手安川快速进入中高端市场.....	19
掌控供应链上游核心环节，巩固龙头地位.....	19
精简组织架构和及合伙人制度，激发创业激情和自主精神.....	20
精简组织架构:.....	20
合伙人制度和文化再造，股权激励制度到位.....	20
积极解决库存问题，存货量降至历史低点.....	20
短期利好因素:房地产行业转好，家电行业受益.....	21
盈利预测与投资评级.....	21
盈利预测.....	21
估值及投资评级.....	22
风险因素.....	22

图 目 录

图 1: 集团组织架构.....	3
图 2: 产品种类.....	4
图 3: 分业务板块占比 (单位: %).....	5
图 4: 家电同比增长按品类 (单位: %).....	5
图 5: 白电企业季度营业收入 (单位: 亿元).....	7
图 6: 白电企业季度营业收入增速 (单位: %).....	7
图 7: 白电企业季度归母净利润 (单位: %).....	7
图 8: 白电企业销售净利率 (单位: %).....	7
图 9: 三大白电企业净资产收益率 (单位: %).....	8
图 10: 三大白电企业季度收入 (单位: 亿元).....	8
图 11: 美的集团科研布局.....	9
图 12: 2014 年公司人员增减比例 (单位: %).....	9
图 13: 研发费用 (单位: 亿元).....	9
图 14: 百度指数 (产品: 空气炸锅).....	11
图 15: 百度指数 (产品: 原汁机).....	11
图 16: 百度指数 (产品: 扫地机器人).....	11
图 17: 百度指数 (产品: 净水器).....	11
图 20: 淘宝家电热门品牌排行榜 (按品类).....	12
图 21: 白电企业家电营业收入 (单位: 亿元).....	13
图 22: 白电企业产品营业收入同比增长按品类 (单位: %).....	13
图 23: 2010-2014 年全球家用和商用空调需求量 (单位: 百万台).....	15
图 24: 白电企业产品营业收入按区域 (单位: 亿元).....	16
图 25: 美的集团中国大陆市场、国外市场收入 (单位: 亿).....	16
图 26: 2013 年世界各国机器人密度 (单位: 台/万名工人).....	18
图 27: 国产和外资品牌机器人销量占比 (单位: %).....	18
图 28: 外资品牌不同类型产品销量占比 (单位: %).....	18
图 29: 外资关节型产品中不同品牌销量占比 (单位: %).....	18
图 30: 白电企业库存状况 (单位: 亿元).....	20
图 31: 全国商品房年度销售面积 (单位: 万平方米).....	21
图 32: 三大白电企业资产负债率 (单位: %).....	21

表 目 录

表 1: 美的集团前十大股东情况.....	3
表 2: 主要产品增速范围.....	5
表 3: 各类产品市场占有率.....	6
表 4: 2010-2014 年全球空调总需求量.....	15
表 5: 的集团业务营业收入增长率预测.....	21
表 6: 比公司估值情况.....	22

投资聚焦

家电行业处于估值低点：

在经过几年高速增长和国家政策的推动后，传统家电行业市场渗透率高，年销售基数高，难以持续高速增长。尤其是作为白色家电主力的空调行业，由于受到房地产景气度下降和 2015 凉夏的影响，国内市场需求不振，各个品牌严重过剩，工厂开工不足，渠道效率下滑。在经历了 2015 年一年的降价促销，空调业依旧未能摆脱行业高库存现状，行业将在 2016 年仍然面临去库存挑战。在全球范围里，对家电有着强劲需求的发展中国家和地区如中东、东南亚、南美等都因经济原因导致购买力下降，影响家电消费，致使家电行业的出口受到影响。总体来看，在大环境不利的背景下，很多投资者会认为白色家电企业最为风光的时代已经过去，未来的发展空间有限，这样一种悲观的增长预期导致家电行业估值受到压制。

保持行业发展的需求端因素仍然存在：

行业需求固然不如之前旺盛，但是作为居家生活的重要组成部分，只要人类愿意追求更为舒适生活，这个行业就会继续存在并不断升级。相比中国市场其他制造行业以及全球市场的同行业公司，中国家电企业有着很多乐观的因素，维持家电需求的中长期因素将持续存在：

1. 一、二线城市更新需求提升，产品升级换代促使高端产品销量增长，行业平均单价升高；
2. 城市化进程推进、婚龄人口增加、居民可支配收入的增加和家庭小型化趋势等保证家电中长期需求持续发展的因素仍在；
3. 16 年春节后一线房地产行业的火爆销售是家电行业的短期利好。

消费升级带给高效企业获取更多市场份额的机会：

1. 中国家电业旧时代已经结束，消费端开始了明显的多元化趋势：一线、二线城市因为升级换代需要更好的产品，更好的用户体验。三线、四线城市仍然会持续对基础产品的需要。处于成熟期的大家电行业格局稳定，龙头企业掌握技术、生产、品牌、销售的资源，行业集中度高，有定价能力，利润稳定。
2. 电商和物流的逐步的成熟让企业有了直接面对消费市场的机会，能够从大数据中更为精准的了解市场的动态，在产品布局上更为灵活。
3. 消费行为将导致竞争格局的变化，需要重新思考行业竞争、目标市场、企业创新能力。京东大数据显示：2011-2012 年冰箱 80%销量来自 8 个品牌；2015 年，80%的销量来自 5 个品牌。这一品牌集中度提高的规律在空调和其他产品领域也出现了。这样的格局是强者更强的机会，能够提前感知市场变化，根据市场变化积极地进行转型的企业将获得更好的发展机遇。
4. 市场寒冬加速将二三线品牌淘汰出局，市场份额继续向行业龙头企业集中。

中国家电行业是下一轮全球家电整合的领军者：

历史经验看，企业的国际化首先需要有当地市场和收入作为强大支撑。中国经济不断发展，以及在全球经济体中日益上升的地位，会带动优势品牌企业进入全球化发展模式。一带一路的策略让中国产品更顺畅的进入发展中国家。全球 70% 以上的生产能力在中国，在这样的基础上，领先家电企业也在利用这样的自身优势不断降低生产成本提高产品质量和创新。经过 20 年的发展，中国家电从产品出口阶段步入品牌出口阶段，海尔、美的、TCL、海信和创维等家电企业也在国际化上动作频频。白电企业的全球化也将是未来发展的一个看点。

我们的选股逻辑

我们在投资时需要思考的是，在新的局面开始时，如何重新审视白电行业的发展现状和企业的市场表现发现有上升潜力的公司。总体来说，我们的选股逻辑是：

1. 综合管理能力强，能够面对不同行业和竞争对手，并占有领先地位；
2. 品牌力强，能快速延伸进入有增长潜力的新兴行业，减少单品业绩波动给公司收入带来的影响；
3. 在消费升级的过程中，准备好进入新的竞争环境，针对电商、中高端市场、个性化需求等进行相关转变。
4. 高效的研发体系使创新成为企业发展的持续驱动力；
5. 优势品牌家电企业已经进入全球化发展模式，利用自身优势扩大全球市场份额；
6. 内部治理机制到位，激发内部管理层进取心。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 139.81、161.38 和 185.35 亿元，不考虑公司 2015 年利润分配及股权激励计划的影响，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 3.28 元、3.78 元和 4.34 元。基于美的集团均衡的产品和市场组合，良好的市场占有率和强市场竞争能力，我们对美的在 16 年营业收入表现较乐观。考虑到美的集团良好的市场占有率和发展潜力、以及整个白电行业在估值底部，公司估值低于选取公司平均值，我们首次覆盖给予“买入”评级。

股价催化剂：地产行业复苏家电行业受益、季节因素导致空调销量大增

风险因素：宏观经济快速下行、品牌力上行驱动力不够

美的概况

1. 美的是以家电制造为主的民营企业，是国内家电企业中拥有最完整家电品类的企业。主要产品有：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。
2. 在产品之外，美的掌握了最完整的空调产业链、冰箱产业链、微波炉产业链和洗碗机产业链等。
3. 美的在国内有 16 个生产基地，海外有 7 个生产基地，在全球设有 60 多个海外分支机构，产品远销 200 多个国家和地区。

股权结构

表 1: 美的集团前十大股东情况 (2015 年报)

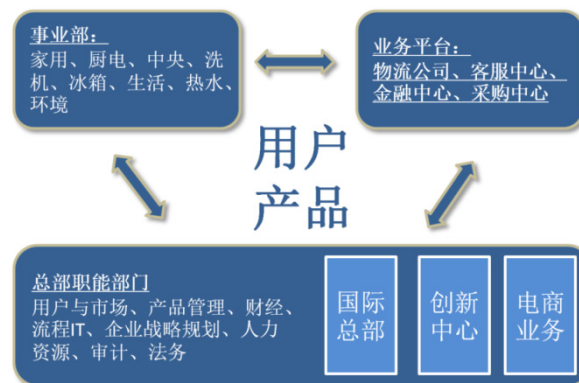
股东名称	持股数量 (股)	占比 (%)	股本性质
美的控股有限公司	1,496,250,000	35.0700	限售流通 A 股
融睿股权投资(珠海)合伙企业(有限合伙)	304,500,000	7.1400	A 股流通股
中国证券金融股份有限公司	127,545,960	2.9900	A 股流通股
方洪波	91,326,995	2.1400	限售流通 A 股, A 股流通股
天津鼎晖嘉泰股权投资合伙企业(有限合伙)	78,000,000	1.8300	A 股流通股
宁波美晟股权投资合伙企业(有限合伙)	75,000,000	1.7600	限售流通 A 股
黄健	75,000,000	1.7600	限售流通 A 股
袁利群	60,500,000	1.4200	限售流通 A 股, A 股流通股
鼎晖美泰(香港)有限公司	60,000,000	1.4100	A 股流通股
鼎晖绚彩(香港)有限公司	57,500,000	1.3500	A 股流通股
合 计	2,425,622,955	56.87	

资料来源: Wind、信达证券研发中心整理

集团组织架构

围绕用户产品，目前公司组织架构上分三大板块：事业部、业务平台、总部智能部门。

图 1: 集团组织架构

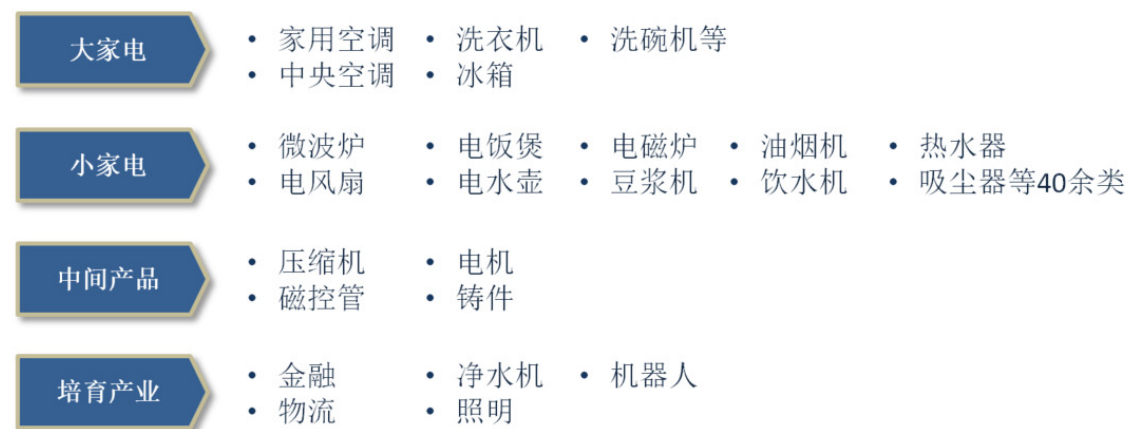


资料来源：美的企业介绍，信达证券研发中心整理

产品结构

美的集团以白色家电产品为主业，涵盖电机、物流、金融的相关领域。

图 2：产品种类

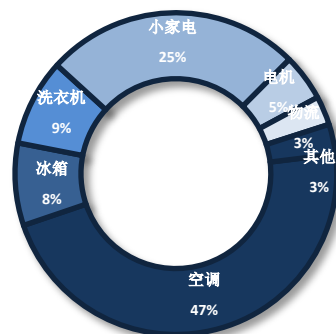


资料来源：美的企业介绍，信达证券研发中心整理

产品结构跨度广，市场占有率高

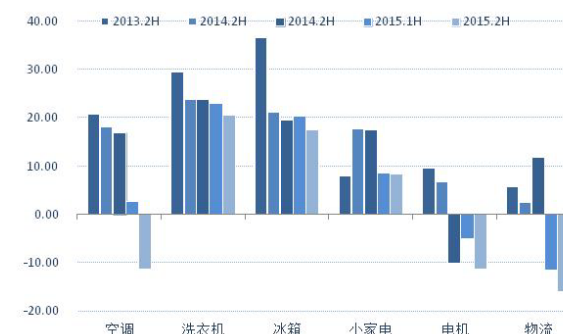
公司小家电占营业收入 25.6%；大家电占营业收入 63.25%，其中空调占 46.58%，冰箱 8.25%，洗衣机 8.68%。在整个业务组合里，冰箱和洗衣机由于基数低，仍然有提升空间，并且企业推动产品力升级，力求在中高端市场占领更多市场份额。小家电中，烟机灶具和环境净化产品保持了一个良好的增长率，过去两年增长速度保持在 20%左右。空调由于整个行业经历去库存周期，增速为-11.3%

图 3：分业务板块占比（单位：%）



资料来源：公司 2015 年年报，信达证券研发中心整理

图 4：家电同比增长按品类（单位：%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 2：主要产品增速范围

品类	成长度	市场占有率
净水机、高端电饭煲等	约 20-30%	高
微波炉等、压力锅、电饭煲、电磁炉、电风扇	约 5-10%	高
空调、压缩机	约 0-10%	高
冰箱、洗衣机、油烟机等、空气净化器	约 20%	中
物流	约 20%	低

资料来源：美的企业介绍，美的年报，美的业绩交流会，信达证券研发中心整理

表 3: 各类产品市场占有率

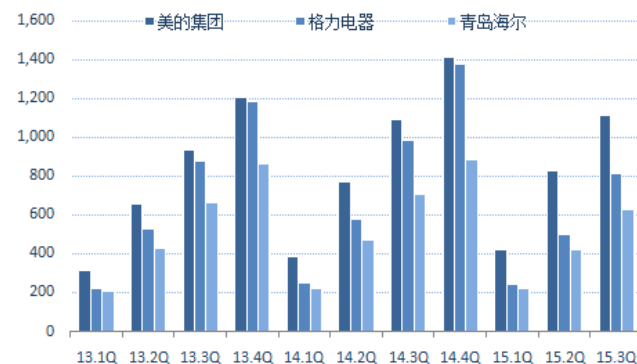
	市场排名 (2015)	市场占有率 (2015)	市场占有率 (2014)	市场排名 (2014)	市场占有率 (2013)	市场排名 (2013)	市场占有率 (2012)	市场排名 (2012)
空调	2	25.2%	24.70%	2	21.60%	2	19.70%	2
冰箱	4	9.6%	8.20%	4	7.30%	6	6.50%	5
洗衣机	2	21.3%	18.40%	2	16.80%	2	16.50%	2
电饭煲	1	42.3%	42.20%	1	42.90%	1	42.70%	1
电磁炉	1	48.6%	47.50%	1	47.40%	1	46.00%	1
电压力锅	1	42.7%	42.10%	1	41.30%	1	39.60%	1
电水壶	1	32.2%	31.70%	1	28.60%	1	33.00%	1
微波炉	2	44.6%	45.10%	2	40.80%	2	39.00%	2
水设备	1	27.9%	33.60%	1	36.70%	1	40.40%	1
灶具	4	7.2%	6.70%	4	6.00%	5	6.00%	5
油烟机	3	8.8%	7.80%	4	6.60%	4	6.10%	5
吸尘器	3	11.3%	12.50%	3	10.60%	3	12.90%	2
热水器	3	12.2%	10.80%	3	8.50%	3	7.60%	1

资料来源: 美的年报, 信达证券研发中心整理

主要财务数据进步, 优于行业整体表现

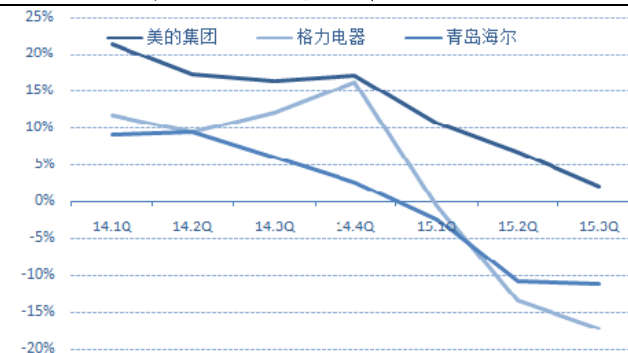
2013 年开始, 美的集团净资产收益率逐步提高, 2015 年前三季度, 美的、格力、海尔三大家电集团的平均 ROE 分别为: 17.6%、14%、10%, 美的净资产收益率平均值优于行业。受宏观环境影响, 2014 年以来, 受房地产行业影响, 家电企业整体销售增长乏力, 收入增速下滑。2015 年在行业出现不同程度负增长的情况下, 美的整体销售收入仍保持向上趋势。在季度营业收入方面, 美的在第一第二季度的领导地位大幅提升, 第三季度在空调领域和格力的差距明显缩小。

图 5：白电企业季度营业收入（单位：亿元）



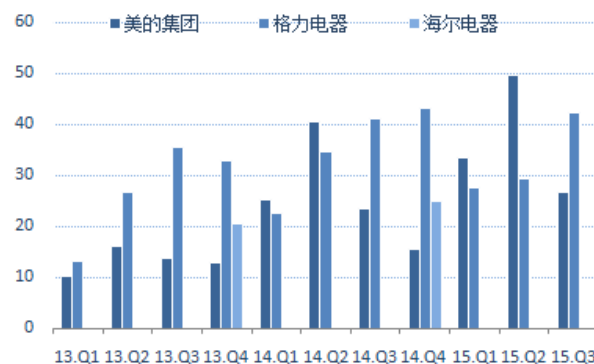
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 6：白电企业季度营业收入增速（单位：%）



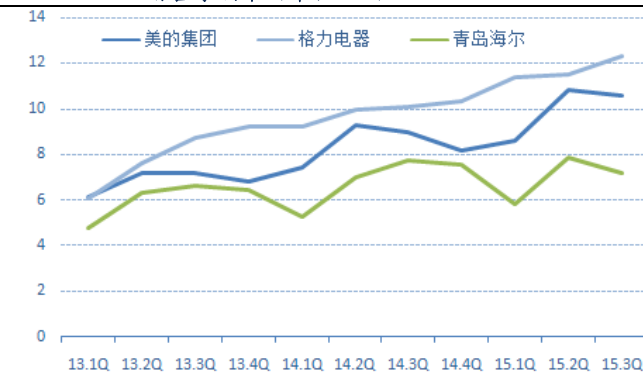
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 7：白电企业季度归母净利润（单位：亿元）



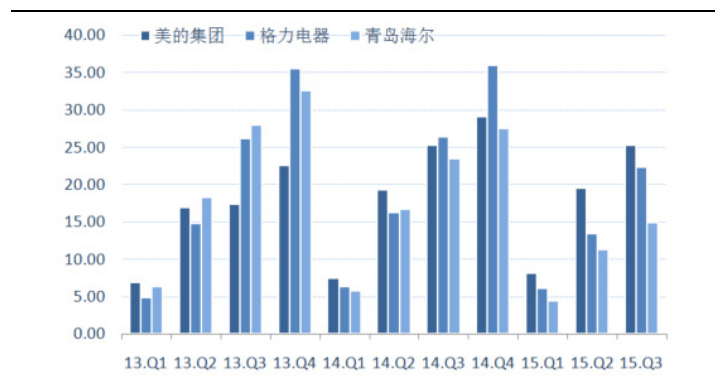
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 8：白电企业销售净利率（单位：%）



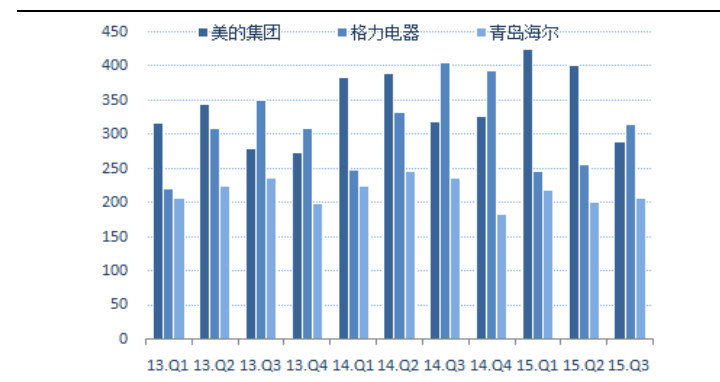
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 9：三大白电企业净资产收益率（单位：%）



资料来源：Wind、信达证券研发中心整理

图 10：三大白电企业季度收入（单位：亿元）



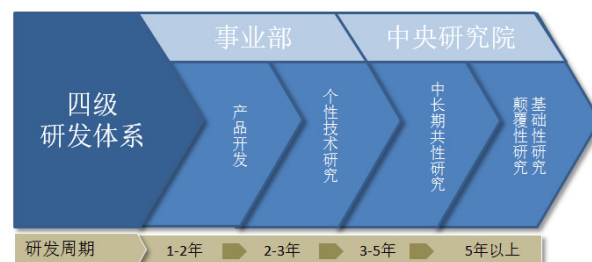
资料来源：Wind、信达证券研发中心

技术创新作为企业发展驱动力，推动产品升级

未来传统制造产业的突破口在技术创新、产业升级和提高劳动生产率等方向。中国家电企业较全球其他家电企业有更高的收入，更多的盈利，可以利用巨大收入摊薄研发成本，提升产品的科技含量，从而优化产品结构，提高毛利产品占比。美的总裁方洪波称，在过去四年集团没有新增土地和厂房，企业盈利在未来将主要投向技术和产品创新，未来 2-3 年美的研发投入要占销售收入的 3%以上，意味着研发投入将增加到 45-50 亿。根据公司 2015 年年报，研发投入已增加至 52.63 亿元，是国内家电上市公司已公开研发支出中最高。

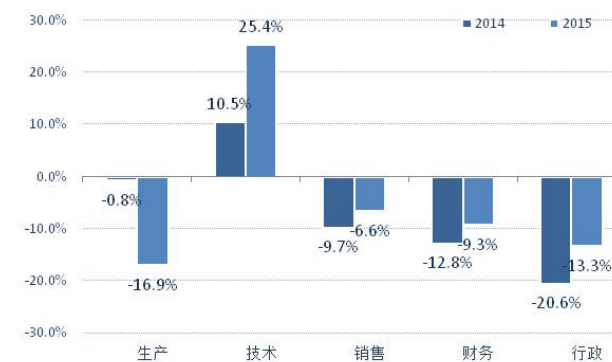
美的将文化氛围由营销主导转变为科研创新主导，并将研发人员占管理人员的比例从 37%增加到 50%。从传统制造企业研发和用户之间脱节转变成围绕消费者体验和消费需求，有针对性的进行产品研发和创新。研究院从不同层面定义不同职责。总部研究院负责基础性研究（变频技术、风道技术）等通用技术；各个品类事业部比总部更了解市场动向和消费者情况因此也承担更有针对性的产品研发任务。各个事业部在产品研发上分：短期研发和长期研发，两个领域人员明确分开，避免长期研发的目标受短期市场走势影响。从目前对薪酬的重视度来看，研发部门为最高，并且考核机制针对研发特点进行了调整：使奖励体制里有容错空间，激励研发人员敢于试错并尝试做中长期的研发。

图 11: 美的集团科研布局



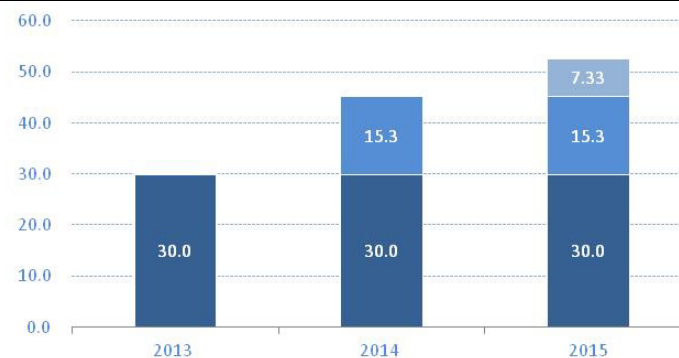
资料来源: 公司公告、信达证券研发中心整理

图 12: 公司人员增减比例 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 研发费用 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

消费升级背景下，家电品牌受益于小家电蓬勃发展趋势

经济发展决定小家电市场蓬勃发展

京东数据显示：料理机、扫地机器人、口腔护理等新型小家电品类市场飞速发展，增长速度在 400%、500%。2016 年春节，小家电产品成为自家采购和年货送礼清单上的热门商品，广州国美表示，小家电产品销售额比去年同期提升 35%。

根据国家统计局数据，2014 年我国人均 GDP 为 7485 美元，处于 6000 美元-10000 美元之间。按照国际经验，这标志着经济发展进入到一个重要的转折期，处于由“工业化后期”向“后工业化社会”过渡，消费从满足生存需要的粗放消费向健康生活和精致消费转变。

在人均收入较低时，小家电围绕生活基本需求，整个行业进入壁垒和集中度低，利润薄，竞争激烈，缺少主导品牌。但是随着消费逐步升级，行业的格局将有所改变。在一、二线城市的中产家庭里，小家电是家庭健康生活和品质生活的标志。日本 IH 电饭煲和智能马桶圈的大热，以及上市零售价近 3000 元的韩国惠人原汁机迅速走进一二线富裕家庭等现象预示两个趋势：1) 市场对精致和健康生活的需求在逐步显现，2) 国内小家电市场产品落后，不能满足消费需求。

消费者线上搜索习惯呈现品牌消费特点、品牌商受益

京东家电大数据在对消费者在线搜索习惯进行分析后发现，消费者在线上进行搜索时，首先会去搜寻脑海里有的家电品牌。美的最初以制造小家电起家的民营企业，是小家电行业品类最齐全的品牌，同时市场份额居前。电商环境下，美的品牌力也会因为消费者的搜索习惯进一步显现出优势。

公司注重中高端市场

在消费升级的背景下，公司关注消费需求和动态，注重以消费者需求为中心的研发和创新，在产品品类和设计方面有了明显提高；对东芝的收购预示公司提升中高端市场影响力的决心。美的在 3 月 17 日发布公告，收购东芝白色家电业务。在有着相似生活习惯的中国市场里，东芝在日本小家电行业的优势将帮助美的跨越现有品牌力的局限性，向中高端市场进军。

图 14: 百度指数 (产品: 空气炸锅)



资料来源: 百度、信达证券研发中心整理

图 15: 百度指数 (产品: 原汁机)



资料来源: 百度、信达证券研发中心整理

图 16: 百度指数 (产品: 扫地机器人)



资料来源: 百度、信达证券研发中心整理

图 17: 百度指数 (产品: 净水器)



资料来源: 百度、信达证券研发中心整理

构建整体电商平台，各类产品协同销售能力增强

电商平台上产品的全系列展现

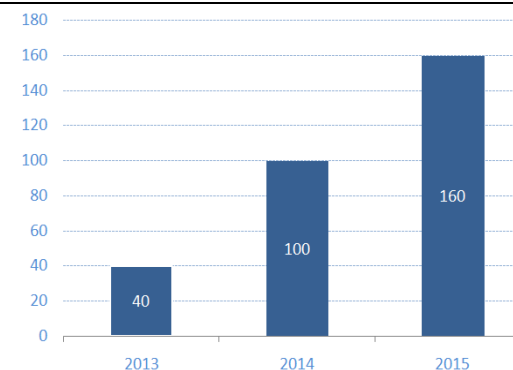
美的规模经济效益，反映在采购、品牌、技术、渠道、零售等方面的全方位协同效应。电商平台上，消费者进入美的旗舰店看到的不仅是单一品类的产品，而是全系列的美的家电，平台不再受到陈列空间的限制，不同类别的产品可以完整呈现，更好的显现出品牌力和多种产品组合。电商平台能够根据搜索习惯和需求，推荐同品牌其他相关产品，实现协同销售，这是美的品牌在国内家电行业独特的优势。

图 18: 美的官方旗舰店产品促销广告



资料来源: 美的商场, 信达证券研发中心整理

图 19: 美的集团电商销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 20: 淘宝家电热门品牌排行榜 (按品类)

	空调	冰箱	洗衣机	电饭锅	微波炉	燃气灶	油烟机	电压力锅	电水壶
1	格力	海尔	小天鹅	美的	格兰仕	华帝	老板	美的	半球
2	海尔	西门子	海尔	苏泊尔	美的	美的	美的	苏泊尔	美的
3	美的	美的	松下	九阳	松下	老板	OPAICN	九阳	苏泊尔
4			美的						

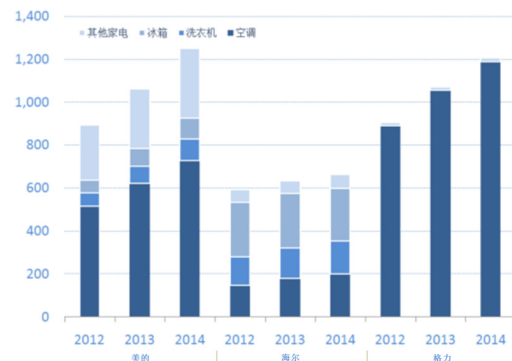
资料来源: 淘宝数据, 信达证券研发中心整理

小家电先行，带动品牌销售，2015 年电商业绩靓丽

由于小家电单价低且便于运输，美的线上销售从小家电起步，通过过去几年小家电的销售逐步培养购物习惯，提升品牌体验，进而促进大家电销售。加之物流能力的改善和线上消费行为的成熟，大家电线上销售额大幅提升。

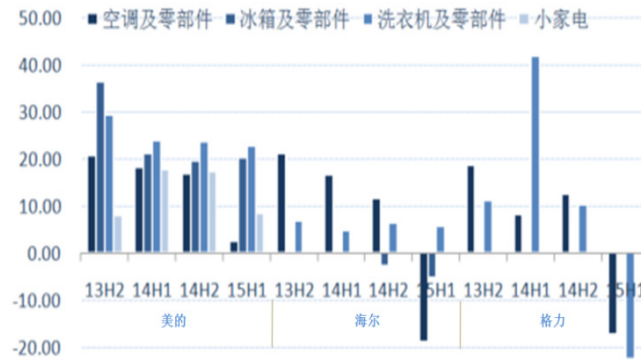
京东数据显示，2015 年整个家电行业增长为-15%，在这样一种销售低迷的背景下，美的 2015 年线上销售增速达到 60%。美的的电商销售额 2013 年为 40 亿，2014 年为 100 亿，2015 年为 160 亿。2015 年“双十一”当天全网销售实现 14.3 亿，较 2014 年的 7.1 亿提升 100%。美的的全网零售额家电行业排名第二，单品类占比第一的达到 11 个品类。

图 21: 白电企业家电营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 22: 白电企业产品营业收入同比增长按品类 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

线上消费推进制造企业转变至零售模式，进而提升研发和销售管理精准度

电商平台解决了如何整合消费者数据的问题。数据平台统一帮助美的实现从批发模式向零售模式的转型。美的电商公司负责人吴海泉介绍，在成立电商公司后，公司通过整合价值链后端环节，来支撑零售前端。从过去的经销商模式向电商零售模式转变：一是物流体系，从 B2B 物流到 B2C 物流，压缩了中间环节压货和物品周转的成本和时间；二是 IT 系统，从外包变为内部研发；三是数据，从粗放到精准；四是营销，从投广告到数据驱动精细化营销。公司启动了对传统渠道的改造，用线上思维来改造传统业务。通过电商数据，优化店铺、消化滞销商品，直接送货给消费者，并助力新品开发。

完善物流平台建设，保证电商环境里的良好购物体验

家电的发展和物流有着紧密的关系，大家电的物流不同于快递，大件商品往往需要较强物流能力支撑，大部分家电、家具等需要专业人员安装，需专业物流配送车辆和人员。因此在库存方式、物流配送、IT 信息系统等诸多环节难度高。物流能力决定了商品可以到达的成本、区域、速度，也直接影响到销售额。在电子商务时代物流更为重要，除了产品本身，只有物流是直接面对消费者的重要环节。配送的及时性、退货的高效性直接影响着消费者对公司服务的整体印象。发展物流业是美的在电商发展上一个关键战略发展规划。

美的计划未来经销商只需要进行物权的转换，而不是物品在物理空间上的转换，将过去产品从工厂到消费者需要经过 6 次物理转移减少到 3 次，目前这一策略在广东省内已经实现，未来要推向全国。这样的计划意味着美的需要高效的物流体系来提

供仓储、监管、运输和安装服务。15 年开始，美的总部要求物流主动承接内部业务，美的物流自有业务的比例过去占 30%，15 年占 60%。

全球化战略推动品牌升级和业绩增长

巨大的国内市场是全球化发展的支撑点

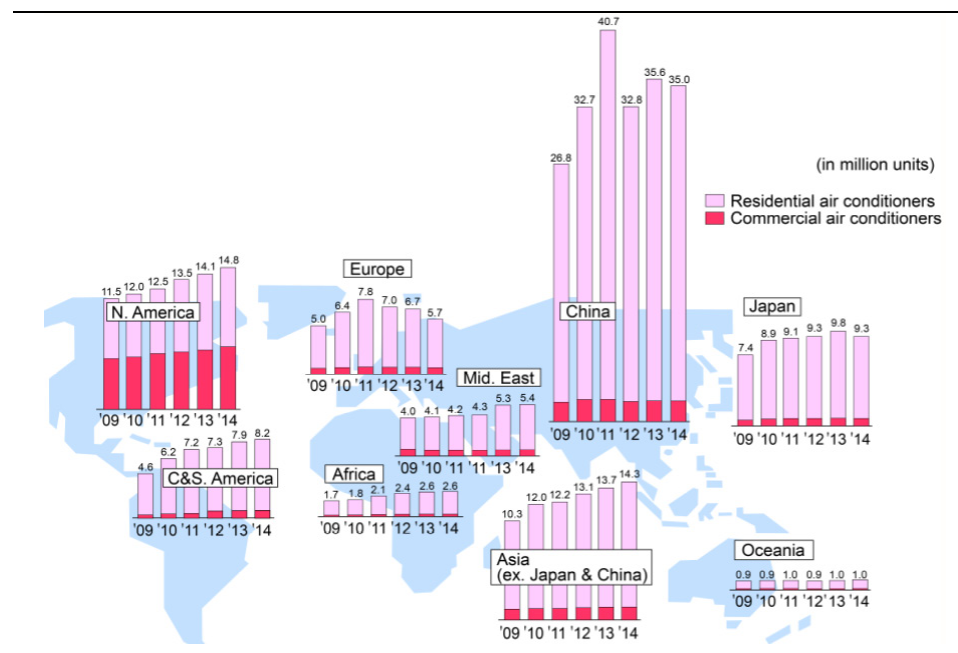
中国白电企业背靠全球最大市场，有庞大的销售额和利润作为支撑，有能力在研发、管理、人才等领域持续高投入，提升竞争力逐步获得海外市场。另一方面，中国市场有自己的特殊性，国内家电企业的竞争力都是围绕这个市场的特点发展出来的。面对完全不同的竞争，跨文化、跨宗教、跨市场的环境将会对企业带来全新的挑战。

检验企业国际化实力关键看三个硬指标：高端产品、主流市场、核心技术。美的在过去几年，布局新兴市场，积累本地化运营能力，创立自有品牌，成为设计、生产和销售一体化的经营方。美的海外布局的重点就是要通过基地的布局，来全面推行本土制造、本土销售的自主品牌的模式。积极推动海外新兴市场投资项目本土业务的快速增长，积极拓展海外渠道网点，有效弥补 OEM 出口的波动。目前美的在海外已有七个工厂，从销售额上看，三分之一是在国外制造、自有品牌、国外销售，三分之一在中国制造、自主品牌或由美的设计，余下三分之一为出口代工。2015 年，在全球经济不景气、多数国家需求大幅下降的情况下，美的冰箱、洗衣机、热水器和吸尘器等产品海外出口依然继续领跑中国家电企业，中东非、东盟、印度等主要目标市场的销售均取得超过 20% 的增长，巴西市场确保领导地位，美的整体自有品牌产品海外市场上市比例提升 5% 以上。

空调销量受区域经济形势影响各有高低，国际化发展将稳定业绩、创造需求

从全球空调需求量上来看，2014 年全球空调需求达到 9600 万台，同期相比下降 0.5%。中国是全球最大的空调市场，需求量达到 3400 万台，增幅为 2%，占全球总需求量的 36.3%。美国为全球第二大市场，需求量为 1475 万台，同期增长 4.9%。亚洲其他地区（中国和日本以外）位居第三大市场，需求量为 1431 万台，同期增长 4.7%。

图 23: 2010–2014 年全球家用和商用空调需求量 (单位: 百万台)



资料来源: 日本冷冻空调工业会, 信达证券研发中心整理

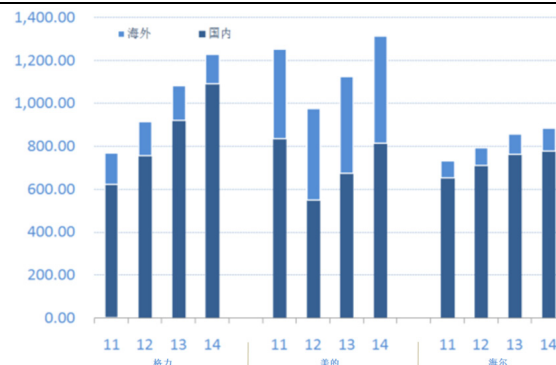
表 4: 2010–2014 年全球空调总需求量

排名	国家	需求量 (单位: 万台)	增速	占比
1	中国	3494	-2.0%	36.6%
2	美国	1475	4.9%	15.3%
3	亚洲 (中国日本以外)	1431	4.7%	14.9%
4	日本	934	-4.9%	9.7%
5	拉美	821	3.3%	8.5%
6	欧洲	569	-15.6%	5.9%

资料来源: 日本冷冻空调工业会, 信达证券研发中心整理

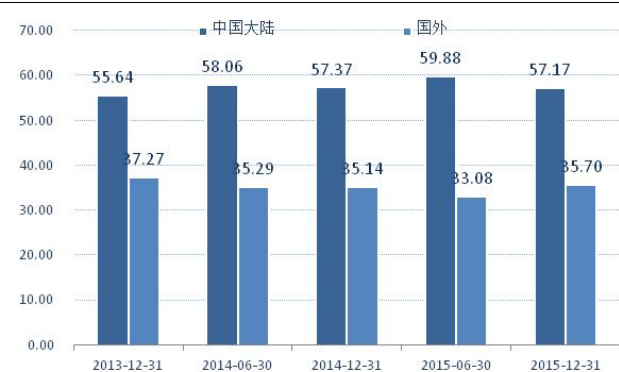
国际化发展优势之一是,能够平缓单一经济体的波动。2011–2015 年,美的集团海外收入占主营收入的 31.13%、41.74%、37.27%、35.14%、35.70%,在白电行业里海外业务占比最高。

图 24: 白电企业产品营业收入按区域 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 25: 美的集团中国大陆市场、国外市场收入占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

孟加拉、印度、印尼、约旦及非洲等发展中国家和地区，都是增量市场，潜力很大。在海外设厂，实现国际化生产的同时，加速自有品牌的国际化进程，进一步提升企业在全全球市场的份额。公司海外商用空调项目遍及全球：

- 与阿联酋 Dalma Mall 商场签订离心机项目；
- 为联邦安全局多处办公楼提供先进的中央空调系统，包括数台美的全降膜双级压缩系列离心式机组，总冷量高达 5,000 冷吨；
- 近百台多联机中央空调系统进驻俄罗斯冬宫，为圣彼得堡国立艾尔米塔什博物馆提供节能环保的空气解决方案；
- 此外，巴西世界杯 75% 的体育场、阿联酋 5000 套别墅工程、新加坡樟宜机场、泰国廊曼机场、印尼雅加达国际机场、科莫多机场、毛里求斯普莱桑斯国际机场、莫桑比克马普托国际机场、土耳其阿萨拉尔豪华度假酒店均采用美的商用中央空调系统。

牵手行业巨头，布局全球战略

空调巨头开利

和开利有着良好的合作关系是美的集团全球化能力的另一证明。美的-开利巴西合资公司的家用空调玛瑙斯制造基地已建成拉美最大的家用空调生产基地，合资公司的美的牌空调扇已达到巴西市场份额第一，微波炉组装线已投产。在良好的合作的基础上，双方在 15 年 3 月开启了商用中央空调领域的合作，此次合作主要针对商用空调产品领域，有利于美的提升其在空调产品领域的核心竞争力，进一步提升国际竞争实力以及在空调产品领域的核心竞争力。

空调领域有三个细分市场，家用空调、多联机和大型冷水机组。中国企业目前已占全球家用空调 80% 的份额；在中央空调的多联机领域，中国与日本企业齐头并进；而大型冷水机组领域，目前仍由美国四大家族开利、约克、特灵和麦克威尔主导。过去在和开利的合作主要集中在家用空调领域，长期看，中国品牌在中央空调领域不如家电空调市场份额大，但是中国品牌份额的提升是一个趋势。美的和开利的合作可以得到开利的品质和技术并且能够借助开利在海外市场的力量来开拓全球中央空调市场。

家电巨头东芝

美的 2016 年 3 月 17 日发布关于收购东芝白色家电业务的提示性公告。美的与东芝集团长期在业务领域保持着良好的沟通和交流，在压缩机、小家电、变频器等领域有超过 20 年的战略合作，对于东芝家电业务的核心竞争力、存在问题、企业文化、市场运作等都有较长时间的了解。

东芝白电业务主要集中在东南亚市场，日本本土市场份额居前。其产品品类齐全，包括洗衣机、冰箱、空调（包含净化器、加湿器）、各式厨房电器（电饭煲、微波炉等）、吸尘器（包含扫地机器人）。日本家电市场竞争格局较为稳定，松下、日立、东芝、夏普、三菱等几大本土厂商占据龙头地位。根据 euromonitor 数据，大家电领域，东芝销售份额 13% 位居第三（前两名松下 23%，日立 13%）；小家电领域，东芝销售份额 6% 位居第二（第一名松下 27%）。

收购东芝白色家电业务是美的集团落实全球经营战略的关键一步。美的可以将中国市场资源以及制造成本优势和东芝在日本和东南亚的品牌和渠道优势加以整合。如果美的和东芝家电业务能够有效整合，美的将进入新的国际竞争领域，通过增长市场份额来实现营业收入增长。

联手世界机器人巨头涉足工业自动化领域、提升自身制造竞争力

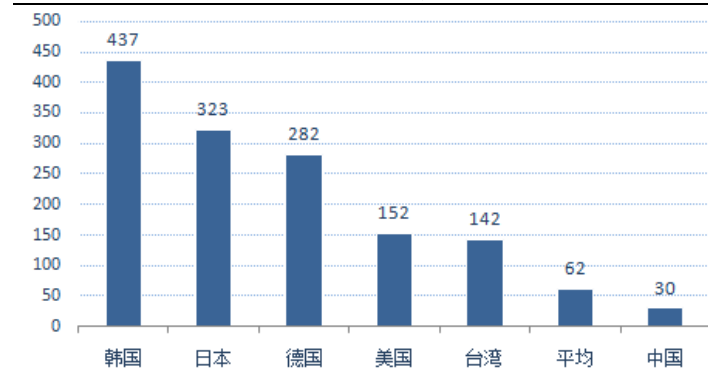
符合企业自身需求和中国制造行业发展方向

作为全球最大的家电制造企业之一，制造仍然是美的的核心能力之一。美的在生产自动化上有巨大的内部需求。美的进入工业机器人领域能促使美的更好的实现在全球制造业上的布局，包括提高生产率、提高柔性生产能力，降低人工成本等。从全球市场看，中国是工业机器人特别是关节机器人最大的市场。在占比高达 75% 的外资品牌中：安川 17%、库卡 14%、ABB 22%、发那科 21%。

工信部工业装备司副司长王卫明曾在中国国际机器人产业发展高峰论坛上透露，国家的相关产业规划是预计到 2020 年中国工业机器人的产业体系要具备 3 至 5 家具有国际竞争力的企业，机器人密度达到 100 以上。机器人密度是指每万名产业工人对

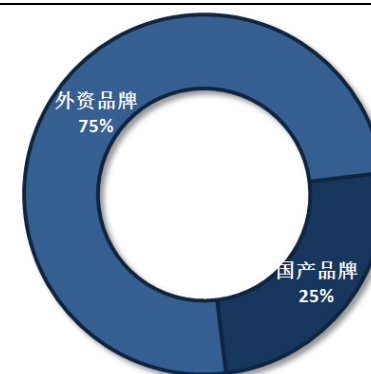
应的机器人保有量。世界上机器人密度最高的国家是韩国。2013 年其机器人密度高达 437 台/万名工人。世界平均机器人密度为 62，而中国的机器人密度仅为 30。无论是从中国机器人销量，还是从机器人存量，抑或机器人密度的增长来看，全球工业机器人市场的增长都主要在中国。

图 26: 2013 年世界各国机器人密度 (单位: 台/万名工人)



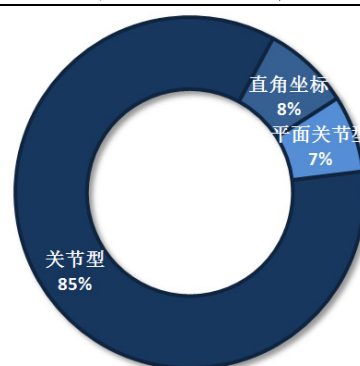
资料来源: IFR, 中国产业信息网整理, 信达证券研发中心整理

图 27: 国产和外资品牌机器人销量占比 (单位: %)



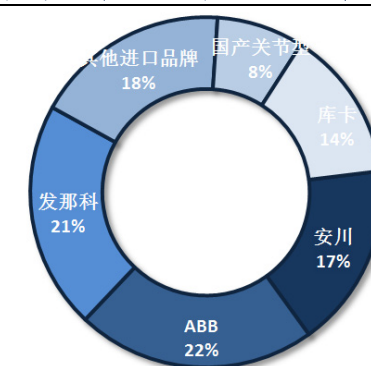
资料来源: IFR, 中国产业信息网整理, 信达证券研发中心整理

图 28: 外资品牌不同类型产品销量占比 (单位: %)



资料来源: IFR, 中国产业信息网整理, 信达证券研发中心整理

图 29: 外资关节型产品中不同品牌销量占比 (单位: %)



资料来源: IFR, 中国产业信息网整理, 信达证券研发中心整理

联手安川快速进入中高端市场

美的认同机器人行业的价值和发展潜力，目前美的和安川合资公司重点发展的细分行业为工业机器人和服务机器人。2015 年 8 月美的与安川电机合作设立机器人公司，并称未来 3 年将在机器人应用上投资超过 10 亿元。安川作为全球机器人四大巨头之一，能够提供先进的技术和研发支持，美的作为中国家电最大企业和全球家电重要制造商承担制造、销售和市场的工作。美的自身有着很好的产品消化产品的能力，来自美的集团官网的信息，2014 年美的内部自动化投入运行的机器人数量将超 800 台，预计后期每年以 30%左右的增幅投入机器人，2016 年当年投入机器人费用将超过 3 亿元。

美的和安川的合作拥有几个优势：1) 基于美的过往合资案例和跨文化合作的长期经验：与日本东芝合作的美芝压缩机是世界上最大的空调压缩机企业；和美国开利合作打开美的自有品牌在拉美市场的发展通道，14 年拉美市场销售额增加 35%。2) 强大的自有需求：美的作为全球最大家电企业自动化升级的需要。3) 基于目前安川在关节机器人领域的优势，双方合作避免了缓慢的前期积累，确保了项目在相关技术领域的领先性和在工业领域的影响力。

掌控供应链上游核心环节，巩固龙头地位

制造企业的核心竞争力之一就是对供应链核心环节在设计、研发、生产和销售领域的掌控能力。作为白电企业，压缩机和电机是产品的核心部件，美的在核心部件上有两家重要企业：美芝和威灵，这两家企业的整机客户几乎覆盖了空调、冰箱及洗衣机行业的全部企业。在《电器》杂志 2015 年空调压缩机采购指南中，GMCC 美芝公司的空调压缩机总产能已经达到 5100 万台，2015 冷年的总产销量达到 4700 万台，全球市场份额超过 30%；在《电器》杂志 2015 年家电用微电机采购指南中，威灵电机空调压缩机的年产能达到 2.2 亿只，2014 年空调电机总产量超过 8500 万只，全球市场份额近 30%，洗衣机串激电机的全球市场份额超过 40%。

2015 年 7 月美的宣布旗下重要的两家上游零配件公司美的集团旗下两大上游零配件公司 GMCC 美芝公司(美的压缩机事业部)与威灵电机公司(美的电机事业部)整合为美的“部品事业部”。部品事业部建立后将成立压缩机开发研究院和微电机开发研究院，压缩机和电机研发的互补增强；营销则实现全面整合，实现一体化管理以区域为中心建立客户经理负责制。

在家电市场整体低迷的时期，两家巨头合并之后，对市场份额的侵吞速度更有加快之势。由于压缩机、电机同属于家电核心零配件，在营销渠道、管理模式、研发管理等都有共同之处，通过合并，双方可以进一步优化组织架构、整合资源，降低成本，增强企业竞争力，并能更有效地实现和客户的无缝对接，增强在全球竞争中的话语权。

精简组织架构和及合伙人制度，激发创业激情和自主精神

1980 年美的创始人何享健进入家电行业，开启了中国白电民营企业的成长之路。32 年后的 2012 年，创始人何享健把董事长之位交给方洪波，从此美的进入职业经理人全面掌控时代。后经过两年管理层动荡调整，自 14 年开始，美的高层管理团队稳定。

精简组织架构：

美的力求去除臃肿的管理架构，推行精简的组织方式。过去公司在级别上分为：总裁、高级副总裁、执行副总裁、副总裁、总监、副总监、高级经理、经理、普通员工，每一个层级都有信息衰减。现在整个集团削减至 4 个层级：总裁，副总裁兼总监，经理，普通员工。公司的结构为 7 个平台、8 个职能、9 大事业部，组织改造的核心思想就是去中心化、去权威化、去科层化，力求扁平、高效、精简的“小公司”的特质，从而能够激发企业奋斗、敬业与超强执行力的“创业公司”特质，让前端平台人员拥有较大的自主权和自我判断能力，后端越来越尊重前端平台人员的提案和决策。

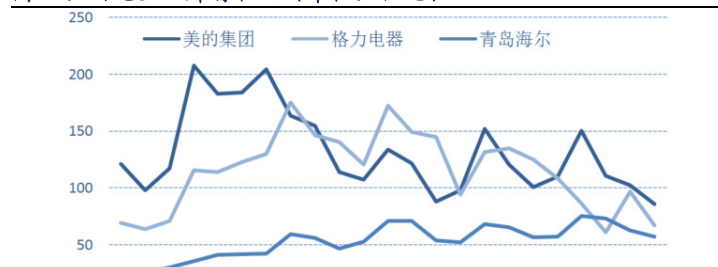
合伙人制度和文化再造，股权激励制度到位

2015 年 3 月公司首推合伙人计划，股权激励彰显信心。持股计划作为创新的长期激励机制，将有效推动与促进公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，绑定公司长期价值，实现全体股东利益一致，帮助企业提升价值。持股计划的实质是“业绩股票”，且通过“持股计划”的安排以及“合伙人”特质而更长期化，实现责任共担、价值共享。该计划的对象包括公司总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员。

积极解决库存问题，存货量降至历史低点

空调行业目前存在严重的库存问题，苏宁发布《2016 年中国空调行业白皮书》指出 2015 年，空调出货通路受阻，工厂产能过剩。截至 2015 年底，行业库存总量已突破 4000 万台，相当于国内空调一年销售总和。美的自 2011 年开始去产能、去库存、去杠杆。坚决的清自有库存和渠道库存，目的是把整个价值链的库存去下来。从美的 9 月底的数据来看，渠道的库存占大约 2 个月左右的内销量，比 6 月份的情况已经改善了很多；自有库存至 9 月底为 86 亿元，自上市以来历史最低点。

图 30：白电企业库存状况（单位：亿元）

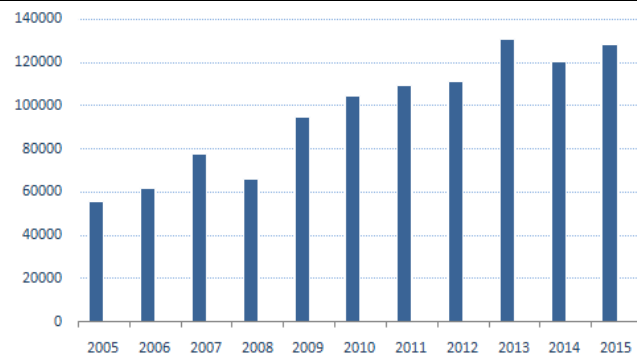


资料来源: Wind、信达证券研发中心

短期利好因素:房地产行业转好, 家电行业受益

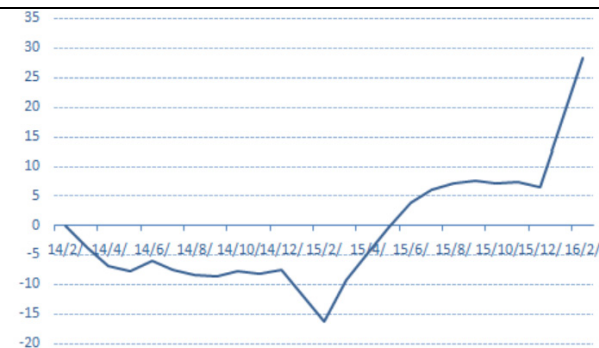
在经历了连续 15 个月的下跌, 全国商品房销售面积自 15 年 6 月份开始逐步增长, 15 年 11 月、12 月和 16 年 2 月的同比增长分别为 7.4%、6.5%和 28.5%。15 全年成交量明显回升, 销售面积 12.8 亿平米, 仅略低于最好的 13 年的 13.1 亿平米。16 年楼市继续升温, 上游地产复苏, 家电板块作为地产板块的下游, 行业需求与地产销售情况密切相关。商品房销售面积的提升将促进家电的增量需求, 推动家电行业的销售。业界通常认为, 房地产对家电行业的影响一般为半年以后, 因此家电销售端变化将在 16 年上半年开始初步显现。

图 31: 全国商品房年度销售面积 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind、信达证券研发中心整理

图 32: 全国商品房月销售同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

盈利预测

重要假设

在经历了 15 年家电行业调整, 尤其是空调行业的去库存调整, 我们对美的集团未来收入的预测如下:

表 4: 美的集团业务营业收入增长率预测

收入增长率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
大家电业务	17.92%	-4.48%	8.67%	10.83%	10.19%
小家电业务	17.48%	8.40%	10.00%	14.00%	14.00%

电机业务	-10.10%	-11.30%	2.00%	8.00%	8.00%
物流业务	11.76%	-15.90%	2.00%	12.00%	12.00%
其他收入	16.61%	-1.91%	5.00%	16.00%	12.00%
合计营业收入	17.11%	-2.00%	8.44%	11.88%	11.24%

资料来源：2014 年增长率为公司年报数据，其余为信达证券研发中心预测

因此，我们预计 16-18 年美的集团营业收入分别为 1511.10、1690.69 和 1880.74 亿元，归母净利润分别为 139.81、161.38 和 185.35 亿元。

估值及投资评级

对于可比上市公司，我们选取了同样是在白电领域的格力电器和青岛海尔。为了更好的显示出美的集团在整个家电行业的相对位置，我们还选取了其他相关的家电行业上市公司。基于美的均衡的产品和市场组合，良好的市场占有率和内部竞争力等，我们对美的在 16 年营业收入表现较乐观。目前整个白电行业属于估值底部，公司估值低于选取公司的平均值，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 比公司估值情况

公司名称	股价	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2014A	2015A/E	2016E	2014A	2015A/E	2016E
青岛海尔	8.31	517.10	1.74	0.70	0.85	12.29	12.06	9.97
格力电器	19.22	1,156.22	4.71	2.31	2.59	8.10	8.31	7.42
TCL 集团	3.78	466.56	0.35	0.28	0.33	18.18	13.58	11.44
海信电器	16.21	216.29	1.07	1.10	1.24	15.35	15.06	13.38
苏泊尔	30.36	190.69	1.09	1.75	2.09	21.45	17.25	14.39
九阳股份	18.26	139.73	0.70	0.92	1.07	22.54	19.69	16.94
老板电器	48.12	233.87	1.80	1.68	2.23	28.16	28.66	21.58
小天鹅 A	25.39	145.80	1.10	1.79	2.15	17.56	14.30	11.88
平均值						17.97	16.10	13.38
美的集团	30.02	1281.07	2.49	2.98	3.28	12.20	10.08	9.16

资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：美的集团为信达证券预测数据，其余为 Wind 一致预期，采用 2016 年 4 月 8 日收盘价）

备注：格力电器 2016 年 2 月 19 号停牌，停牌时沪深 3051.59，目前沪深前一交易日为 3185.73

风险因素

内部因素:

- 美的品牌对中高端消费者的吸引力不够，品牌力无法跟进市场变化，对主力消费人群吸引力降低;
- 支持电商发展的物流和服务体系效率提高不足；电商渠道向三四级市场下沉速度过缓。
- 销售模式从渠道导向零售导向的转型遭遇阻碍。

外部因素

- 房地产发展过缓;
- 中国经济发展速度不及预期，消费升级趋势难达预期;
- 全球经济增长乏力，需求减弱。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	86,427.07	93,367.71	111,267.84	132,551.16	156,977.95
货币资金	6,203.28	11,861.98	27,051.20	43,956.94	63,691.80
应收票据	17,097.23	12,889.15	13,893.43	15,554.11	17,311.46
应收账款	9,362.10	10,371.72	11,179.85	12,516.17	13,930.29
预付账款	1,414.47	988.63	1,066.29	1,185.62	1,317.04
存货	15,020.03	10,448.94	11,269.78	12,531.02	13,920.06
其他	37,329.95	46,807.30	46,807.30	46,807.30	46,807.30
非流动资产	33,865.01	35,474.23	36,397.43	38,105.85	39,803.91
长期投资	951.87	2,888.27	2,888.27	2,888.27	2,888.27
固定资产	19,521.81	18,729.88	19,872.66	21,773.94	23,315.97
无形资产	3,431.96	3,392.40	3,493.08	3,599.53	3,684.05
其他	9,959.37	10,463.67	10,143.41	9,844.12	9,915.62
资产总计	120,292.09	128,841.94	147,665.26	170,657.02	196,781.86
流动负债	73,142.85	72,003.85	75,326.88	80,426.78	86,003.21
短期借款	6,070.88	3,920.93	3,920.93	3,920.93	3,920.93
应付账款	20,137.45	17,448.68	18,819.40	20,925.55	23,245.11
其他	46,934.52	50,634.23	52,586.54	55,580.29	58,837.17
非流动负债	1,417.78	806.46	806.46	806.46	806.46
长期借款	19.21	90.06	90.06	90.06	90.06
其他	1,398.58	716.40	716.40	716.40	716.40
负债合计	74,560.63	72,810.31	76,133.34	81,233.24	86,809.68
少数股东权益	6,260.96	6,829.77	8,348.80	10,102.20	12,115.94
归属母公司股东权益	39,470.50	49,201.85	63,183.12	79,321.57	97,856.24
负债和股东权益	120,292.09	128,841.94	147,665.26	170,657.02	196,781.86

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	142,310.97	139,347.12	151,110.14	169,069.53	188,074.04
同比(%)	17.36%	-2.08%	8.44%	11.88%	11.24%
归属母公司净利润	10,502.22	12,706.73	13,981.27	16,138.45	18,534.66
同比(%)	97.50%	20.99%	15.43%	14.85%	18.48%
毛利率(%)	25.75%	26.33%	26.72%	27.18%	27.28%
ROE(%)	29.04%	28.66%	24.88%	22.65%	20.92%
摊薄每股收益(元)	2.49	2.98	3.28	3.78	4.34
P/E	12.20	10.08	9.16	7.94	6.91
P/B	2.60	2.03	1.61	1.31	1.07
EV/EBITDA	7.11	6.54	5.69	4.99	4.24

利润表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	142,310.97	139,347.12	151,110.14	169,069.53	188,074.04
营业成本	105,669.69	102,662.82	110,727.72	123,119.68	136,767.24
营业税金及附加	809.60	911.33	909.02	1,055.65	1,177.20
营业费用	14,733.92	14,799.77	15,634.45	17,591.00	19,645.64
管理费用	7,498.26	7,441.76	8,092.04	8,966.61	10,019.19
财务费用	251.33	138.93	-540.45	-1,476.45	-2,518.23
资产减值损失	349.82	4.77	158.27	203.22	173.34
公允价值变动收益	-652.79	81.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,511.12	2,011.27	2,011.27	1,953.22	1,991.92
营业利润	13,450.50	14,916.87	17,539.53	20,890.40	24,052.97
营业外收入	1,057.07	1,707.04	1,382.05	1,382.05	1,382.05
营业外支出	516.89	572.56	468.85	972.63	972.63
利润总额	13,990.68	16,051.35	18,452.74	21,299.82	24,462.39
所得税	2,344.36	2,426.70	2,952.44	3,407.97	3,913.98
净利润	11,646.33	13,624.66	15,500.30	17,891.85	20,548.41
少数股东损益	1,144.11	917.93	1,519.03	1,753.40	2,013.74
归属母公司净利润	10,502.22	12,706.73	13,981.27	16,138.45	18,534.66
EBITDA	17,411.17	18,578.41	20,187.02	23,221.09	26,471.54
EPS (摊薄)	2.46	2.98	3.28	3.78	4.34

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	24,788.51	26,764.25	16,790.02	19,252.03	22,124.75
净利润	11,646.33	13,624.66	15,500.30	17,891.85	20,548.41
折旧摊销	3,320.41	2,844.09	1,543.76	1,730.74	1,818.63
财务费用	100.07	-317.04	190.52	190.52	190.52
投资损失	-1,511.12	-2,011.27	-2,011.27	-1,953.22	-1,991.92
营运资金变动	12,457.51	10,577.99	453.85	519.09	711.17
其它	-1,224.69	2,045.83	1,112.85	873.04	847.94
投资活动现金流	-28,862.40	-17,989.19	-1,410.27	-2,155.76	-2,199.37
资本支出	-1,404.69	-2,582.92	-3,421.54	-4,108.99	-4,191.29
长期投资	1,343.07	43,867.13	2,011.27	1,953.22	1,991.92
其他	-28,800.78	-59,273.40	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-7,410.13	-8,876.65	-190.52	-190.52	-190.52
吸收投资	7.93	1,701.63	0.00	0.00	0.00
借款	-2,365.46	-4,836.97	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	4,052.59	4,908.03	190.52	190.52	190.52
现金净增加额	-11491.64	-84.92	15189.22	16905.74	19734.86

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李丹，研究助理。伦敦政治经济学院毕业，市场学和信息管理学双硕士，2015年7月加入信达证券研究开发中心。曾服务于三星鹏泰，研究家电行业市场策略；在加入信达前为欧洲安博思咨询时尚部中国区总监。10年以上消费行业研究经验，主要研究领域为消费品企业的品牌战略、营销策略以及企业国际化发展战略的规划和执行。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。