

美的集团 (000333)

强烈推荐

行业：空调

第三季度业绩稳健增长、收购库卡提升智能制造战略

公司公布三季报：1-9月营收 1171 亿元，同比+4.5%；归属母公司净利润 128 亿元，同比+16.3%（扣非 122.3 亿，同比+30.5%）；每股收益 1.99 元。

第3季度：营收 391 亿元，同比+34.0%；归属上市公司净利润 33.1 亿，同比+23.2%（扣非 31.3 亿，同比+61.2%）；每股收益 0.51 元。

投资要点：

- ✧ **前三季度毛利率稳步提高，第三季度收入增速同比转正。** 1-9月主营毛利率 28.0%，同比去年提高 1.7 个百分点。单季度看，收入增速自 3Q2015 以来连续 4 个季度负增长后，第三季度收入同比+34%，环比大幅提高。
- ✧ **财务费用、投资收益/公允价值变动科目有较大变化。** 1-9月财务费用-9.1 亿，同比去年+1 亿有较大变化，主要是利息收入增加及汇率贬值影响；投资收益同比减少 4.1 亿、-25.8%；此外公允价值变动净收益-4.8 亿，同比去年的 4576 万减少 5.3 亿，主要是衍生金融工具公允价值变动。
- ✧ **空调行业销售第三季度转暖。** 根据产业在线数据，1-9月家用空调销量 8493 万台，同比-5.23%；内销 4491 万台，同比-16.1%；出口 40002 万台，同比+10.9%。第三季度销售 2698 万台，同比+23.3%；内销 1873 万台，同比+24.6%。
- ✧ **收购库卡，全面提升公司“智能制造”战略高度。** 1、全面要约收购德国 KUKA，接受要约的股份 81.04%，加上已持有的 13.51%，如果顺利完成收购，将合计持股 94.55%，目前仍需通过美国的两项审查。2、库卡在机器人“运动控制、结构设计以及下游应用”具有竞争优势，美的收购库卡是“智能制造”战略的重要布局；收购完成将直接助力美的“T+3 和大物流”战略的实施，更重要的是未来将协同拓展中国智能制造市场。
- ✧ **维持“强烈推荐”评级，维持目标价 34 元。** 合并东芝家电、暂不考虑库卡，预测 2016-18 年净利润 145、169 和 190 亿元，摊薄每股收益 2.26、2.63 和 2.95 元；目标价 34 元，对应 2016-17 年 15 和 13 倍 PE。
- ✧ **风险提示：** 东芝家电业务低于预期，收购 KUKA 风险，系统风险等

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 139347 | 150705 | 179911 | 200607 |
| 收入同比(%) | -2% | 8% | 19% | 12% |
| 归属母公司净利润 | 12707 | 14506 | 16921 | 18953 |
| 净利润同比(%) | 21% | 14% | 17% | 12% |
| 毛利率(%) | 26.3% | 27.8% | 25.8% | 25.6% |
| ROE(%) | 25.8% | 25.0% | 25.0% | 24.2% |
| 每股收益(元) | 2.98 | 2.26 | 2.63 | 2.95 |
| P/E | 8.99 | 11.85 | 10.16 | 9.07 |
| P/B | 2.32 | 2.96 | 2.54 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 9 | 8 | 7 | 6 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6-12个月目标价： 34元

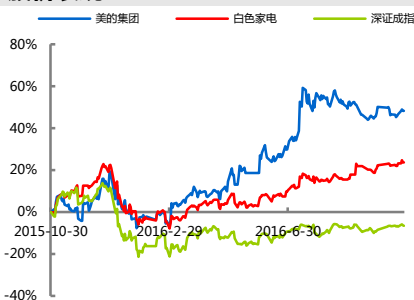
当前股价： 26.76

评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 6,425 |
| 流通股本(百万股) | 6,342 |
| 总市值(亿元) | 1,719 |
| 流通市值(亿元) | 1,679 |
| 成交量(百万股) | 20.75 |
| 成交额(百万元) | 554 |

股价表现



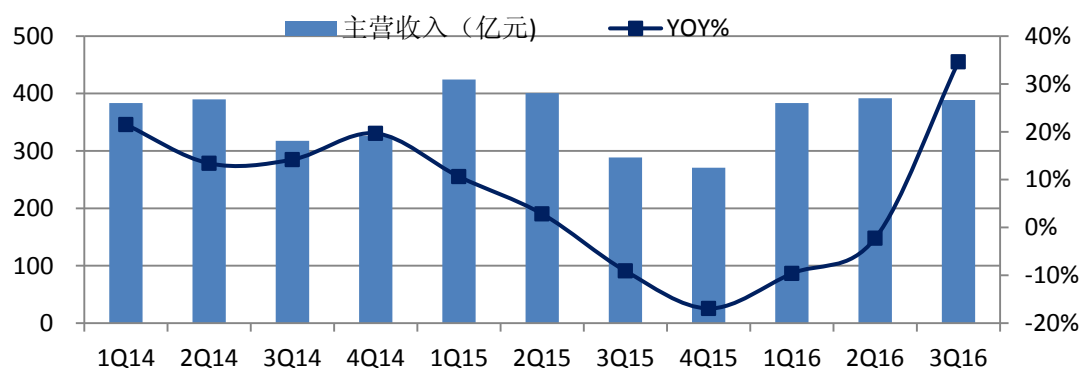
相关报告

《美的集团深度-浅析美的收购库卡的几个重要问题》2016-09-29

《美的集团-白电业务稳健发展、持续并购加速国际化多元化布局》2016-08-31

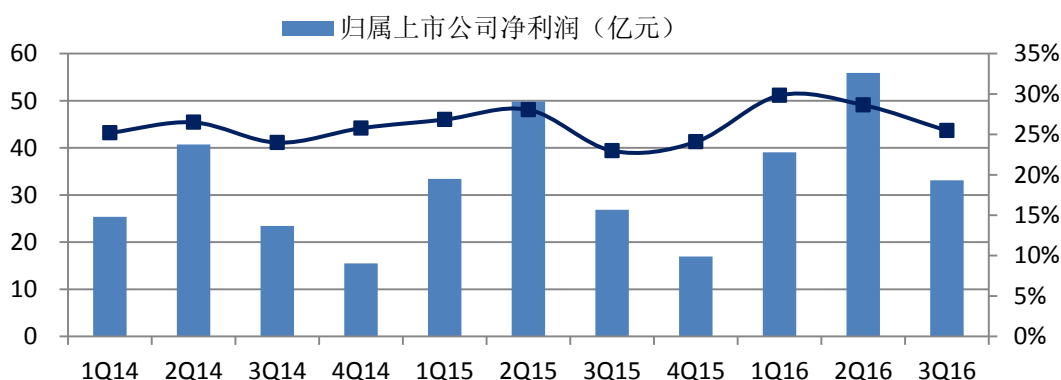
公司营收结构和季度变动趋势

图 1 公司营收季度变动趋势（截至 3Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 2 公司净利润和毛利率变动趋势（截至 3Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

2016 上半年：营收 780 亿，同比-5.9%；归属母公司净利润 95 亿元，同比+14.1%。分产品线：大家电营收 483 亿，同比-11.4%，毛利率 31.46%，其中：空调营收 342 亿、同比-20.1%，冰箱营收 67 亿、同比+11.2%，洗衣机营收 73.8 亿、同比+30.5%；小家电营收 203.7 亿、同比+5.4%。

表 1 2016 年上半年主营结构

| (百万元) | 营收 | 营收占比% | YOY% | 毛利率% |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 空调 | 34,200 | 47.8% | -20.1% | 33.06% |
| 洗衣机 | 7,381 | 10.3% | 30.5% | 28.99% |
| 冰箱 | 6,701 | 9.4% | 11.2% | 26.05% |
| 小家电 | 20,368 | 28.5% | 5.4% | 30.37% |
| 电机 | 2,011 | 2.8% | -1.4% | 19.85% |
| 物流 | 905 | 1.3% | 7.9% | 7.60% |
| 合计 | 71,567 | 100.0% | -6.7% | 29.23% |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 93368 | 100969 | 120863 | 138971 |
| 现金 | 11862 | 17187 | 28475 | 40688 |
| 应收账款 | 10372 | 11454 | 13673 | 15246 |
| 其它应收款 | 1101 | 2148 | 2564 | 2859 |
| 预付账款 | 989 | 544 | 667 | 746 |
| 存货 | 10449 | 10767 | 13211 | 14776 |
| 其他 | 58595 | 58871 | 62272 | 64656 |
| 非流动资产 | 35474 | 32937 | 32818 | 32312 |
| 长期投资 | 2888 | 2888 | 2888 | 2888 |
| 固定资产 | 18730 | 20029 | 19910 | 19404 |
| 无形资产 | 3392 | 3392 | 3392 | 3392 |
| 其他 | 10464 | 6628 | 6628 | 6628 |
| 资产总计 | 128842 | 133907 | 153681 | 171283 |
| 流动负债 | 72004 | 67568 | 76503 | 82376 |
| 短期借款 | 3921 | 5000 | 5000 | 5000 |
| 应付账款 | 17449 | 16314 | 20017 | 22387 |
| 其他 | 50634 | 46254 | 51486 | 54989 |
| 非流动负债 | 806 | 412 | 471 | 484 |
| 长期借款 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 其他 | 716 | 322 | 381 | 394 |
| 负债合计 | 72810 | 67980 | 76975 | 82860 |
| 少数股东权益 | 6830 | 7839 | 8950 | 10172 |
| 股本 | 4267 | 6425 | 6425 | 6425 |
| 资本公积 | 14511 | 12378 | 12378 | 12378 |
| 留存收益 | 31376 | 39810 | 49477 | 59970 |
| 归属母公司股东权益 | 49202 | 58087 | 67756 | 78251 |
| 负债和股东权益 | 128842 | 133907 | 153681 | 171283 |

现金流量表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 26764 | 10817 | 19483 | 21075 |
| 净利润 | 13625 | 15516 | 18031 | 20175 |
| 折旧摊销 | 2852 | 2671 | 3119 | 3506 |
| 财务费用 | 139 | -225 | -416 | -710 |
| 投资损失 | -2011 | -1428 | -1642 | -1889 |
| 营运资金变动 | 10578 | -7729 | 167 | -137 |
| 其它 | 1582 | 2011 | 224 | 129 |
| 投资活动现金流 | -17989 | -1572 | -1358 | -1111 |
| 资本支出 | 3131 | 3000 | 3000 | 3000 |
| 长期投资 | -17254 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -32112 | 1428 | 1642 | 1889 |
| 筹资活动现金流 | -8877 | -3920 | -6837 | -7750 |
| 短期借款 | -2150 | 1079 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 71 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 51 | 2158 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1486 | -2133 | 0 | 0 |
| 其他 | -8335 | -5024 | -6837 | -7750 |
| 现金净增加额 | -85 | 5325 | 11289 | 12213 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 139347 | 150705 | 179911 | 200607 |
| 营业成本 | 102663 | 108757 | 133447 | 149248 |
| 营业税金及附加 | 911 | 904 | 1079 | 1204 |
| 营业费用 | 14800 | 16280 | 17908 | 19698 |
| 管理费用 | 7442 | 8335 | 9335 | 10455 |
| 财务费用 | 139 | -225 | -416 | -710 |
| 资产减值损失 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 82 | -525 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2011 | 1428 | 1642 | 1889 |
| 营业利润 | 14917 | 17557 | 20201 | 22600 |
| 营业外收入 | 1707 | 903 | 1011 | 1133 |
| 营业外支出 | 573 | 206 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 16051 | 18254 | 21212 | 23733 |
| 所得税 | 2427 | 2738 | 3182 | 3560 |
| 净利润 | 13625 | 15516 | 18031 | 20175 |
| 少数股东损益 | 918 | 1010 | 1111 | 1222 |
| 归属母公司净利润 | 12707 | 14506 | 16921 | 18953 |
| EBITDA | 17908 | 20003 | 22904 | 25396 |
| EPS (元) | 2.98 | 2.26 | 2.63 | 2.95 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -2.1% | 8.2% | 19.4% | 11.5% |
| 营业利润 | 10.9% | 17.7% | 15.1% | 11.9% |
| 归属于母公司净利润 | 21.0% | 14.2% | 16.6% | 12.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 26.3% | 27.8% | 25.8% | 25.6% |
| 净利率 | 9.1% | 9.6% | 9.4% | 9.4% |
| ROE | 25.8% | 25.0% | 25.0% | 24.2% |
| ROIC | 37.2% | 35.7% | 41.1% | 45.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 56.5% | 50.8% | 50.1% | 48.4% |
| 净负债比率 | | | | |
| 流动比率 | 1.30 | 1.49 | 1.58 | 1.69 |
| 速动比率 | 1.15 | 1.33 | 1.41 | 1.51 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.12 | 1.15 | 1.25 | 1.23 |
| 应收账款周转率 | 13 | 13 | 14 | 13 |
| 应付账款周转率 | 5.46 | 6.44 | 7.35 | 7.04 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.98 | 2.26 | 2.63 | 2.95 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 4.17 | 1.68 | 3.03 | 3.28 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.66 | 9.04 | 10.55 | 12.18 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 8.99 | 11.85 | 10.16 | 9.07 |
| P/B | 2.32 | 2.96 | 2.54 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 9 | 8 | 7 | 6 |

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超，南京大学硕士研究生，在富士通（中国）通信业务部门任职多年，2008 年加入中投证券研究总部，先后从事交通运输、电子和家电行业研究；

孙佳骏，上海外国语大学金融学硕士，2016 年加入中投证券研究总部，从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434