

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：32.10元
目标价格（人民币）：35.66-36.83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)	2,240.50
总市值(百万元)	136,965.55
年内股价最高最低(元)	40.58/19.09
沪深 300 指数	3156.75
深证成指	10141.54
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



相关报告

- 1.《开启全球布局进程，携手东芝协同发展-开启全球布局进程，携手东...》，2016.4.1
- 2.《盈利能力稳步提升，静待收入端探底回升》，2016.3.28
- 3.《去库存加速、盈利能力增强,落实“双智”战略、布局全球市场》，2015.10.29
- 4.《业绩成长确定，分享智慧生活盛宴-业绩成长确定，分享智慧生活盛...》，2015.8.13

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.435	2.898	3.406	3.891	4.385
每股净资产(元)	9.36	11.78	14.19	16.62	20.00
每股经营性现金流(元)	5.88	6.27	7.07	5.07	4.28
市盈率(倍)	11.27	11.33	9.22	8.07	7.16
行业优化市盈率(倍)	22.16	29.47	24.99	24.99	24.99
净利润增长率(%)	40.36%	20.45%	17.54%	14.24%	12.70%
净资产收益率(%)	26.01%	24.59%	24.01%	23.41%	21.92%
总股本(百万股)	4,215.81	4,266.84	4,266.84	4,266.84	4,266.84

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 美的集团发布 2016 年一季度财务报告：2016 年一季度公司实现营业收入 383.40 亿元，同比下滑 9.63%；实现归属母公司股东净利润 39.10 亿元，同比增长 16.91%。公司 16 年一季度实现 EPS 0.92 元。

经营分析

- 空调业务受整体行业影响，依旧维持去库存阶段，静待收入增速探底回升：2016 年一季度公司整体运行情况仍旧保持 15 年态势：冰洗厨电小家电业务增速较为优秀，一季度公司收入端的下滑，主要是由于收入占比较高的空调业务所致。

一季度空调业务维持去库存举措，静待出厂货量探底回升：现阶段，库存去除得利，终端销售有回暖迹象，零售均价企稳上升，多重变量显示行业生态逐渐乐观。一季度公司维持去库存举措，因此短期公司出货量暂无大的提升。但是值得关注的是，一季度空调终端销售已经出现回暖，公司终端安装卡 Q1 同比增长 10%。从市场占有率方面来看，公司空调出口业务市占率 2016Q1 同比提升 2.5% 至 25.4%，内销业务市占率同比提升 0.9% 至为 27.4%。我们认为，待到库存完全回到正常水平之后，公司出货量将会反映终端需求的回暖。加之 15 年下半年较低基数，16 年公司空调业务或呈现前低后高的走势，静待公司空调出厂量探底回升。

- 盈利能力持续提升，费用控制得利：报告期内，公司毛利率、净利率都有稳步提升：毛利率同比提升 2.99% 至 29.83%、净利率提升 2.31pct 至 10.19%。我们认为，毛利率的提升主要是来自于两方面因素：1、产品结构优化，高毛利产品占比提升；2、原材料价格下降。虽销售费用有略微上升，但财务费用的减少，使得净利率提升。预计 2016 年公司盈利能力能维持此水平。

- 营运效率提升，推进产销转型：公司积极贯彻产业链变革措施，有效的提升了公司营运效率。针对空调行业整体去库存的特殊时期，公司在传统“压货式”营销日渐失效的趋势下，大力推行“T+3”客户订单制的新型产销模式，加快周转并提升市场竞争力。同时，大物流平台的搭建整合，也对效率

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳

联系人
(8621)60230218
sunjj@gjzq.com.cn

提升及去库存化发挥了积极作用。16年Q1存货周转天数为34天，较之15年Q1减少4天。

盈利调整

- 考虑到当下家电行业整体情况以及公司未来全球化发展战略，预计16-18年收入分别为1503、1790、2151亿元，同比增速8.60%、19.10%、20.2%，净利润145、166、187亿元，同比增速17.54%，14.24%，12.70%。摊薄后EPS为3.41、3.89、4.39元。

投资建议

- 目前股价为32.10元，对应16年PE9.41倍。
基于对于公司今后发展展望，给予16年10.46-10.80倍市盈率，对应目标价区间为35.66-36.83元。维持“买入”评级。

图表 1：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	2018E
空调及零部件						
销售收入（百万元）	62,177.70	72,704.84	64,491.95	72,875.90	84,536.05	99,752.54
增长率 (YOY)	20.82%	16.93%	-11.30%	13.00%	16.00%	18.00%
毛利率	24.50%	26.95%	28.25%	29.00%	29.00%	28.50%
销售成本（百万元）	46,944.16	53,110.89	46,270.51	51,741.89	60,020.59	71,323.06
增长率 (YOY)	20.36%	13.14%	-12.88%	11.82%	16.00%	18.83%
毛利（百万元）	15,233.54	19,593.95	18,221.44	21,134.01	24,515.45	28,429.47
增长率 (YOY)	22.26%	28.62%	-7.00%	15.98%	16.00%	15.97%
占总销售额比重	55.32%	53.50%	50.16%	48.49%	47.23%	46.37%
占主营业务利润比重	57.32%	57.27%	53.78%	51.50%	50.11%	49.21%
冰箱及零部件						
销售收入（百万元）	8,131.08	9,723.78	11,422.68	13,707.22	16,585.73	20,068.73
增长率 (YOY)	36.64%	19.59%	17.47%	20.00%	21.00%	21.00%
毛利率	19.06%	24.08%	23.18%	25.68%	26.00%	28.00%
销售成本（百万元）	6,581.30	7,382.29	8,774.50	10,187.20	12,273.44	14,449.49
增长率 (YOY)	33.61%	12.17%	18.86%	16.10%	20.48%	17.73%
毛利（百万元）	1,549.78	2,341.49	2,648.18	3,520.01	4,312.29	5,619.25
增长率 (YOY)	51.24%	51.08%	13.10%	32.92%	22.51%	30.31%
占总销售额比重	7.23%	7.16%	8.88%	9.12%	9.27%	9.33%
占主营业务利润比重	5.83%	6.84%	7.82%	8.58%	8.81%	9.73%
洗衣机及零部件						
销售收入（百万元）	8,053.45	9,973.82	12,017.51	15,622.76	20,309.59	26,402.47
增长率 (YOY)	29.60%	23.85%	20.49%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	26.61%	28.52%	28.10%	29.00%	29.00%	28.00%
销售成本（百万元）	5,910.43	7,129.29	8,640.66	11,092.16	14,419.81	19,009.78
增长率 (YOY)	24.93%	20.62%	21.20%	28.37%	30.00%	31.83%
毛利（百万元）	2,143.02	2,844.53	3,376.85	4,530.60	5,889.78	7,392.69
增长率 (YOY)	44.47%	32.73%	18.71%	34.17%	30.00%	25.52%
占总销售额比重	7.17%	7.34%	9.35%	10.39%	11.35%	12.27%
占主营业务利润比重	8.06%	8.31%	9.97%	11.04%	12.04%	12.80%
小家电						
销售收入（百万元）	27,843.79	32,709.72	35,445.86	42,535.03	51,042.04	61,250.45
增长率 (YOY)	#DIV/0!	17.48%	8.36%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	24.19%	24.74%	25.03%	26.00%	26.00%	25.00%
销售成本（百万元）	21,108.38	24,617.34	26,574.53	31,475.92	37,771.11	45,937.83
增长率 (YOY)	#DIV/0!	16.62%	7.95%	18.44%	20.00%	21.62%
毛利（百万元）	6,735.41	8,092.38	8,871.33	11,059.11	13,270.93	15,312.61
增长率 (YOY)	#DIV/0!	20.15%	9.63%	24.66%	20.00%	15.38%
占总销售额比重	24.77%	24.07%	27.57%	28.30%	28.52%	28.47%
占主营业务利润比重	25.34%	23.65%	26.18%	26.95%	27.12%	26.51%
电机						
销售收入（百万元）	4,431.18	7,219.61	3,533.84	3,569.18	3,926.10	4,318.71
增长率 (YOY)	#DIV/0!	62.93%	-51.05%	1.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.02%	13.85%	16.05%	16.00%	16.00%	15.00%
销售成本（百万元）	3,721.30	6,219.69	2,966.67	2,998.11	3,297.92	3,670.90
增长率 (YOY)	#DIV/0!	67.14%	-52.30%	1.06%	10.00%	11.31%
毛利（百万元）	709.88	999.92	567.17	571.07	628.18	647.81
增长率 (YOY)	#DIV/0!	40.86%	966.00%	0.69%	10.00%	3.13%
占总销售额比重	3.94%	5.31%	2.75%	2.37%	2.19%	2.01%
占主营业务利润比重	2.67%	2.92%	1.67%	1.39%	1.28%	1.12%
物流						
销售收入（百万元）	1,759.38	3,564.56	1,652.76	1,983.31	2,578.31	3,351.80
增长率 (YOY)	#DIV/0!	102.60%	-53.63%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	11.59%	9.59%	11.97%	11.00%	12.00%	11.00%
销售成本（百万元）	1,555.47	3,222.72	1,454.92	1,765.15	2,268.91	2,983.10
增长率 (YOY)	#DIV/0!	107.19%	-54.85%	21.32%	28.54%	31.48%
毛利（百万元）	203.91	341.84	197.84	218.16	309.40	368.70

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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	120,975	141,668	138,441	150,293	178,978	215,145							
增长率	17.1%	-2.3%	8.6%	19.1%	20.2%		货币资金	15,574	6,203	11,862	43,994	62,853	79,740
主营业务成本	-92,818	-105,670	-102,663	-109,260	-130,052	-157,374	应收账款	23,104	27,640	24,362	26,559	29,838	36,457
%销售收入	76.7%	74.6%	74.2%	72.7%	72.7%	73.1%	存货	15,198	15,020	10,449	16,763	19,953	24,145
毛利	28,157	35,998	35,778	41,033	48,926	57,771	其他流动资产	11,451	37,564	46,549	2,187	2,603	1,576
%销售收入	23.3%	25.4%	25.8%	27.3%	27.3%	26.9%	流动资产	65,327	86,427	93,222	89,504	115,247	141,918
营业税金及附加	-610	-810	-911	-751	-895	-1,076	%总资产	67.4%	71.8%	72.4%	76.0%	81.3%	84.8%
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	1,963	2,779	6,329	6,230	6,129	6,013
营业费用	-12,432	-14,734	-14,800	-16,567	-20,408	-24,010	固定资产	20,185	20,184	19,685	19,247	17,983	17,305
%销售收入	10.3%	10.4%	10.7%	11.0%	11.4%	11.2%	%总资产	20.8%	16.8%	15.3%	16.3%	12.7%	10.3%
管理费用	-6,733	-7,498	-7,442	-7,214	-8,233	-12,048	无形资产	6,905	7,122	6,567	2,859	2,411	2,034
%销售收入	5.6%	5.3%	5.4%	4.8%	4.6%	5.6%	非流动资产	31,619	33,865	35,474	28,337	26,525	25,355
息税前利润(EBIT)	8,381	12,957	12,626	16,501	19,390	20,637	%总资产	32.6%	28.2%	27.6%	24.0%	18.7%	15.2%
%销售收入	6.9%	9.1%	9.1%	11.0%	10.8%	9.6%	资产总计	96,946	120,292	128,697	117,841	141,771	167,272
财务费用	-564	-251	-139	-100	-100	-100	短期借款	10,490	6,683	3,921	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	应付款项	30,288	38,002	41,283	40,809	51,770	60,020
资产减值损失	-123	-350	-5	-100	-100	-116	其他流动负债	15,870	28,458	26,063	7,955	8,658	9,566
公允价值变动收益	546	-653	82	100	100	118	流动负债	56,647	73,143	71,267	48,764	60,428	69,586
投资收益	998	1,511	2,011	2,566	2,888	2,888	长期贷款	711	19	90	90	90	91
%税前利润	10.1%	11.0%	12.8%	13.1%	12.6%	12.0%	其他长期负债	507	1,399	237	0	0	0
营业利润	9,239	13,214	14,575	18,967	22,178	23,427	负债	57,865	74,561	71,594	48,854	60,518	69,677
营业利润率	7.6%	9.3%	10.5%	12.6%	12.4%	10.9%	普通股股东权益	32,847	39,470	50,273	60,539	70,910	85,354
营业外收支	688	540	1,134	688	690	690	少数股东权益	6,233	6,261	6,830	8,448	10,344	12,241
税前利润	9,927	13,754	15,709	19,655	22,868	24,117	负债股东权益合计	96,946	120,292	128,697	117,841	141,771	167,272
利润率	8.2%	9.7%	11.3%	13.1%	12.8%	11.2%							
所得税	-1,714	-2,344	-2,427	-3,503	-4,369	-3,508							
所得税率	17.3%	17.0%	15.4%	17.8%	19.1%	14.5%							
净利润	8,212	11,410	13,283	16,151	18,499	20,608							
少数股东损益	2,980	1,144	918	1,618	1,896	1,897							
归属于母公司的净利润	5,232	10,266	12,365	14,533	16,603	18,711							
净利率	4.3%	7.2%	8.9%	9.7%	9.3%	8.7%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金净流	15,078	26,069	23,535	30,185	21,621	18,267	每股指标						
资本开支	-1,692	-1,405	-2,583	3,619	581	-20	每股收益	3.103	2.435	2.898	3.406	3.891	4.385
投资	209	-28,803	-17,537	-1	0	0	每股净资产	19.479	9.362	11.782	14.188	16.619	20.004
其他	1,016	1,345	2,131	2,666	2,988	3,006	每股经营现金净流	5.962	5.880	6.273	7.074	5.067	4.281
投资活动现金净流	-467	-28,862	-17,989	6,284	3,569	2,986	每股股利	0.000	2.000	1.200	1.000	1.000	1.000
股权募资	17	8	1,702	0	-1,965	0							
债权募资	2,507	-2,365	-4,837	-4,118	0	1	回报率						
其他	-3,391	-4,060	-4,725	-219	-4,367	-4,367	净资产收益率	15.93%	26.01%	24.59%	24.01%	23.41%	21.92%
筹资活动现金净流	-868	-6,418	-7,860	-4,336	-6,332	-4,366	总资产收益率	5.40%	8.53%	9.61%	12.33%	11.71%	11.19%
现金净流量	13,744	-9,211	-2,315	32,132	18,858	16,887	投入资本收益率	13.71%	20.43%	17.46%	19.63%	19.28%	18.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	2014-08-19	买入	21.53	N/A
2	2014-10-24	买入	20.29	N/A
3	2014-10-27	买入	20.01	26.00~29.00
4	2014-12-15	买入	24.70	29.00~34.80
5	2015-08-13	买入	34.60	43.05~48.22
6	2015-10-29	买入	26.79	N/A
7	2016-03-28	买入	31.40	35.66~36.83
8	2016-04-01	买入	30.85	35.66~36.83

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