

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品：家用耐用品

刘志成, CFA

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019  
(852) 3988 6418  
lawrence.lau@bocgroup.com

# 美的集团——厂区考察调研纪要

我们于上周访问了美的集团(000333.CH/人民币 27.44, 未有评级)位于佛山的工厂，并且与管理层进行了会面。我们对中央空调生产厂房内用以改善效率的自动化技术产生深刻印象。同时管理层也介绍了有关运营情况、公司战略和近期收购交易的最新信息。

## 收购 KUKA 及自动化前景展望

2016 年 5 月，美的提出以现金要约收购德国机器人与自动化公司 KUKA AG(KU2.GR/欧元 91.14, 未有评级)，且已获得该公司 94.55% 的股份。该交易目前正在等待美国外资投资委员会和国防贸易管制局的批准，预计将在 2017 年第一季度完成交易。KUKA 公司是工业机器人和自动化解决方案领域的龙头企业。

管理层认为该收购将实现三方面的协同效应：

- 1) 美的可以借助 KUKA 的机器人和自动化技术来改善生产和物流业务的效率，继而减少人力成本，增强竞争优势。
- 2) 美的能够进入全新的、高成长性的工业机器人生产和自动化解决方案领域。根据国际机器人学联合会 (IFR) 的预测，该领域 2016-19 年的年复合增长率将达到 13%。
- 3) 通过为中国市场提供量身定做的产品，KUKA 能够借助美的的销售网络和本土经验进入世界上最大的工业机器人市场（根据 IFR 测算，中国市场贡献了世界总销量的 25%），其 2016-20 的年复合增长率将达到 20%。中国工业企业目前因人力成本上升和人口老龄化而面临挑战，也为工业机器人市场发展提供契机。

美的是布局生产自动化的先行者，在 2012 年就进行了第一次投资。自此以后，美的投资超过 50 亿元人民币，使用了约 1,000 个工业机器人。在美的的中央空调生产工厂，机器人被用于传送和组装环节。管理层认为，公司仍处于自动化生产的初级阶段，首先是要将过去适用于人力生产的流程进行标准化。美的计划通过 2-3 年将员工数量由 2015 年底的 93,000 人降至 70,000-80,000 人。

## 需求驱动型“T+3”运营模式

美的于 2015 年首先在其子公司小天鹅(000418.CH/人民币 33.23, 未有评级)的洗衣机业务领域尝试实行需求驱动型“T+3”运营模式。需求驱动型模式包含四个步骤：分销商发起订单，购买原材料，生产，送货。当订单确认后，小天鹅将每个步骤的实施时间定为 3 天。目前，小天鹅大部分的订单都能达到这一标准。美的正在将这一模式推广到包括中央空调等其他产品类型的生产当中。详细情况如下：

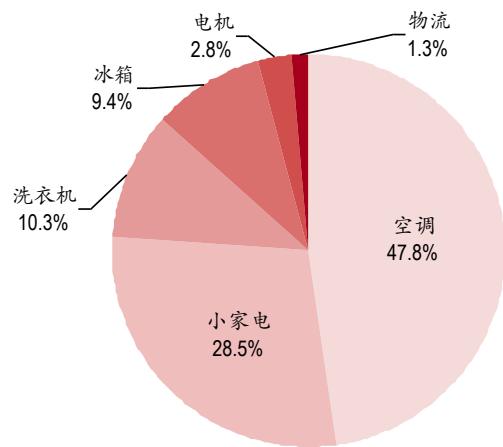
- **为什么采取“T+3”模式？** 目的是降低渠道存货，提高存货周转，降低公司层面和分销商层面的仓储成本。同时这也改善分销商的现金流。

- **为何海外公司不广泛采取需求驱动模式？**管理层认为（1）中国的大型家用电器公司在供应链的各个环节经营布局，由生产至零售。因此，如果对下游分销加强控制，完成向需求驱动模式的转换将更容易；（2）中国公司有充足的资本对供应链进行投资和模式改造。
- **如果其他同业竞争公司依然扩充渠道库存呢？**管理层认为压货对于零售的拉动效果不似以往，因为消费者在更注重产品质量方面，降价促销的效果不似以往。

### 近期经营数据更新及未来展望

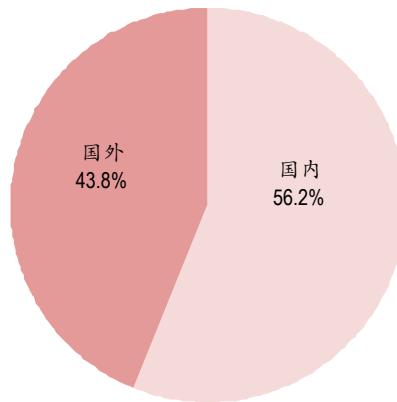
- **2017 年展望：**公司给出的总体营收和净利润增长率指引范围为 7-9%；利润率可能将会持平，这主要由于新的物流法规出台和大宗商品价格的上涨为公司带来成本压力，但其影响同时会被产品组合的优化和改善供应链带来的效率收益所抵消。
- **空调销售和库存。**2016 年第三季度，空调销售额同比增长 30%，得益于库存水平正常化及炎热气候影响。空调安装卡销售额同比上涨 40%，10 月份同比上涨 20%。由于进入新冷年，行业库存将会由 8 月的低位反弹。目前美的的空调库存可满足两个月的销售需求，由于“T+3”模式的实施，空调库存从八月起逐月递减。管理层认为随着“T+3”模式的全面实施，公司的库存月数将有进一步下降的空间。
- **小家电业务。**2016 年第三季度，销售增长由上半年的 5.4% 反弹至 11%。公司在 2015 年改组分部管理层，目的在于改善生产程序并促进销售增长。增长较快的品类有洗碗机、烤箱和吸尘器，这些产品在中国市场的渗透率都较低。
- **出口业务：**出口销售占 2016 年上半年总销售额的 44%，但利润率较低，主要由于 OEM 生产占其中三分之二。美的计划通过拓展海外销售渠道增加 OBM 业务的份额。目前公司 OBM 业务的主要出口市场为发展中国家，例如巴西、印度以及东南亚各国。
- **电商及双十一（光棍节）销售：**2016 年第三季度，电商销售占国内销售额的 15-20%，2015 年同期为 11.6%，2014 年同期为 7%。管理层预计 2016 年电商销售将达到 210 亿元人民币，同比增长 31%。今年光棍节销售额翻倍增长至 27 亿元人民币。
- **收购东芝家电业务：**美的收购的东芝(6502.JP/日元 397.00, 未有评级)家电业务于 2016 年中并入集团的资产负债表，第三季度损益并入集团损益表。管理层预计所收购的东芝家电业务将在 1-2 年内达到盈亏平衡，主要由于收入规模扩大且成本降低。从短期看，东芝将会因为合并集团的规模优势获得采购成本的降低。从长远看，公司将进行更深层次的结构重组来提高生产力。

图表 1. 美的 2016 年上半年营业收入细分——按业务类型



资料来源：公司发布、中银国际证券

图表 2. 美的 2016 年上半年营业收入细分——按区域



资料来源：公司发布、中银国际证券

图表 3. 年度/中期/季度损益历史数据摘要

年结日 12 月 31 日 (人民币, 百万)	全年			中期			季度						
	2013	2014	2015	14 年上半年	15 年上半年	16 年上半	15 年一季	15 年二季	15 年三季	15 年四	16 年一季	16 年二季	16 年三季
营业收入	120,975	141,668	138,441	77,331	82,509	77,522	42,427	40,082	28,865	27,067	38,342	39,181	38,856
成本(剔除营业税)	(92,818)	(105,670)	(102,663)	(57,343)	(59,879)	(54,866)	(31,042)	(28,837)	(22,234)	(20,550)	(26,906)	(27,960)	(28,962)
营业税及其他	(610)	(810)	(911)	(447)	(569)	(468)	(330)	(239)	(169)	(174)	(277)	(191)	(195)
毛利润	27,547	35,189	34,867	19,541	22,062	22,188	11,055	11,006	6,463	6,342	11,159	11,029	9,699
销售费用	(12,432)	(14,734)	(14,800)	(7,624)	(8,986)	(8,185)	(5,363)	(3,623)	(2,612)	(3,201)	(4,977)	(3,208)	(4,156)
一般及管理费用	(6,733)	(7,498)	(7,442)	(3,349)	(3,605)	(3,690)	(1,608)	(1,997)	(1,891)	(1,946)	(1,663)	(2,027)	(2,291)
其他经营收入	85	237	342	185	48	223	48	(1)	162	132	125	97	91
拨备/减值	(123)	(350)	(5)	(351)	(277)	(252)	(242)	(35)	189	83	(212)	(40)	40
经营利润	8,344	12,843	12,963	8,401	9,242	10,284	3,891	5,350	2,310	1,411	4,433	5,851	3,383
其他收入和收益/损失	886	811	1,422	520	628	832	77	551	551	243	284	548	306
其他收益/损失	(198)	(270)	(287)	(100)	(77)	(32)	(26)	(51)	(61)	(149)	(13)	(20)	(41)
金融衍生产品公允价值变动	546	(653)	82	(788)	(217)	(525)	154	(371)	263	36	(239)	(286)	37
净财务收入/成本	396	1,165	1,452	680	1,139	1,419	317	822	276	37	454	965	383
应占联营及合营公司利润额	37	95	421	35	43	201	15	28	35	343	82	119	94
税前利润	10,012	13,991	16,051	8,748	10,757	12,178	4,428	6,329	3,374	1,921	5,000	7,177	4,163
税费	(1,714)	(2,344)	(2,427)	(1,531)	(1,808)	(1,947)	(777)	(1,031)	(494)	(125)	(834)	(1,113)	(642)
利润合计	8,297	11,646	13,625	7,218	8,949	10,231	3,651	5,298	2,880	1,796	4,167	6,064	3,521
少数股东权益	(2,980)	(1,144)	(918)	(607)	(624)	(734)	(309)	(316)	(192)	(102)	(260)	(475)	(210)
净利润	5,317	10,502	12,707	6,610	8,324	9,496	3,342	4,982	2,688	1,695	3,907	5,589	3,312
比率 (%)													
毛利率	22.8	24.8	25.2	25.3	26.7	28.6	26.1	27.5	22.4	23.4	29.1	28.2	25.0
息税前利率	6.9	9.1	9.4	10.9	11.2	13.3	9.2	13.3	8.0	5.2	11.6	14.9	8.7
净利率	4.4	7.4	9.2	8.5	10.1	12.3	7.9	12.4	9.3	6.3	10.2	14.3	8.5
经营费用/销售额	15.8	15.7	16.1	14.2	15.3	15.3	16.4	14.0	15.6	19.0	17.3	13.4	16.6
- 销售费用	10.3	10.4	10.7	9.9	10.9	10.6	12.6	9.0	9.1	11.8	13.0	8.2	10.7
- 管理及一般费用	5.6	5.3	5.4	4.3	4.4	4.8	3.8	5.0	6.6	7.2	4.3	5.2	5.9
有效利率	17.1	16.8	15.1	17.5	16.8	16.0	17.5	16.3	14.6	6.5	16.7	15.5	15.4
增长率(同比 %)													
营业收入	17.9	17.1	(2.3)		6.7	(6.0)	10.6	2.8	(9.1)	(16.9)	(9.6)	(2.2)	34.6
经营利润	14.9	53.9	0.9		10.0	11.3	0.5	18.2	(15.6)	(17.2)	13.9	9.4	46.4
净利润	63.1	97.5	21.0		25.9	14.1	31.6	22.4	14.7	9.4	16.9	12.2	23.2

资料来源：公司发布、中银国际证券

图表 4. 资产负债表历史数据

年结日：12月31日(人民币，百万)	2013	2014	2015
<b>长期资产</b>	<b>31,619</b>	<b>33,865</b>	<b>35,474</b>
固定资产	19,572	19,522	18,730
在建工程	613	662	955
无形资产	3,326	3,432	3,392
商誉	2,931	2,932	2,393
对联营企业的投资	1,756	952	2,888
投资性房地产	206	172	151
可供出售金融资产	1	1,655	3,290
递延所得税资产	2,567	3,780	2,224
其他	648	759	1,451
<b>流动资产</b>	<b>65,327</b>	<b>86,427</b>	<b>93,368</b>
银行存款及现金	15,574	6,203	11,862
央行存款	924	1,280	1,048
公司间存款	1,746	2,126	4,063
衍生金融资产	760	163	159
存货	15,198	15,020	10,449
应收票据	14,151	17,097	12,889
交易应收账款	7,928	9,362	10,372
应收股利	26	46	-
可供出售金融资产	-	-	-
预付款	2,432	1,414	989
其他应收	1,025	1,181	1,101
贷款和垫款	5,100	5,941	6,609
其他	463	26,594	33,828
<b>流动负债</b>	<b>56,647</b>	<b>73,143</b>	<b>72,004</b>
银行借货	8,872	6,071	3,921
应付票据	6,308	12,648	17,079
交易应付账款	17,508	20,137	17,449
其他应付账款、应计费用和负债	9,538	10,719	10,602
小于1年到期的非流动负债	1,617	612	-
其他	12,803	22,955	22,954
<b>非流动负债</b>	<b>1,218</b>	<b>1,418</b>	<b>806</b>
贷款	711	19	90
债券	153	153	0
递延收入	0	342	479
递延所得税	124	26	40
其他非流动负债	230	877	197
少数股东权益	6,233	6,261	6,830
<b>资本和储备</b>	<b>32,847</b>	<b>39,470</b>	<b>49,202</b>
股本	1,686	4,216	4,267
未分配利润	31,161	36,029	45,888
<b>权益总计</b>	<b>39,081</b>	<b>45,731</b>	<b>56,032</b>
<b>净资产</b>	<b>39,081</b>	<b>45,731</b>	<b>56,032</b>
净现金	5,990	113	7,851
包含存款的净现金	8,661	5,175	16,252
<b>营运资金</b>			
存货周转天数	56	52	45
应收账款收转天数	33	31	33
应付账款周转天数	48	49	60
现金周转周期	42	35	18
<b>回报率(%)</b>			
净资产回报率	14.7	24.8	25.0
总资产回报率	5.8	9.7	10.2
投入资本回报率	24.9	28.7	25.5

资料来源：公司发布、中银国际证券

**图表 5. 现金流量表历史数据**

年结日：12月31日(人民币, 百万)	2013	2014	2015
<b>净利润</b>	<b>8,297</b>	<b>11,646</b>	<b>13,625</b>
减值损失	123	350	5
折旧和摊销	3,045	3,320	0
地产、厂房及设备处置损失	167	217	234
金融衍生产品公允价值变动	(546)	653	(82)
财务成本	555	100	(317)
金融资产收益	(998)	(1,511)	(2,011)
净营运资本变动	(588)	10,013	15,311
<b>经营活动净现金流</b>	<b>10,054</b>	<b>24,789</b>	<b>26,764</b>
购买固定/无形资产	(2,115)	(2,678)	(3,131)
固定资产处置收益	424	1,273	548
收购	0	(2)	(284)
购买投资性房地产	(34)	(28,801)	(59,316)
投资收益	1,014	1,345	44,151
其他	245	0	42
<b>投资活动净现金流</b>	<b>(467)</b>	<b>(28,862)</b>	<b>(17,989)</b>
发行股票	0	0	1,648
少数股东股本	17	8	53
股票回购			(1,000)
银行借贷	2,507	(2,365)	(4,837)
债券发行/兑付	(4,500)	(1,000)	0
股利支付	(2,314)	(4,053)	(4,908)
其他	(1,074)	0	167
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>(5,364)</b>	<b>(7,410)</b>	<b>(8,877)</b>
<b>汇兑损益</b>	<b>(4)</b>	<b>(8)</b>	<b>17</b>
期初现金余额	12,544	16,764	5,272
净增长现金额	4,223	(11,484)	(102)
<b>期末现金余额</b>	<b>16,764</b>	<b>5,272</b>	<b>5,187</b>
<b>资本开支</b>	<b>(2,115)</b>	<b>(2,678)</b>	<b>(3,131)</b>
<b>资本开支(包含收购)</b>	<b>(2,115)</b>	<b>(2,681)</b>	<b>(3,415)</b>
<b>自由现金流</b>	<b>7,939</b>	<b>22,110</b>	<b>23,633</b>

资料来源：公司发布、中银国际证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

#### **行业投资评级：**

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371