

评级：买入 维持评级

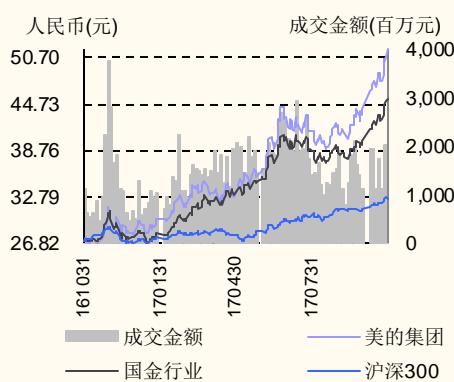
公司点评

市场价格（人民币）：51.76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)	6,307.96
总市值(百万元)	337,456.42
年内股价最高最低(元)	51.76/26.94
沪深300指数	4009.72
深证成指	11312.61

**相关报告**

- 《收入规模快速增长，库卡东芝业绩提升-美的集团公司点评》，2017.8.31
- 《原有板块强势增长，并购业务整装待发-美的集团公司点评》，2017.5.2
- 《业绩再超预期，长期价值闪耀-美的集团公司点评》，2017.3.31

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	2.603	3.108	3.523
每股净资产(元)	11.53	9.46	11.09	13.23	15.79
每股经营性现金流(元)	5.52	3.49	4.01	3.99	4.62
市盈率(倍)	11.02	12.39	19.88	16.65	14.69
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%	15.58%	19.39%	13.36%
净资产收益率(%)	25.83%	24.02%	23.69%	23.71%	22.53%
总股本(百万股)	4,266.84	6,458.77	6,519.64	6,519.64	6,519.64

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩加速成长，龙头优势凸显**业绩简评**

- 公司17Q1-Q3 营收1869.49亿元(YoY+60.64%)，归母净利润149.98亿元(+17.10%)，扣非后归母净利139.70亿元(+14.21%)，公司Q1/Q2/Q3收入增速分别为57%/65%/61%，利润增速为11%/16%/26%，业绩增长呈现环比加速趋势。

经营分析

- 空调销售强力增长+冰洗小家电高速发展+并购业务经营良好。剔除并表影响，美的原有主业收入1564亿元，同比+39%，归母净利157亿元，同比+23%；分产品看，(1)受益渠道补库+终端热卖，空调业务成为最快增长极，产业在线显示1-9月美的空调出货量同比+49%，其中内销+98%（市占率+4.6pcts），出口+15%；(2)精品战略生效，营收占比近30%的小家电业务增长迅猛，预计收入增速超过30%；(3)冰洗业务在行业微增的情况下致力于提升市场份额+改良产品结构，预计前三季度洗衣机和冰箱收入分别增长超过20%和15%。并表业务方面，17Q1-Q3 KUKA集团实现营收198.38亿元，收入和税前利润分别同比+27%和+26%，并购业务经营状况良好。
- 主业利润率仅小幅下滑彰显龙头定价权，营运能力&盈利质量耀眼夺目。17Q1-Q3整体毛利率下降2.62pcts，其中并购摊销计入成本项的影响约2个百分点，主业毛利率下滑则不到1pct，其中Q3单季毛利率不降反升0.13pct，产业链定价权+产品提价到位有效转嫁原材料成本和人民币升值的负面影响。Q1-Q3销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比+0.09pct、+0.44pct、+1.23pct（汇兑损失较大，但Q3影响环比减小），净利率同比下降3.21pct至8.61%，剔除并表的毛利率损失，主业净利率的下滑幅度仅约1个百分点，公司的经营管理效果以及抵御系统性风险能力显露无疑。营运能力方面，美的原业务存货周转天数同比减少8天至33天，现金周期（存货周转天数+应收账款周转天数-应付周转天数）同比减少5天至-5天，原主业的日常运转只需占用应付款就已足够，这将有效降低财务成本以及现金流风险。盈利质量方面，经营性净现金201亿元，同比+5.4%，经营性净现金/归母净利润的比值接近140%，公司自有资金635亿元，占总资产的比例接近30%。
- 18年业绩加速增长，全球制造业巨头指日可待。短期来看，空调渠道库存

魏立

分析师SAC执业编号：S1130516010008
(8621)60230244

weili1@gjzq.com.cn

洪吉然

联系人

hongjiran@gjzq.com.cn

较低，第二轮补库弹性减弱但有望持续至明年初，预计美的全年收入或超 2300 亿元，同比增长超 45%；在成本及汇率考验逐步减缓之际，公司 17 年的业绩增速将稳定在 15%之上。展望明年，预计 17 全年 KUKA 确认的摊销费用 24 亿元左右，2018 年该商誉摊销降至 6 亿元左右，因此美的明年业绩增速或将提升至 20% 左右。中长期来看，美的“产品升级+效率提升+全球经营”的战略不会动摇，此外 KUKA 和东芝白电的加速整合也将力助美的实现“全球消费电器、暖通工业及未来工业自动化领先企业”的定位目标。

投资建议

- 公司白电龙头地位牢固，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、203、230 亿元，对应摊薄 EPS 2.6、3.1、3.5 元，对应 PE 为 19.9、16.7、14.7 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	142,311	139,347	159,842	232,624	259,662	291,719	货币资金	7,483	12,910	17,931	25,000	30,000	
增长率	-2.1%	14.7%	45.5%	11.6%	12.3%	应收账款	27,640	24,362	22,022	29,948	33,429	37,556	
主营业务成本	-106,076	-103,227	-116,058	-171,860	-190,595	-213,967	存货	15,020	10,449	15,627	18,834	20,887	
%销售收入	74.5%	74.1%	72.6%	73.9%	73.4%	其他流动资产	28,054	34,816	45,117	77,235	87,479	97,783	
毛利	36,235	36,121	43,784	60,764	69,067	77,752	流动资产	78,197	82,537	100,697	151,017	171,795	
%销售收入	25.5%	25.9%	27.4%	26.1%	26.6%	%总资产	65.0%	64.1%	59.0%	72.9%	73.9%	74.7%	
营业税金及附加	-810	-911	-1,077	-1,512	-1,688	-1,896	长期投资	2,779	6,329	7,927	11,284	14,641	
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	20,184	19,685	21,638	21,632	21,426	21,020	
营业费用	-14,734	-14,800	-17,678	-25,589	-28,563	-32,089	%总资产	16.8%	15.3%	12.7%	10.4%	9.2%	
%销售收入	10.4%	10.6%	11.1%	11.0%	11.0%	无形资产	7,122	6,567	13,226	19,135	21,048	22,962	
管理费用	-7,498	-7,442	-9,621	-13,957	-15,320	-16,920	非流动资产	33,865	35,474	49,979	56,052	60,715	65,581
%销售收入	5.3%	5.3%	6.0%	6.0%	5.9%	%总资产	28.2%	27.5%	29.3%	27.1%	26.1%	25.3%	
息税前利润(EBIT)	13,193	12,968	15,407	19,705	23,496	26,847	资产总计	120,292	128,842	170,601	207,069	232,510	
%销售收入	9.3%	9.3%	9.6%	8.5%	9.0%	%总资产	65.0%	64.1%	59.0%	72.9%	73.9%	74.7%	
财务费用	-251	-139	1,006	-284	-341	-163	短期借款	6,683	3,921	3,183	7,799	8,554	
%销售收入	0.2%	0.1%	-0.6%	0.1%	0.1%	应付款项	38,002	41,283	55,666	75,116	83,406		
资产减值损失	-350	-5	-381	-166	-19	其他流动负债	28,458	26,800	30,335	32,786	33,660		
公允价值变动收益	-653	82	117	0	0	流动负债	73,143	72,004	89,184	115,701	125,620		
投资收益	1,511	2,011	1,286	1,200	1,800	长期贷款	19	90	2,254	2,254	2,254		
%税前利润	10.8%	12.5%	6.8%	5.5%	6.9%	其他长期负债	1,399	716	10,186	8,151	8,178		
营业利润	13,451	14,917	17,436	20,455	24,936	负债总计	74,561	72,810	101,624	126,107	136,053		
营业利润率	9.5%	10.7%	10.9%	8.8%	9.6%	普通股股东权益	39,470	49,202	61,127	71,641	85,445		
营业外收支	540	1,134	1,479	1,500	1,200	少数股东权益	6,261	6,830	7,850	9,321	11,012		
税前利润	13,991	16,051	18,915	21,955	26,136	负债股东权益合计	120,292	128,842	170,601	207,069	232,510		
利润率	9.8%	11.5%	11.8%	9.4%	10.1%	259,368							
所得税	-2,344	-2,427	-3,053	-3,513	-4,182								
所得税率	16.8%	15.1%	16.1%	16.0%	16.0%								
净利润	11,646	13,625	15,862	18,443	21,954								
少数股东损益	1,144	918	1,178	1,471	1,691								
归属于母公司的净利润	10,502	12,707	14,684	16,972	20,263	22,970							
净利率	7.4%	9.1%	9.2%	7.3%	7.8%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	11,646	13,625	15,862	18,443	21,954	24,915	每股指标						
非现金支出	2,843	5	381	2,440	2,493	2,696	每股收益	2.491	2.978	2.274	2.603	3.108	
非经营收益	-1,838	-673	-2,762	-1,973	-2,090	-2,164	每股净资产	9.362	11.531	9.464	11.092	13.229	
营运资金变动	12,634	10,578	9,900	6,972	3,394	4,398	每股经营现金流	5.998	5.516	3,494	4.007	3.987	
经营活动现金净流	25,285	23,535	22,570	25,882	25,751	29,845	每股股利	4.374	4.374	6,171	1,000	1,000	
资本开支	-1,405	-2,583	-2,132	-3,520	-2,580	-3,182	回报率						
投资	-28,803	-17,537	-19,603	-13,358	-13,357	-13,357	净资产收益率	26.61%	25.83%	24.02%	23.69%	23.71%	
其他	1,345	2,131	1,954	1,200	1,800	2,000	总资产收益率	8.73%	9.86%	8.61%	8.20%	8.71%	
投资活动现金净流	-28,862	-17,989	-19,781	-15,678	-14,137	-14,539	投入资本收益率	20.87%	18.32%	15.94%	16.95%	17.33%	
股权募资	8	1,702	815	0	0	0	增长率						
债权募资	-2,365	-4,837	7,460	4,157	755	-3,012	主营业务收入增长率	17.36%	-2.08%	14.71%	45.53%	11.62%	
其他	-4,060	-4,725	-5,863	-7,292	-7,369	-7,295	EBIT增长率	55.83%	-1.71%	18.81%	27.90%	19.24%	
筹资活动现金净流	-6,418	-7,860	2,412	-3,135	-6,614	-10,307	净利润增长率	97.50%	20.99%	15.56%	15.58%	19.39%	
现金净流量	-9,995	-2,315	5,201	7,069	5,000	5,000	总资产增长率	24.08%	7.11%	32.41%	21.38%	12.29%	

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	3	4	19	24	29
增持	0	2	13	13	17
中性	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	1	1
评分	1.00	1.57	1.50	1.50	1.49

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	2016-03-28	买入	31.40	35.66~36.83
2	2016-04-01	买入	30.85	35.66~36.83
3	2016-05-03	买入	32.10	35.66~36.83
4	2016-06-30	买入	23.37	30.00~32.00
5	2016-08-30	买入	26.87	27.24~29.51
6	2017-03-31	买入	33.13	N/A
7	2017-05-02	买入	33.66	N/A
8	2017-08-31	买入	41.98	N/A

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 7GH