

2017 年 10 月 31 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

57.6

**公司基本信息**

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 产业别              | 家用电器             |
| A 股价(2017/10/30) | 51.76            |
| 深证成指(2017/10/30) | 11312.61         |
| 股价 12 个月高/低      | 51.76/25.91      |
| 总发行股数(百万)        | 6548.53          |
| A 股数(百万)         | 6336.85          |
| A 市值(亿元)         | 3279.95          |
| 主要股东             | 美的控股有限公司(33.78%) |
| 每股净值(元)          | 10.88            |
| 股价/账面净值          | 4.76             |
|                  | 一个月 三个月 一年       |
| 股价涨跌(%)          | 20.1 29.1 91.8   |

**近期评等**

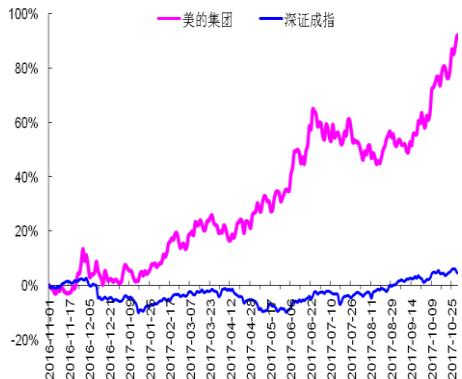
| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2017-09-02 | 40.84 | 买入 |

**产品组合**

|         |       |
|---------|-------|
| 空调及零部件  | 58.3% |
| 小家电     | 25.0% |
| 洗衣机及零部件 | 7.0%  |

**机构投资者占流通 A 股比例**

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 6.6%  |
| 一般法人 | 44.4% |

**股价相对大盘走势**

**美的集团(000333.SZ)**

Buy 买入

前三季度净利 YOY+17%，符合预期，看好公司长期发展

**结论与建议：**

- **公司业绩：**公司 2017Q1-Q3 实现营业收入 1877.6 亿元，YOY+60.4%，录得净利润 150.0 亿元，YOY+17.1% (扣非后 YOY+14.2%)，EPS 为 2.3 元，公司业绩符合预期。其中公司 Q3 单季度实现营收 625.0 亿元，YOY+60.9%，录得净利润 41.9 亿元，YOY+26.4% (扣非后 YOY+30.2%)。
- **并表 KUKA 增厚营收，原有业务也实现快速增长：**公司前三季度营收大幅增长一方面是由于本期新并入 KUKA 等已收购企业，KUKA 前三季度贡献营收 198.4 亿元(YOY+27%)，我们预计东芝家电也可贡献 110 亿以上。另一方面，公司原有业务在空调以及小家电销售的带动下也实现营收 1563.9 亿元，YOY 快速增长 39%。
- **资产溢价摊销使得净利增速低于营收增速：**KUKA 前三季度税前净利润 YOY+26%，我们预计东芝家电在 Q2 和 Q3 的不断改善下已实现盈利。公司业绩增速低于营收增速主要还是公司对收购 KUKA 产生的资产溢价进行摊销，2017 前三季度确认摊销费用 18.5 亿元，2017 年预计将摊销 25 亿元左右。不考虑摊销影响后，公司原业务净利润实际为 157.3 亿元，同比增长 23%，符合预期。从毛利率来看，公司 2017Q1-Q3 综合毛利率为 25.7%，同比下降 2.7 个百分点，我们认为一方面是并入的库卡毛利率低于公司原业务的综合毛利率，另一方面是受到了原材料价格上涨的影响。由于新增并表企业，公司费用率略有波动，其中公司销售费用率为 10.6%，同比持平，管理费用率同比增加 0.4 个百分点至 5.6%，利息费用增加使得公司财务费用率同比增加 1.2 个百分点至 0.5%。综合来看，公司期间费用率同比增加 1.8 个百分点至 16.6%。
- **国际化战略稳步推进：**公司通过收购东芝家电、Clivet 等企业不断推进国际化战略，增强品牌影响力和技术实力。通过收购 KUKA 又将推进公司的“双智”战略（智能家居+智能制造），提升公司生产效率，实现制造升级。另外，我们认为公司还可与库卡集团联合开拓广阔的中国机器人市场，开拓新的增长点。
- **盈利预测与投资建议：**短期来看，我们认为上半年三四线城市房地产销售的恢复对公司家电的出货仍具有带动作用；中长期来看，公司整合东芝、Clivet 等品牌，将会增强公司的技术实力和在全球的影响力，将利于公司的长期发展。整合库卡集团将会使得公司直接站在智能制造的高点，提升效率并可拓展新的增长点。我们预计公司 2017、2018 年可实现净利润为 173 亿元 (YOY+17.9%)、211 亿元 (YOY+21.7%)，EPS 为 2.6 元、3.2 元，P/E 为 18X、15X，维持“买入”投资建议。



| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2014   | 2015  | 2016   | 2017F | 2018F |
|-----------------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 10502  | 12707 | 14684  | 17311 | 21073 |
| 同比增减            | %       | 97.50  | 20.99 | 15.56  | 17.89 | 21.73 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 2.49   | 2.99  | 2.29   | 2.64  | 3.22  |
| 同比增减            | %       | -42.49 | 20.08 | -23.41 | 15.44 | 21.73 |
| 市盈率(P/E)        | X       | 19.28  | 16.05 | 20.96  | 18.16 | 14.92 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 1.00   | 1.20  | 1.00   | 1.06  | 1.29  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 2.08   | 2.50  | 2.08   | 2.20  | 2.68  |

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30%  $>$  ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10%  $>$  ER  $>$  -10%)

卖出 Sell (-30%  $<$  ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

| 百万元           | 2014   | 2015   | 2016   | 2017F  | 2018F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 142311 | 139347 | 159842 | 241063 | 280593 |
| 经营成本          | 105670 | 102663 | 115615 | 177683 | 205182 |
| 营业税金及附加       | 810    | 911    | 1077   | 1502   | 1880   |
| 销售费用          | 14734  | 14800  | 17678  | 26616  | 30865  |
| 管理费用          | 7498   | 7442   | 9621   | 14961  | 16836  |
| 财务费用          | 251    | 139    | -1006  | 1295   | 1684   |
| 资产减值损失        | 350    | 5      | 381    | 684    | 650    |
| 投资收益          | 1511   | 2011   | 1286   | 1892   | 1600   |
| 营业利润          | 13451  | 14917  | 17436  | 21026  | 25096  |
| 营业外收入         | 1057   | 1707   | 1819   | 1705   | 1950   |
| 营业外支出         | 517    | 573    | 340    | 723    | 500    |
| 利润总额          | 13991  | 16051  | 18915  | 22009  | 26546  |
| 所得税           | 2344   | 2427   | 3053   | 3308   | 4008   |
| 少数股东损益        | 1144   | 918    | 1178   | 1389   | 1465   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 10502  | 12707  | 14684  | 17311  | 21073  |

**附二：合并资产负债表**

| 百万元       | 2014   | 2015   | 2016   | 2017F  | 2018F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金      | 6203   | 11862  | 17196  | 19775  | 22742  |
| 应收账款      | 9362   | 10372  | 13455  | 16145  | 19374  |
| 存货        | 15020  | 10449  | 15627  | 14846  | 14103  |
| 流动资产合计    | 86427  | 93368  | 120621 | 144746 | 173695 |
| 长期股权投资    | 952    | 2888   | 2212   | 2875   | 3738   |
| 固定资产      | 19522  | 18730  | 21057  | 23162  | 25479  |
| 在建工程      | 662    | 955    | 581    | 697    | 836    |
| 非流动资产合计   | 33865  | 35474  | 49979  | 57476  | 66098  |
| 资产总计      | 120292 | 128842 | 170601 | 202222 | 239792 |
| 流动负债合计    | 73143  | 72004  | 89184  | 107021 | 128425 |
| 非流动负债合计   | 1418   | 806    | 12440  | 12938  | 13455  |
| 负债合计      | 74561  | 72810  | 101624 | 119958 | 141880 |
| 少数股东权益    | 6261   | 6830   | 7850   | 10205  | 23471  |
| 股东权益合计    | 39470  | 49202  | 61127  | 72059  | 74442  |
| 负债及股东权益合计 | 120292 | 128842 | 170601 | 202222 | 239792 |

**附三：合并现金流量表**

| 百万元           | 2014   | 2015   | 2016   | 2017F  | 2018F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 24789  | 26764  | 26695  | 29,365 | 32,301 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -28862 | -17989 | -19781 | -1400  | -1400  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -7410  | -8877  | 160    | -2000  | -2000  |
| 现金及现金等价物净增加额  | -11492 | -85    | 7326   | 25965  | 28901  |

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证人。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。