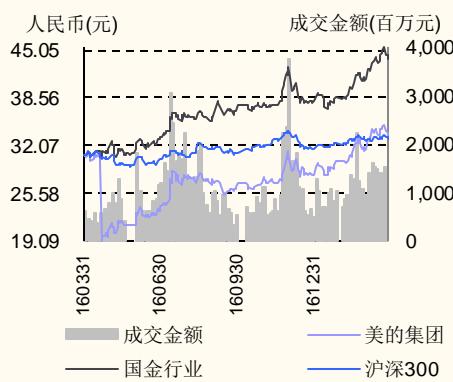


市场价格(人民币): 33.13元

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)	6,176.28
总市值(百万元)	213,714.17
年内股价最高最低(元)	34.92/19.09
沪深300指数	3436.76
深证成指	10348.27



## 相关报告

- 《盈利能力持续提升，展望下半年业绩-美的集团中报点评》，2016.8.30
- 《美的收购库卡签约点评-“双智”战略加速推行，加强发展机器人业...》，2016.6.30
- 《盈利能力持续提升，静待收入端探底回升-美的集团2016年一季...》，2016.5.3
- 《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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	2.978	2.274	2.631	3.038	3.502
每股净资产(元)	11.53	9.46	11.10	13.13	15.64
每股经营性现金流(元)	5.52	3.49	3.14	3.90	4.52
市盈率(倍)	11.02	12.39	12.59	10.90	9.46
行业优化市盈率(倍)	13.93	13.93	13.93	13.93	13.93
净利润增长率(%)	20.99%	15.56%	15.73%	15.48%	15.27%
净资产收益率(%)	25.83%	24.02%	23.71%	23.13%	22.40%
总股本(百万股)	4,266.84	6,458.77	6,458.77	6,458.77	6,458.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司2016年实现营收1590.44亿元(+14.88%)，归母净利润146.84亿元(+15.56%)，扣非后归母净利润134.93亿元(+23.66%)。分红预案为向全体股东每10股派发现金红利10元(含税)，现金分红总额高达65亿元。

## 经营分析

- **冰洗及小家电快速增长，空调业务强力反弹：**2016年全国空、冰、洗销量增速分别为1.9%、1.6%、6.0%(产业在线)，美的空、冰、洗、小家电收入增速分别为3.5%、30.9%、34.1%、22.1%，空、冰、洗零售额市占率23.9%(-1.3pct)、10.5%(+0.9pct)、23%(+1.7pct)。公司冰箱、洗衣机、小家电业务表现显著优于行业，而营收占比最大的空调板块(42%)在经历行业去库存后强力反弹，16H2空调收入同比增长50.31%，较16H1的同比增速(-20.12%)大幅改善。预计在补库存、低基数效应的影响下，公司空调销量高增速至少贯穿17年上半年，空调板块业绩弹性有望延续。
- **毛利率上行支撑盈利水平稳健向好：**受益于高端产品占比提升和产品结构持续优化，公司整体毛利率上升1.47pct至27.39%，空调(+2.82pct)和小家电(+4.59pct)是上升幅度较大的品类。公司综合费用率上升0.39pct，市场开拓和海外并购加速拖累销售费用率(+0.44pct)和管理费用率(+0.68pct)，财务费用率则由于汇兑收益和利息收益大幅增加而显著下降(-0.73pct)。综合来看，美的净利润率小幅提升0.07pct至9.19%(集团整体上市以来新高)，预计公司盈利能力平稳向好的趋势仍将保持。
- **T+3模式持续优化运营效率&资产质量：**美的大力推行T+3客户订单模式，减少中间环节，严控库存水平，加大柔性化、自动化和精益化制造升级。2016年美的营业周期、存货周转天数分别同比减少2.8和4.1天，自有资金(资金总额-有息负债)同比增长7.1%，经营效率和资产质量持续提升。
- **国际化+多元化战略拓宽产业布局：**国际化方面，美的相继收购东芝家电业务和意大利中央空调企业Clivet，提升了公司的全球竞争力，未来东芝家电有望扭亏为盈贡献新的利润增长点。多元化方面，美的完成了对库卡集团和以色列公司Servotronics的收购，或将借助在机器人和自动化领域的领先能力提升生产效率、推动制造升级、深入布局和开发机器人市场。库卡集团15年营收和净利润分别约为221.56和6.43亿元人民币，2017年起库卡集团并表将有效增厚公司业绩。

曹燕萍

分析师SAC执业编号: S1130514080004  
(8621)61038291

caoyanping@gjzq.com.cn

洪吉然

联系人

hongjiran@gjzq.com.cn

- **多层次激励覆盖完善公司治理：**公司推出面向中高层业务骨干的多层次激励方案，包括第三期合伙人计划（核心管理人员 15 人）、限制性股票激励（主要管理层 140 人）、第四期股票期权（业务骨干 1476 人）。在前期约 2000 人参与激励计划的基础上，本次方案再度惠及大批中高层及核心业务骨干，以公司、部门、个人的多维度业绩考核，分享长期激励，进一步绑定管理层利益与公司价值成长，显著优化公司治理。

### 投资建议

- 公司龙头地位牢固，各项业务稳步发展，运营效率和公司治理持续优化，国际化和多元化战略打开成长空间，看好美的集团长期的确定性增长。考虑东芝家电和库卡集团并表，预计美的集团 2017-19 年净利润分别为 170、196、226 亿元，摊薄 EPS 2.63、3.04、3.50 元，对应 PE 为 12.6、10.9、9.5 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 并购企业业绩不达预期；原材料价格大幅上涨；市场竞争明显加剧。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>142,311</b>	<b>139,347</b>	<b>159,842</b>	<b>200,055</b>	<b>230,466</b>	<b>265,603</b>
增长率	-2.1%	14.7%	25.2%	15.2%	15.2%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-106,076</b>	<b>-103,227</b>	<b>-116,058</b>	<b>-145,631</b>	<b>-167,796</b>	<b>-193,297</b>
%销售收入	74.5%	74.1%	72.6%	72.8%	72.8%	
<b>毛利</b>	<b>36,235</b>	<b>36,121</b>	<b>43,784</b>	<b>54,424</b>	<b>62,670</b>	<b>72,306</b>
%销售收入	25.5%	25.9%	27.4%	27.2%	27.2%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-810</b>	<b>-911</b>	<b>-1,077</b>	<b>-1,300</b>	<b>-1,498</b>	<b>-1,726</b>
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	
<b>营业费用</b>	<b>-14,734</b>	<b>-14,800</b>	<b>-17,678</b>	<b>-22,006</b>	<b>-25,351</b>	<b>-29,216</b>
%销售收入	10.4%	10.6%	11.1%	11.0%	11.0%	
<b>管理费用</b>	<b>-7,498</b>	<b>-7,442</b>	<b>-9,621</b>	<b>-12,003</b>	<b>-13,828</b>	<b>-15,936</b>
%销售收入	5.3%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>13,193</b>	<b>12,968</b>	<b>15,407</b>	<b>19,114</b>	<b>21,992</b>	<b>25,427</b>
%销售收入	9.3%	9.3%	9.6%	9.6%	9.5%	9.6%
<b>财务费用</b>	<b>-251</b>	<b>-139</b>	<b>1,006</b>	<b>10</b>	<b>404</b>	<b>843</b>
%销售收入	0.2%	0.1%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-350</b>	<b>-5</b>	<b>-381</b>	<b>-143</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-653</b>	<b>82</b>	<b>117</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1,511</b>	<b>2,011</b>	<b>1,286</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
%税前利润	10.8%	12.5%	6.8%	6.8%	5.9%	5.1%
<b>营业利润</b>	<b>13,451</b>	<b>14,917</b>	<b>17,436</b>	<b>20,482</b>	<b>23,875</b>	<b>27,744</b>
<b>营业利润率</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>540</b>	<b>1,134</b>	<b>1,479</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
<b>税前利润</b>	<b>13,991</b>	<b>16,051</b>	<b>18,915</b>	<b>21,982</b>	<b>25,375</b>	<b>29,244</b>
<b>利润率</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-2,344</b>	<b>-2,427</b>	<b>-3,053</b>	<b>-3,517</b>	<b>-4,060</b>	<b>-4,679</b>
<b>所得税率</b>	<b>16.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>11,646</b>	<b>13,625</b>	<b>15,862</b>	<b>18,465</b>	<b>21,315</b>	<b>24,565</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1,144</b>	<b>918</b>	<b>1,178</b>	<b>1,471</b>	<b>1,691</b>	<b>1,945</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>10,502</b>	<b>12,707</b>	<b>14,684</b>	<b>16,994</b>	<b>19,624</b>	<b>22,620</b>
<b>净利率</b>	<b>7.4%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>7,483</b>	<b>12,910</b>	<b>17,931</b>	<b>28,717</b>	<b>46,395</b>	<b>71,061</b>
<b>应收账款</b>	<b>27,640</b>	<b>24,362</b>	<b>22,022</b>	<b>25,755</b>	<b>29,670</b>	<b>34,194</b>
<b>存货</b>	<b>15,020</b>	<b>10,449</b>	<b>15,627</b>	<b>15,960</b>	<b>18,389</b>	<b>21,183</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>28,054</b>	<b>34,816</b>	<b>45,117</b>	<b>66,894</b>	<b>67,182</b>	<b>67,514</b>
<b>流动资产</b>	<b>78,197</b>	<b>82,537</b>	<b>100,697</b>	<b>137,326</b>	<b>161,636</b>	<b>193,951</b>
%总资产	69.8%	69.9%	66.8%	73.5%	76.1%	79.8%
<b>长期投资</b>	<b>2,779</b>	<b>6,329</b>	<b>7,927</b>	<b>7,928</b>	<b>7,927</b>	<b>7,927</b>
<b>固定资产</b>	<b>20,184</b>	<b>19,685</b>	<b>21,638</b>	<b>21,442</b>	<b>19,831</b>	<b>18,170</b>
%总资产	18.0%	16.7%	14.4%	11.5%	9.3%	7.5%
<b>无形资产</b>	<b>7,122</b>	<b>6,567</b>	<b>13,226</b>	<b>13,135</b>	<b>16,048</b>	<b>15,962</b>
<b>非流动资产</b>	<b>33,865</b>	<b>35,474</b>	<b>49,979</b>	<b>49,506</b>	<b>50,806</b>	<b>49,060</b>
%总资产	30.2%	30.1%	33.2%	26.5%	23.9%	20.2%
<b>资产总计</b>	<b>120,292</b>	<b>128,842</b>	<b>170,601</b>	<b>186,832</b>	<b>212,442</b>	<b>243,011</b>
<b>短期借款</b>	<b>6,683</b>	<b>3,921</b>	<b>3,183</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>38,002</b>	<b>41,283</b>	<b>55,666</b>	<b>63,833</b>	<b>73,546</b>	<b>84,730</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>28,458</b>	<b>26,800</b>	<b>30,335</b>	<b>31,642</b>	<b>32,652</b>	<b>33,894</b>
<b>流动负债</b>	<b>73,143</b>	<b>72,004</b>	<b>89,184</b>	<b>95,475</b>	<b>106,198</b>	<b>118,625</b>
<b>长期贷款</b>	<b>19</b>	<b>90</b>	<b>2,254</b>	<b>2,254</b>	<b>2,254</b>	<b>2,255</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1,399</b>	<b>716</b>	<b>10,186</b>	<b>8,119</b>	<b>8,149</b>	<b>8,184</b>
<b>负债</b>	<b>74,561</b>	<b>72,810</b>	<b>101,624</b>	<b>105,848</b>	<b>116,602</b>	<b>129,064</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>39,470</b>	<b>49,202</b>	<b>61,127</b>	<b>71,663</b>	<b>84,829</b>	<b>100,990</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>6,261</b>	<b>6,830</b>	<b>7,850</b>	<b>9,321</b>	<b>11,012</b>	<b>12,957</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>120,292</b>	<b>128,842</b>	<b>170,601</b>	<b>186,832</b>	<b>212,442</b>	<b>243,011</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.491	2.978	2.274	2.631	3.038	3.502
每股净资产	9.362	11.531	9.464	11.096	13.134	15.636
每股经营现金净流	5.998	5.516	3.494	3.141	3.900	4.518
每股股利	4.374	4.374	6.171	1.000	1.000	1.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	26.61%	25.83%	24.02%	23.71%	23.13%	22.40%
总资产收益率	8.73%	9.86%	8.61%	9.10%	9.24%	9.31%
投入资本收益率	20.87%	18.32%	15.94%	17.87%	17.64%	17.39%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.36%	-2.08%	14.71%	25.16%	15.20%	15.25%
EBIT增长率	55.83%	-1.71%	18.81%	24.06%	15.06%	15.62%
净利润增长率	97.50%	20.99%	15.56%	15.73%	15.48%	15.27%
总资产增长率	24.08%	7.11%	32.41%	9.51%	13.71%	14.39%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	22.2	25.8	27.2	26.0	26.0	26.0
存货周转天数	52.0	45.0	41.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	64.8	66.5	67.3	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	50.1	49.1	48.1	37.7	29.9	23.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-1.37%	-15.88%	-11.13%	-26.73%	-41.03%	-56.15%
EBIT利息保障倍数	52.5	93.3	-15.3	-1,839.9	-54.4	-30.2
资产负债率	61.98%	56.51%	59.57%	56.65%	54.89%	53.11%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>11,646</b>	<b>13,625</b>	<b>15,862</b>	<b>18,465</b>	<b>21,315</b>
<b>非现金支出</b>	<b>2,843</b>	<b>5</b>	<b>381</b>	<b>2,407</b>	<b>2,453</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-1,838</b>	<b>-673</b>	<b>-2,762</b>	<b>-2,529</b>	<b>-2,627</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>12,634</b>	<b>10,578</b>	<b>9,900</b>	<b>1,944</b>	<b>4,100</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>25,285</b>	<b>23,535</b>	<b>22,570</b>	<b>20,286</b>	<b>25,188</b>
<b>资本开支</b>	<b>-1,405</b>	<b>-2,583</b>	<b>-2,132</b>	<b>-321</b>	<b>-2,179</b>
<b>投资</b>	<b>-28,803</b>	<b>-17,537</b>	<b>-19,603</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1,345</b>	<b>2,131</b>	<b>1,954</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-28,862</b>	<b>-17,989</b>	<b>-19,781</b>	<b>1,178</b>	<b>-679</b>
<b>股权募资</b>	<b>8</b>	<b>1,702</b>	<b>815</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-2,365</b>	<b>-4,837</b>	<b>7,460</b>	<b>-3,643</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-4,060</b>	<b>-4,725</b>	<b>-5,863</b>	<b>-7,035</b>	<b>-6,832</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6,418</b>	<b>-7,860</b>	<b>2,412</b>	<b>-10,678</b>	<b>-6,832</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-9,995</b>	<b>-2,315</b>	<b>5,201</b>	<b>10,786</b>	<b>17,677</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-9,995</b>	<b>-2,315</b>	<b>5,201</b>	<b>10,786</b>	<b>17,677</b>
<b>资产总计</b>	<b>120,292</b>	<b>128,842</b>	<b>170,601</b>	<b>186,832</b>	<b>212,442</b>

**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	5	10	30
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.09</b>

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	2015-08-13	买入	34.60	43.05~48.22
2	2015-10-29	买入	26.79	N/A
3	2016-03-28	买入	31.40	35.66~36.83
4	2016-04-01	买入	30.85	35.66~36.83
5	2016-05-03	买入	32.10	35.66~36.83
6	2016-06-30	买入	23.37	30.00~32.00
7	2016-08-30	买入	26.87	27.24~29.51

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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