

心怀梦想，就是美的

投资要点

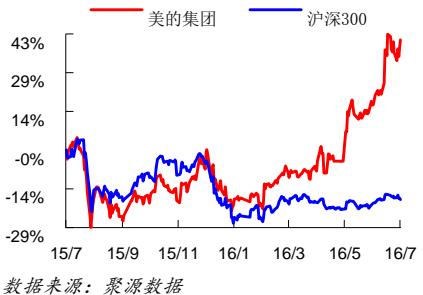
- 全品类家电龙头。**公司是我国家电行业龙头企业，产品涵盖冰、洗、空等白电，烟、灶、消等厨电以及小家电产品群等。2013年实现集团整体上市，旗下拥有小天鹅(SZ000418)、威灵控股(HK00382)等上市公司。公司各品类产品都具有较强竞争力，市占率均位于行业前五，大部分居于行业前两名。
- 继续着力去库存，效率提升结构优化。**公司自2015年开始着力去库存，效果显著。2015年底，公司库存量2524.8万台/套，同比下降34%。公司创新实现T+3销售模式，及时反馈终端销售信息，把握市场偏好，有效减少库存提高效率。同时，随着冰洗产品崛起，小家电市场空间逐步释放，公司产品结构进一步优化，空调单一品类营收占比预计下降，降低公司对空调产品的依赖程度，多元化特征更加明显。
- 创新管理体制，增强品牌张力。**1997年，公司开始实施事业部制，按照产品品类，将其划分为不同的事业部，有效规避大体量带来的运转不灵问题。与事业部制度并行，公司搭建平台制度，统筹后台服务支持，有效地节约效率和成本，规模效应集中体现。现阶段，公司形成九大事业部、六大平台并行的体制结构。品牌建设宏观规划“收”于集团，具体品类产销“放”于事业部，这种收放自如的体制使得公司在庞大体量下依然能够灵活运转，并扬长避短发挥大体量带来的规模效益优势。
- “双智”战略深化推进，国际化进程加速。**今年以来，公司在国际市场动作频繁。公司收购东芝白电业务，拓展了公司的国际业务渠道，扩大经营规模；公司收购库卡，加强国际化布局的同时有力推动了公司“智能制造”和“智能家电”的“双智”战略，一方面在现阶段进行产品线自动化的改造，另一方面为未来深入切入机器人领域进行提前布局。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计2016-2018年EPS分别为2.34元、2.63元、2.90元，未来三年净利润将保持13%的复合增长率，参考万德白色家电行业一致预期均值（剔除转型股票和小家电）给予公司2016年15倍估值，对应目标价35.1元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格或大幅波动，空调去库存进展不力，并购业务不成功等风险。

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：龚梦泓
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	64.01
流通A股(亿股)	33.62
52周内股价区间(元)	20.35-34.95
总市值(亿元)	1,805.11
总资产(亿元)	1,479.23
每股净资产(元)	12.62

相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	139347.12	143367.45	153514.28	164473.61
增长率	-2.08%	2.89%	7.08%	7.14%
归属母公司净利润(百万元)	12706.73	15007.25	16824.81	18535.72
增长率	20.99%	18.10%	12.11%	10.17%
每股收益EPS(元)	1.99	2.34	2.63	2.90
净资产收益率ROE	24.32%	23.67%	22.55%	21.35%
PE	14	12	11	10
PB	3.22	2.66	2.26	1.94

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况：全品类家电龙头	1
2 创新管理体制，增强品牌张力	2
2.1 建立产品事业部制度，充分放权	2
2.2 搭建后台服务平台，统筹管理	2
3 “双智”战略深化推进，国际化进程加速	3
3.1 收购东芝白电业务，完善国际化布局	3
3.2 邀约收购库卡，机器人布局推动“双智”战略	3
4 盈利预测与估值	4
5 风险提示	5

图 目 录

图 1: 公司营业收入及增速	1
图 2: 公司净利润及增速	1
图 3: 主营业务结构情况 (按产品, 内环 14 年, 外环 15 年)	1
图 4: 主营业务结构情况 (按地域, 内环 14 年, 外环 15 年)	1
图 5: 公司产品市占率排名	2
图 6: 美的集团九大事业部、六大平台	3

表 目 录

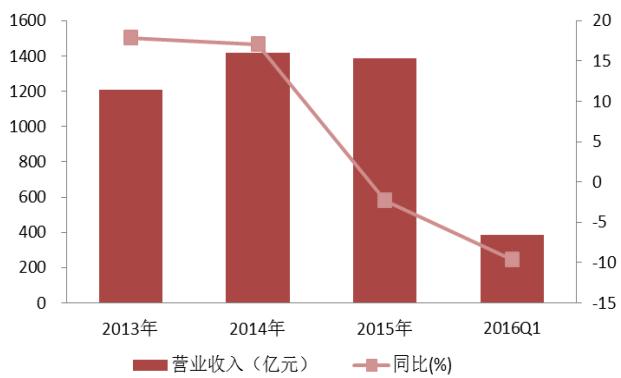
表 1: 分业务收入及毛利率	4
附表: 财务预测与估值	6

1 公司概况：全品类家电龙头

公司以家电制造业为主业。1993年美的电器登陆资本市场，2013年集团实现整体上市，现旗下拥有小天鹅(SZ000418)、威灵控股(HK00382)等上市公司，主要家电产品涵盖冰洗空等大型白电、烟灶消等厨房电器，同时，公司拥有中国最完整的小家电产品群。

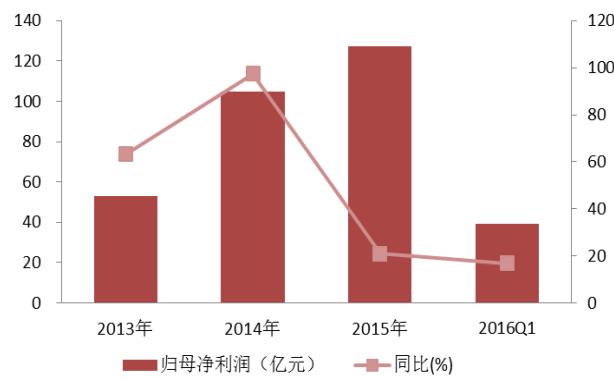
公司业绩状况：受15年清理库存及凉夏的影响，造成整体营收下滑；但同时公司积极推出新品，小家电板块保持较高速增长，电商渠道占比的提升等因素都有利于提升公司盈利能力。公司净利润依然保持20%左右增速。

图1：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

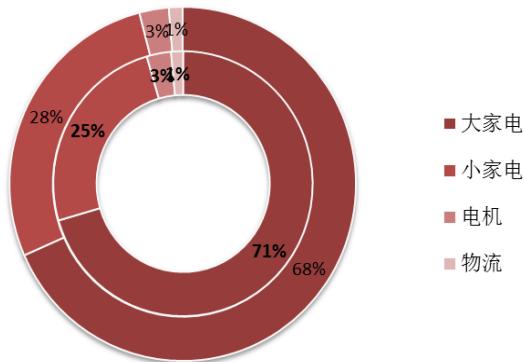
图2：公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

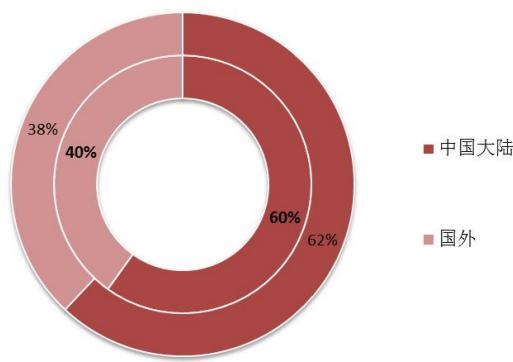
公司主营业务结构：家电产品为公司主要收入来源，冰洗空等白电占较大份额，相比2014年，2015年小家电占营收比重提升至28%。从地域上来看，公司六成收入来自国内，四成收入来自海外。

图3：主营业务结构情况（按产品，内环14年，外环15年）



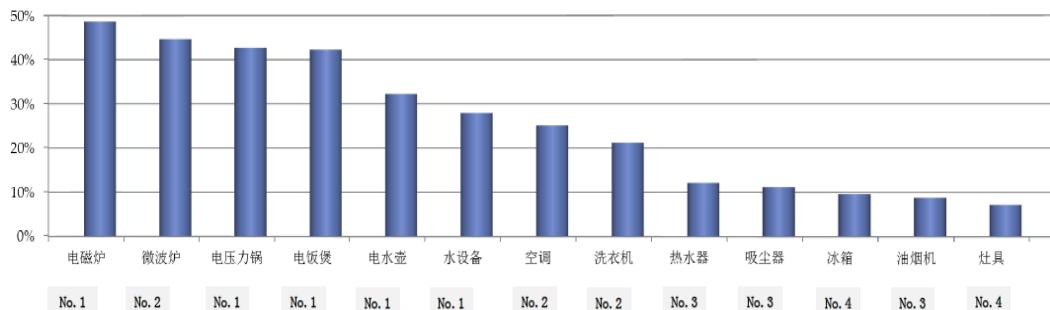
数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：主营业务结构情况（按地域，内环14年，外环15年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司品类齐全，单一品类都有较强的竞争力。多品类的运营模式，一方面更有效塑造品牌力，增强知名度，广告宣传惠及各个品类，有效降低销售费用率；另一方面，随着智能家电兴起，用户更倾向于商家提供一站式解决方案，更要求单个家电之间的联动性，公司品类齐全几乎无短板，在这一趋势下具有先天优势。

图 5：公司产品市占率排名
2015年国内市场占有率


数据来源：公司资料，西南证券整理

继续着力去库存，效率提升结构优化。公司自 2015 年开始着力去库存，效果显著。2015 年底，公司库存量 2,524.8 万台/套，同比下降 34%。今年去库存进展顺利，预计今年能够完成。公司创新实现 T+3 经营模式，终端销售商提出需求后，从生产到运输到达在三天内实现。这样的模式一改以往“计划经济”强压式、任务式的产销模式，迎合市场需求而生产，一方面让公司更好地把握市场趋势，做好产品改进，及时调整产销计划；另一方面也提升产销效率，有效从根本上解决库存问题，实现从生产线到终端销售的无缝对接。

同时，随着冰洗产品崛起，小家电市场空间逐步释放，公司产品结构进一步优化，空调单一品类营收占比预计下降，降低公司对空调产品的依赖程度，多元化特征更加明显。

2 创新管理体制，增强品牌张力

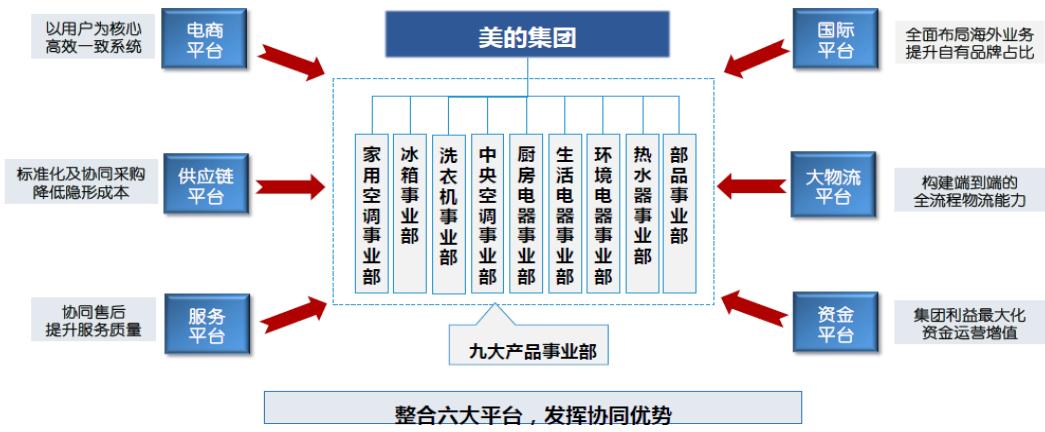
2.1 建立产品事业部制度，充分放权

随着公司体量的增长，规模效益逐渐释放完毕，开始出现规模不经济现象，此时都会出现发展瓶颈。1997 年，公司开始实施事业部制，按照产品品类，将其划分为不同的事业部。公司充分放权，各个事业部相互独立，各自根据品类特征进行产品产销活动。事业部制度与公司多品类经营模式相契合，增强品牌横向张力，有效防止了公司规模成长后尾大不掉的问题。同时，事业部制度更有效把控每一品类的具体情况，相对独立的核算体系也更能制定具体有效的激励机制，增强员工动力。

2.2 搭建后台服务平台，统筹管理

与事业部制度并行，公司搭建平台制度，统筹资金、供应链、物流、电商、售后等服务支持。平台制度搭建有效地节约效率和成本，规模效应集中体现，同时加强各品类联系，保持品牌风格统一，有利于公司从宏观层面把控各事业部动向。

现阶段，公司形成九大事业部、六大平台并行的体制结构。品牌建设宏观规划“收”于集团，具体品类产销“放”于事业部，这种收放自如的体制使得公司在庞大体量下依然能够灵活运转，并扬长避短发挥大体量带来的规模效益优势。

图 6：美的集团九大事业部、六大平台


数据来源：远大中国招股说明书，西南证券

3 “双智”战略深化推进，国际化进程加速

3.1 收购东芝白电业务，完善国际化布局

今年以来，公司在国际市场动作频繁。2016年3月31日，公司披露了《美的集团股份有限公司关于与东芝深化战略合作的公告》。公司将以约537亿日元收购东芝家电业务的主体“东芝生活电器株式会社”（以下简称“东芝家电”）80.1%的股权，东芝保留19.9%的股权，同时公司将获得40年的东芝品牌的全球授权及超过5千项与白色家电相关的专利。收购东芝白色家电业务是公司落实全球经营战略的关键一步，同东芝家电业务的有效整合，进一步增强公司白电板块实力，扩大业务规模，同时获取东芝品牌在包括日本、东南亚在内的重要市场强大的分销渠道，夯实公司国际化基础。在完成东芝白电业务并购后，将直接反映在公司来自海外的营收占比提升。

3.2 邀约收购库卡，机器人布局推动“双智”战略

今年5月，公司公告意图获得超过库卡集团30%的股份，触发要约收购义务。截至北京时间2016年7月16日，公司持有的库卡集团股份比例已达到85.7%。库卡集团是全球领先的机器人及自动化生产设备和解决方案的供应商之一，此前，公司与库卡也保持常年合作关系。

美的集团近年来加快推进“智慧家居+智能制造”的“双智”战略，截至2015年底，公司已经有80多款智能机电产品，同时也加强生产线的智能化改造。此次公司收购库卡，是“双智”战略的深化布局，通过“智能制造+工业机器人”的模式，全面整合提升公司智能制造水平，同时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。在双方深度合作初期，多以“智能制造”的改进升级为主，但后期的长远布局在于深入参与机器人产业，实现从“用”到“做”的飞跃。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司并购业务进展顺利，下半年东芝纳入集团核算，企业规模进一步扩大；

假设 2：主要产品价格稳定，主要原材料价格不会大幅波动；

假设 3：公司“智能制造”战略进展顺利，生产线自动化升级，进一步节约成本，改善效率，提升产品毛利率；

假设 4：空调业务受去库存影响，营收有所下滑。冰、洗业务继续发力，小家电板块保持略高于行业水平增长幅度。

假设 5：公司三费率基本保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
空调及零部件	营业收入	64492.0	59977.5	61177.1	62400.6
	同比增长	-11.3%	-7.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	28.3%	29.2%	29.4%	29.5%
洗衣机及零部件	营业收入	14517.2	17275.4	20385.0	14517.2
	同比增长	20.8%	19.0%	18.0%	20.8%
	毛利率	28.1%	28.3%	28.6%	28.6%
冰箱及零部件	营业收入	11422.7	13478.8	15635.4	17824.3
	同比增长	17.5%	18.0%	16.0%	14.0%
	毛利率	23.2%	24.2%	24.4%	24.4%
小家电	营业收入	35445.9	38990.4	42499.6	46324.5
	同比增长	8.4%	10.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	25.0%	26.0%	26.0%	26.0%
电机	营业收入	3533.8	3180.5	2862.4	2576.2
	同比增长	-11.3%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	16.0%	16.5%	16.5%	16.5%
物流	营业收入	1652.8	1685.8	1719.5	1753.9
	同比增长	-15.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%
其他	营业收入	10782.5	11537.3	12344.9	13209.0
	同比增长	-4.1%	7.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
合计	营业收入	139347.1	143,367.4	153,514.3	164,473.6
	同比增长	-2.1%	2.9%	7.1%	7.1%
	毛利率	26.3%	27.0%	27.2%	27.2%

数据来源：西南证券

我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 2.34 元、2.63 元、2.90 元，未来三年净公司利润将保持 13%的复合增长率，参考万德白色家电行业一致预期均值（刨除转型股票和小家电）给予公司 2016 年 15 倍估值，对应目标价 35.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 公司主要产品原材料价格大幅波动，造成成本上升的风险；
- 2) 空调去库存进展不力，对业绩拖累超出预期的风险；
- 3) 公司并购业务不成功风险；
- 4) 在国际化拓展过程中外汇汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	139347.12	143367.45	153514.28	164473.61	净利润	13624.66	16091.37	18040.23	19874.73
营业成本	102662.82	104611.08	111822.16	119759.06	折旧与摊销	0.00	3653.05	4008.42	4363.80
营业税金及附加	911.33	860.86	941.11	1012.62	财务费用	138.93	130.69	-130.31	-419.37
销售费用	14799.77	15010.86	16120.41	17287.26	资产减值损失	4.77	5.00	5.00	5.00
管理费用	7441.76	7598.47	7982.74	8552.63	经营营运资本变动	-480.88	-2225.01	-592.88	-1411.23
财务费用	138.93	130.69	-130.31	-419.37	其他	13476.78	-2960.50	-2838.50	-3312.15
资产减值损失	4.77	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	26764.25	14694.59	18491.96	19100.78
投资收益	2011.27	2550.00	2920.00	3380.00	资本支出	811.47	-3520.00	-4200.00	-4210.00
公允价值变动损益	81.61	9.57	0.48	-2.97	其他	-18800.66	2559.57	2920.48	3377.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17989.19	-960.43	-1279.52	-832.97
营业利润	14916.87	17710.04	19693.64	21653.43	短期借款	-2149.95	-3920.93	0.00	0.00
其他非经营损益	1134.48	1446.00	1739.81	1941.87	长期借款	70.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	16051.35	19156.04	21433.45	23595.30	股权融资	1537.34	0.00	0.00	0.00
所得税	2426.70	3064.67	3393.22	3720.57	支付股利	-4215.81	-5100.74	-6024.22	-6753.83
净利润	13624.66	16091.37	18040.23	19874.73	其他	-4119.09	821.84	130.31	419.37
少数股东损益	917.93	1084.12	1215.42	1339.01	筹资活动现金流净额	-8876.65	-8199.84	-5893.91	-6334.45
归属母公司股东净利润	12706.73	15007.25	16824.81	18535.72	现金流量净额	-84.92	5534.32	11318.53	11933.35
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	11861.98	17396.30	28714.83	40648.18	成长能力				
应收和预付款项	25350.83	25778.32	27666.45	29713.73	销售收入增长率	-2.08%	2.89%	7.08%	7.14%
存货	10448.94	10697.47	11438.80	12249.80	营业利润增长率	10.90%	18.72%	11.20%	9.95%
其他流动资产	45705.96	47167.86	50506.17	54111.79	净利润增长率	16.99%	18.10%	12.11%	10.17%
长期股权投资	2888.27	2888.27	2888.27	2888.27	EBITDA 增长率	-11.55%	42.76%	9.67%	8.60%
投资性房地产	150.80	150.80	150.80	150.80	获利能力				
固定资产和在建工程	19684.64	19608.27	19886.03	19818.86	毛利率	26.33%	27.03%	27.16%	27.19%
无形资产和开发支出	5785.47	5806.93	5798.88	5790.39	三费率	16.06%	15.86%	15.62%	15.46%
其他非流动资产	6965.04	6886.91	6808.77	6730.63	净利率	9.78%	11.22%	11.75%	12.08%
资产总计	128841.94	136381.14	153859.01	172102.45	ROE	24.32%	23.67%	22.55%	21.35%
短期借款	3920.93	0.00	0.00	0.00	ROA	10.57%	11.80%	11.73%	11.55%
应付和预收款项	43980.08	43073.66	46844.88	50106.59	ROIC	23.90%	27.56%	29.01%	30.40%
长期借款	90.06	90.06	90.06	90.06	EBITDA/销售收入	10.80%	14.99%	15.35%	15.56%
其他负债	24819.24	25242.64	26933.29	28794.11	营运能力				
负债合计	72810.31	68406.36	73868.23	78990.76	总资产周转率	1.12	1.08	1.06	1.01
股本	4266.84	6401.09	6401.09	6401.09	固定资产周转率	7.29	7.56	7.97	8.57
资本公积	14511.19	12376.94	12376.94	12376.94	应收账款周转率	13.70	13.41	14.13	13.97
留存收益	31376.35	41282.86	52083.45	63865.34	存货周转率	8.02	9.79	10.03	10.04
归属母公司股东权益	49201.85	60060.89	70861.48	82643.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.35%	—	—	—
少数股东权益	6829.77	7913.89	9129.31	10468.32	资本结构				
股东权益合计	56031.62	67974.78	79990.79	93111.69	资产负债率	56.51%	50.16%	48.01%	45.90%
负债和股东权益合计	128841.94	136381.14	153859.01	172102.45	带息债务/总负债	5.51%	0.13%	0.12%	0.11%
 	 	 	 	 	流动比率	1.30	1.49	1.62	1.75
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	速动比率	1.15	1.34	1.46	1.59
EBITDA	15055.81	21493.78	23571.75	25597.85	股利支付率	33.18%	33.99%	35.81%	36.44%
PE	14.21	12.03	10.73	9.74	每股指标				
PB	3.22	2.66	2.26	1.94	每股收益	1.99	2.34	2.63	2.90
PS	1.30	1.26	1.18	1.10	每股净资产	8.75	10.62	12.50	14.55
EV/EBITDA	7.03	7.28	6.16	5.21	每股经营现金	4.18	2.30	2.89	2.98
股息率	2.34%	2.83%	3.34%	3.74%	每股股利	0.66	0.80	0.94	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn