

爱建证券有限责任公司

财富管理研究所

分析师: 刘孙亮

TEL: 021-32229888-25517

E-mail: liusunliang@ajzq.com

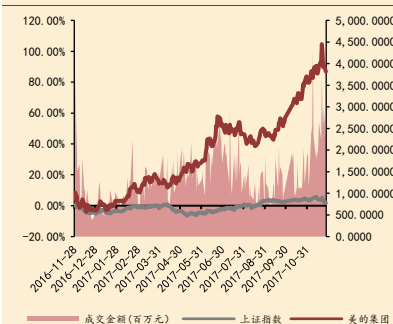
执业编号: S0820513120002

联系人: 陈曼殊

TEL: 021-32229888-25516

E-mail: chenmanshu@ajzq.com

评级: 推荐
(首次)



数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	4.44	49.00	86.81
相对表现	6.64	42.10	84.96

基础数据

收盘价 (2017-11-27)	52.64
目标价 (未来 6 个月)	58.83
52 周内最高价	57.93
52 周内最低价	26.72
总市值 (百万元)	344,714.43
流通市值 (百万元)	215,608.92
总股本 (百万股)	6,548.53
A 股 (百万股)	6,548.53
其中: 流通股 (百万股)	6,307.96
其中: 限售股 (百万股)	240.57

数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

公司深度●家电行业

2017 年 11 月 28 日 星期二

美的, 还是智能的、创新的

投资要点:

□ 由综合性家电龙头企业朝向科技集团发展, 过去历史业绩表现良好, 未来新增业务可期。从美的集团发展至今, 通过并购式的扬长补短, 不断扩展产品线、市场渠道等等, 公司产业链从最初单一产品单一市场到现今的多元化产业链、多品类多品牌产品及国内外市场共同发展, 加之今年成功收购德国库卡发展机器人业务, 美的已经由一个传统家电企业成功转型为一家全球化科技巨头。根据美的集团在**家电行业的龙头地位+不断研发的创新产品+中国市场机器人的前景度**, 预计 2017/2018/2019 年各业务板块的增速有望达到: 空调业务 (+40%/+17%/+13%)、洗衣机业务 (+40%/+18%/+13%)、冰箱业务 (+26%/+18%/+16%)、小家电业务 (+40%/+30%/+14%)、机器人业务 (-/+20%/+14%)。

□ **盈利预测与投资建议。**大家电方面, 今年上半年三四线火热的地产销售滞后传导对下半年及明年上半年带来增量需求, 加之更新换代周期已至高端产品需求旺盛, 行业景气度有望持续; 小家电 (含厨电) 方面, 新品类产品推出引爆市场热度; 全球机器人也将受经济复苏保持平稳向上, 美的集团 2017 年收入规模仍将保持良好增长, 因此给予公司 19 倍的动态 PE, 并预计公司 2017 和 2018 年公司的 EPS 分别为 2.79 元和 3.43 元。结合行业当前估值水平, 我们给予美的集团“**推荐**”评级。

□ **风险提示。**1、全球经济复苏的不确定性、房地产政策调控持续趋紧、消费市场不景气使得家电销售不及预期; 2、主要原材料成本上涨; 3、海外市场拓展所面临当地国家的法律、政治、经济等风险; 4、汇率风险; 5、其他系统性风险。

表格 1: 公司业绩预测简表

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	159842	235037	267942	302774
增长率 (%)	14.7%	47.0%	14.0%	13.0%
归属母公司股东净利润	14684	18314	22485	27327
增长率 (%)	16.4%	24.7%	22.8%	21.5%
每股收益 (EPS)	2.24	2.79	3.43	4.17
净资产收益率 (ROE)	24.0%	23.1%	22.1%	21.1%
市盈率 (P/E)	23.50	18.84	15.35	12.63
市净率 (P/B)	5.65	4.34	3.39	2.67

数据来源: 爱建证券财富管理研究所

目录

1、公司背景.....	5
2、并购式扬长补短，步步拓展业务版图.....	6
3、由综合性家电龙头企业朝向科技集团发展，过去历史业绩表现良好，未来新增业务可期.....	9
3.1 盈利能力突出，收入稳健增长.....	9
3.2 多种类家电产品齐头并进，产品朝向中高端，提高低普及产品覆盖率.....	11
3.2.1 家用空调业务：内销与格力形成双寡头，外销实力强劲排首位.....	12
3.2.2 中央空调业务：传统空调的可替代性增强，房地产精装修推动中央空调发展.....	14
3.2.3 洗衣机业务：普及期进入更新换代期，滚筒式、变频式等非传统品类仍将有所增长.....	15
3.2.4 冰箱业务：行业集中度提高，龙头企业受益.....	18
3.2.5 小家电业务：烟灶消等厨电行业强者恒强的局面明显，公司开始逐步向中高端发展；其他小家电产品线持续扩张，低普及率产品增长空间较大.....	19
3.3 迈入机器人千亿蓝海.....	24
4、经营结构.....	26
5、创新推出三层激励制度.....	27
6、盈利预测.....	29
6.1 分部估值.....	29
6.2 可比上市公司对比.....	30
7、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 美的集团旗下重要品牌公司.....	5
图表 2: 美的集团荣誉.....	6
图表 3: 中国工业机器人使用密度明显偏低.....	7
图表 4: 美的国内外营业收入情况.....	8
图表 5: 2017 年开始机器人及自动化系统成为美的主营收入的重要组成部分	9
图表 6: 2012 年后战略转型促收入稳健增长	10
图表 7: 近几年归母净利润持续增长.....	10
图表 8: 毛利率和净利率持续提升.....	10
图表 9: 销售费用和管理费用增长速度控制良好.....	10
图表 10: 存货周转天数逐年下降并保持低位.....	11
图表 11: 存货周转率稳步提高.....	11
图表 12: 营收占比空调第一、小家电第二, 同比增速洗衣机最快.....	11
图表 13: 各家电品类占营业总收入比例.....	12
图表 14: 美的家电品类众多.....	12
图表 15: 美的空调与格力空调一直保持高市场占有率.....	13
图表 16: 中国家用空调销量情况.....	13
图表 17: 中国家用空调月度内销情况.....	14
图表 18: 中国家用空调月度库存情况.....	14
图表 19: 中国家用空调月度出口情况.....	14
图表 20: 亚洲和美洲为我国家用空调主要出口地.....	14
图表 21: 中国中央空调市场规模情况.....	15
图表 22: 美的中央空调市占率处于第一梯队.....	15
图表 23: 我国洗衣机在城镇和农村普及率都极高.....	16
图表 24: 滚筒式、变频式洗衣机销量占比逐步上升.....	16
图表 25: 洗衣机内销数量一直远高于外销数量.....	17
图表 26: 我国冰箱在城镇和农村普及率都极高.....	18
图表 27: 近几年冰箱市场较为疲软.....	18
图表 28: 内销增长远低于外销甚至负增长.....	19
图表 29: 美的在总销量市场占有率上不断缩小与海尔的差距.....	19
图表 30: 美的吸油烟机排房地产精装修市场第三名.....	20
图表 31: 美的燃气灶排房地产精装修市场第四名.....	20
图表 32: 美的消毒柜排房地产精装修市场第五名.....	20
图表 33: 吸油烟机线下零售额前十大品牌集中度提升, 美的市场份额排名第三.....	21
图表 34: 吸油烟机线上零售额前十大品牌集中度提升, 美的市场份额排名第三.....	21
图表 35: 燃气灶线下零售额前十大品牌集中度提升, 美的市场份额排名第四.....	21
图表 36: 燃气灶线上零售额前十大品牌集中度提升, 美的市场份额排名第四.....	22
图表 37: 我国洗碗机渗透率不足 1%.....	23
图表 38: 我国相对发达地洗碗机百户保有量也低.....	23
图表 39: 中国相比美国、日本吸尘器普及率低.....	23
图表 40: 我国吸尘器销量保持增长.....	23
图表 41: 美的各家电毛利率逐年提高.....	24
图表 42: 生产人员占比高 (截止 2016-12-31)	25

图表 43: 生产人员增长高于其他类员工.....	25
图表 44: 库卡占全球市场份额约 11%	25
图表 45: 美的集团旗下各事业部概况.....	26
图表 46: “T+3” 流程图.....	27
图表 47: “T+3” 需要极高条件完成.....	27
图表 48: 创新性的三层激励计划（人数以 2017 半年报披露为准）	28

表格目录

表格 1: 公司业绩预测简表.....	1
表格 2: 美的重大并购事件.....	8
表格 3: 美的洗衣机市场占有率逐年升高.....	17
表格 4: 美的吸油烟机均价低于高端厨电品牌老板、方太，但“天幕”系列向中高端靠拢...	29
表格 5: 美的小家电的线下零售额一直保持高占有率.....	22
表格 6: 三层激励计划力度大、范围广、成本高.....	28
表格 7: 第四期期权激励具体分配情况.....	28
表格 8: 公司各业务盈利预测（单位：百万元）	29
表格 9: 可比上市公司估值对比.....	30
表格 10: 公司盈利预测（单位：百万元）	31

1、公司背景

美的创建于1968年，由何享健等23位北滘居民筹资5000元组建的“北滘街办塑料生产组”，1980年开始生产风扇，进入家电领域。1981年，正式注册“美的”商标，“美的”从此诞生。1985年成立“美的空调设备厂”，正式进入空调行业，也是当时国内最早生产空调的企业之一。此后的八年间，美的完成股份制改造，逐步建立现代企业制度；发展大小家电产业群，产品不断多元化，加强品牌建设，大力引进人才；推行事业部制，优化市场结构、区域结构、管理结构和经营结构，于1993年11月12日以美的电器（000527）的身份在深圳证券交易所挂牌上市，成为中国证监会批准的第一家由乡镇企业改制而成的上市公司。为了公司的持续发展，美的开始走上并购之路，不断扩展产品线、市场渠道等等，作为制造企业其生产基地也分布众多，在国内建有广东顺德、广州、中山，安徽合肥及芜湖，湖北武汉及荆州，江苏无锡、淮安、苏州及常州，重庆、山西临汾、江西贵溪、河北邯郸等15个生产基地，辐射华南、华东、华中、西南、华北五大区域，在国外有6个国家建有生产基地分别是越南、白俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷、印度。2013年9月18日公司整合大家电、小家电、电机、物流业务以美的集团（000333）的身份上市，实现了家电产业纵横向、前中后端及渠道的全方位协同。彼时，美的打造职业经理人制度，在2012年由方洪波接替何享健担任美的集团董事长。在美的集团成立的这四十九年间，旗下拥有美的、小天鹅、GMCC美芝、Eureka、KUKA、Swisslog、Servotronic、Toshiba等十余个国内外知名品牌，并且凭借公司品牌实力获奖无数。美的集团，一个具有全家电产业链、全家电产品线、业务范围覆盖全球、良好公司治理、业绩稳健成长性好的科技帝国，其龙头地位已然确定。

图表 1：美的集团旗下重要品牌公司



数据来源：公司官网，爱建证券财富管理研究所

图表 2：美的集团荣誉



数据来源：公司官网，爱建证券财富管理研究所

2、并购式扬长补短，步步拓展业务版图

美的集团的发展史，可以说是一部并购史，从过去的国内市场收购，到近几年的海外并购，其并购足迹遍布日本、德国、美国、意大利，公司规模也从百亿元快速增长到千亿元，公司产业链也从最初单一产品单一市场到现今的多元化产业链、多品类多品牌产品及国内外市场共同发展，美的已经由一个传统家电企业成功转型为一家全球化科技巨头。

早在 1999 年，为掌握空调的核心技术，美的集团收购东芝万家乐 60% 的股份，成为国内唯一掌握从工业设计、模具制造、电机制造、电子控制到压缩机制造的全部核心配套生产能力的空调制造专业企业。然后收购荣事达，丰富白电产业群；收购小天鹅，做大做强冰洗产业。除此之外，为了扩宽海外业务领域，2010 年收购埃及 Miraco 公司，布局非洲；2011 年收购建立巴西生产基地，拓展南美洲市场；2011 年收购建立阿根廷生产基地；2012 年合资建立印度生产基地，开拓东南亚版图。最近两年，比较引人关注的就是收购东芝白色家电、意大利的 Clivet 中央空调和德国 KUKA 机器人业务。

1) 收购东芝全球白色家电业务，破除日本市场壁垒，深化小家电发展

东芝是日本最大的半导体制造商，也是日本两大综合电机制造商之一，2016 年 6 月，美的以 537 亿日元（约 4.73 亿美元）现金及承担 250 亿日元（约 2.2 亿美元）债务为代价获得东芝家电业务的主体“东芝生活电器株式会社”80.1% 的股份、东芝品牌 40 年全球授权、超过 5000 项家电相关技术专利，以及东芝家电在日本、中国、东南亚的市场、渠道和制造基地等。

与东芝白色家电业务的结合，第一，能提高美的品牌形象。东芝家电已有百年发展历史，在海外市场（特别是东南亚等地区）具有很高的知名度；第二，快速拓展海外市场。日本是一个进入壁垒相对较高的市场，通过东芝顺利打入日本市场，拓宽销售渠道；第三，获取研发技术、提升制造水平。美的获得东芝的众

多专利中，如 DD 电机及变频控制专利、冰箱隔热板专利能提升洗衣机、冰箱的质量和性能。东芝丰富的产品线，如洗碗机等厨电、吸尘器等小家电都能为美的未来发展白电以外的家电产品加速。

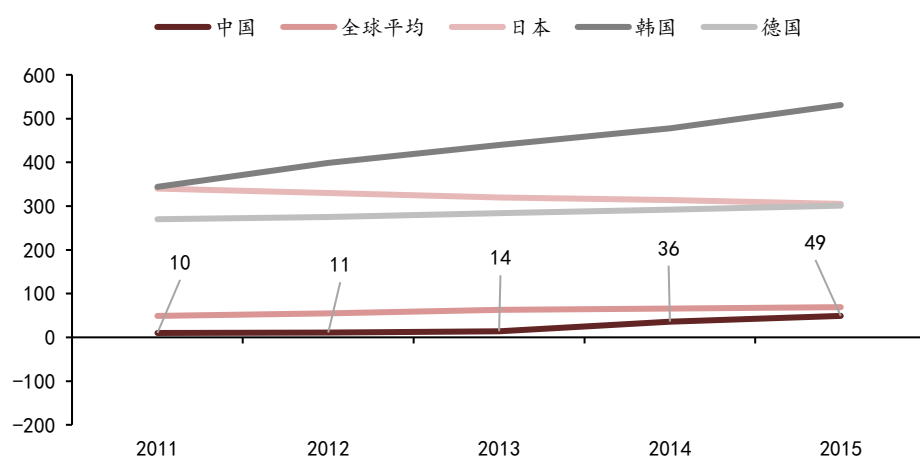
2) 收购意大利的 Clivet 中央空调，开拓欧洲市场

与家用空调不同，大型中央空调主要通过招标渠道销售，企业需要在销售地有当地资源才有可能将产品打进当地市场，美的收购 Clivet 更重要的意义在于布局其中央空调业务的欧洲市场。在此之前，美的已经拥有完善的全系列中央空调产品，包括大型冷水机组、多联机、空气能热水器、家用中央空调、壁挂炉等，Clivet 的中央空调以大型冷水机组为主，美的与 Clivet 相结合，除了是一种产品技术上的互补，更是美的开拓欧洲市场的重要途径，而 Clivet 也能借助美的在亚洲、美洲的影响力扩大全球市场份额。

3) 收购德国库卡，进军机器人领域

随着工业 4.0 的到来，自动化的引进会加快工业化进程，工业机器人的引进则将改变世界工业制造的模式。我国制造业的自动化程度远不如发达国家，自动化水平较低。2015 年，我国工业机器人的使用密度（每万名工人对应工业机器人人数）仅为 49 台，远低于国际平均水平的 69 台，韩国、日本、德国工业机器人使用密度高达 531 台、305 台、301 台，较低的使用密度使得我国机器人市场具有巨大的增量空间。

图表 3：中国工业机器人使用密度明显偏低



数据来源：中国产业信息，爱建证券财富管理研究所

库卡公司，全称 KUKA Aktiengesellschaft，是全球机器人四大企业巨头之一，美的收购库卡（股权占比 94.55%），其进军机器人及工业自动化领域意图已然明显。早在 2012 年美的就累计投入使用近千台机器人，2015 年新成立机器人业务部门，2017 年完成对库卡的收购，顺应“制造过程机器人自动化”的全球发展趋势。与库卡的结合，第一，能解决人工成本的不断上涨、提升生产效率，第二，子公司安得物流还能受益于库卡集团子公司瑞仕格领先的物流设备和系统解决方案，提升物流效率，拓展第三方物流业务，第三，未来提供丰富多样化与专业化的服务机器人产品。

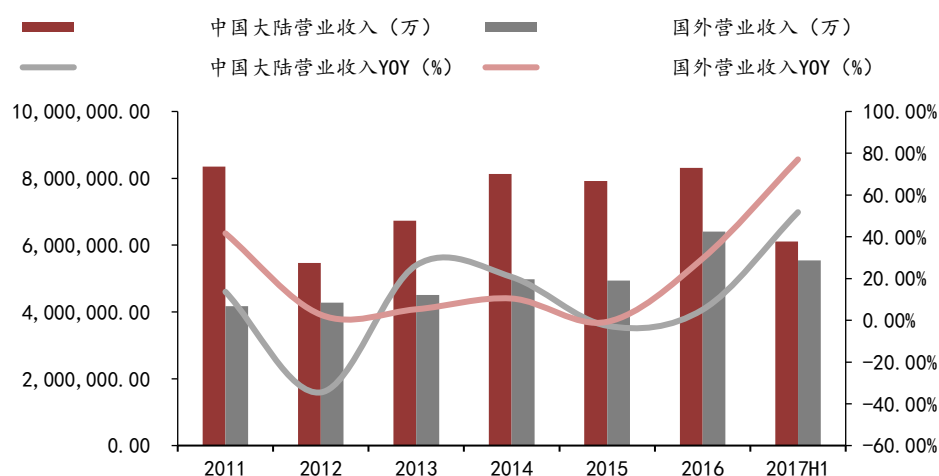
表格 2：美的重大并购事件

日期	并购事件
1999 年	收购东芝万家乐，进入空调压缩机领域
2001 年	收购日本三洋的磁控管工厂，进入磁控管领域
2004 年	收购重庆通用，进入大型中央空调领域
2004 年	收购广州华凌，增强制冷产业发展实力
2004 年	收购合肥荣事达，丰富美的白电产品群
2005 年	收购江苏春花，为吸尘器产业发展奠定了基础
2008 年	收购无锡小天鹅，做大做强冰洗产业，进军照明行业
2010 年	海外全资控股子公司收购埃及 Miraco 公司，布局非洲
2010 年	收购江西贵溪贵雅照明，建设江西照明基地
2011 年	收购常州弘禄华特电机，做大做强商用电机领域
2011 年	收购建立巴西生产基地，拓展南美洲市场
2011 年	收购建立阿根廷生产基地，推进国际化进程
2012 年	合资建立印度生产基地，拓展东南亚版图
2016 年	收购日本东芝白电业务
2016 年	收购意大利的 Clivet 中央空调
2017 年	收购德国机器人制造商库卡

数据来源：公司官网，爱建证券财富管理研究所

总体来说，驾轻就熟的资本运作使得美的的每一段最初不被看好的收购都能顺利达成，通过不断并购去补齐技术短板、扩张渠道、增加产品种类、提高科技。除了丰富公司产品线全方位发展家电业务外，海外收入不断增加的同时也能将国内外市场进行风险对冲。2012 年家电行业遇到寒冬，整个国内市场持续低迷，美的国内市场营销同比下降 34.53%，而国外市场营销同比增长 2.66%。自此每年国外市场营销稳步增长，增速于 2015 年再次超过国内市场，2014 年至 2017 上半年国外市场营销分别为 497.84 亿、494.17 亿、640.11 亿及 554.63 亿，占营业总收入的 34.98%、35.46%、40.05%及 44.38%。

图表 4：美的国内外营业收入情况

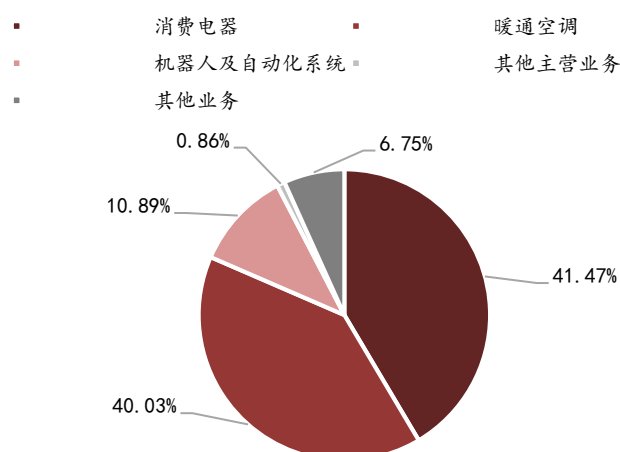


数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

3、由综合性家电龙头企业朝向科技集团发展，过去历史业绩表现良好，未来新增业务可期

美的横跨消费电器、暖通空调、机器人及自动化系统、智能供应链系统业务，提供多元化的产品种类与服务。公司主营业务有四：第一，以冰箱、洗衣机、厨房家电及各类小家电为核心的消费电器业务；第二，以家用空调、中央空调、供暖及通风系统为核心的暖通空调业务；第三，以库卡集团、安川机器人合资公司等为核心的机器人及自动化系统业务；第四，提供智能物流集成解决方案的供应链系统业务。2016年，消费电器中的洗衣机及零部件、冰箱及零部件、各类小家电分别占主营业务收入的10.08%、9.36%、27.08%，空调及零部件占主营业务收入的41.78%，电机、物流分别占主营业务收入的2.58%、1.19%，随着2017年1月库卡开始并表，机器人及自动化系统开始成为公司主营业务收入的重要组成部分，2017年上半年该项业务占主营业务收入的10.89%。

图表 5：2017 年开始机器人及自动化系统成为美的主营收入的重要组成部分

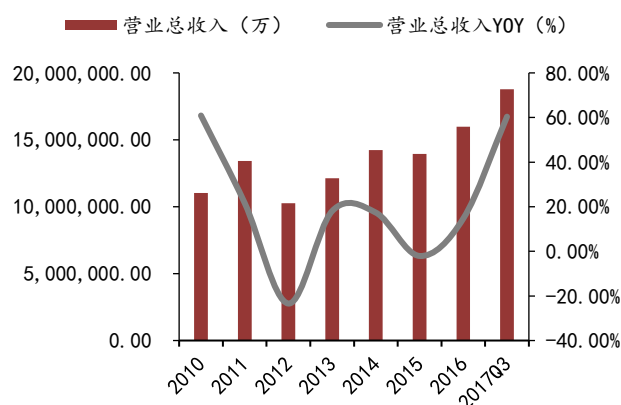


数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

3.1 盈利能力突出，收入稳健增长

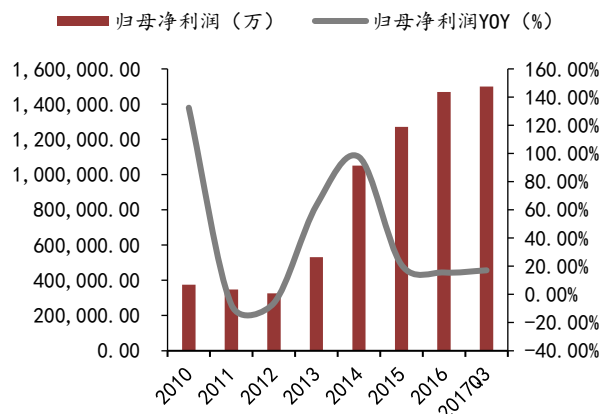
2012年中国家电行业进入国家一系列刺激性政策的尾声，市场重回竞争状态。受大环境影响美的当年营业收入为1027.13亿元同比下降23.42%。此时方洪波接手美的集团董事长，开始一系列变革与调整，公司围绕三大战略主线“产品领先、效率驱动、全球经营”运作。面对宏观经济下行、消费刺激政策退出和房地产政策调控等多重不利因素，美的始终能保持一个稳健的收入状态。2013-2016年营业总收入分别为1212.65亿元、1423.11亿元、1393.47亿元、1598.42亿元，平均增长率为12.01%。013-2016年归母净利润分别为53.17亿元、105.02亿元、127.07亿元、146.84亿元，平均增长率为49.30%。2017年1-9月份库卡实现收入198亿元，并表后美的前三季度整个营业总收入为1877.64亿元，同比增长60.38%；归母净利润为149.98亿元，同比增长17.10%。

图表 6：2012 年后战略转型促收入稳健增长



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

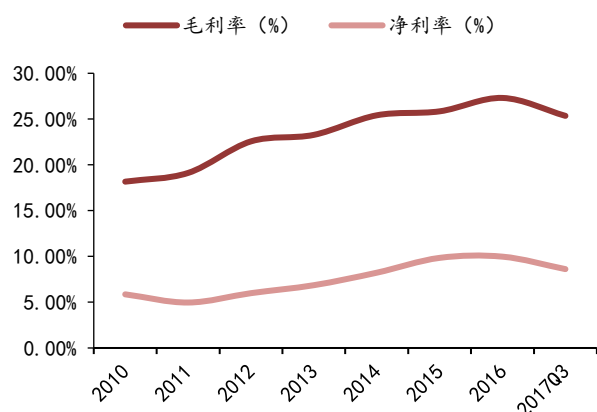
图表 7：近几年归母净利润持续增长



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

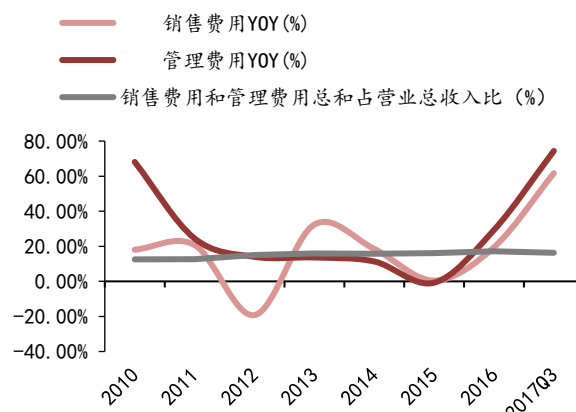
近几年美的集团销售费用和管理费用占营业收入的比率一直保持低位，毛利率和净利率有所增加，主要原因是研发投入的加大+产品结构的持续优化+销售费用和管理费用等成本的降低+制造效率与制造品质的提升。2016 年并表东芝家电、2017 年并表库卡后对毛利率、净利率、销售费用、管理费用造成影响也在可控范围内。

图表 8：毛利率和净利率持续提升



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

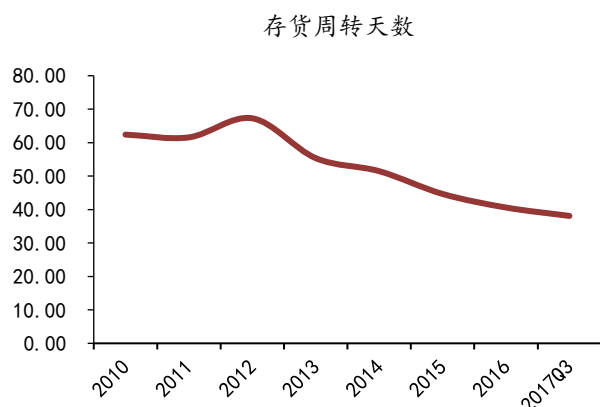
图表 9：销售费用和管理费用增长速度控制良好



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

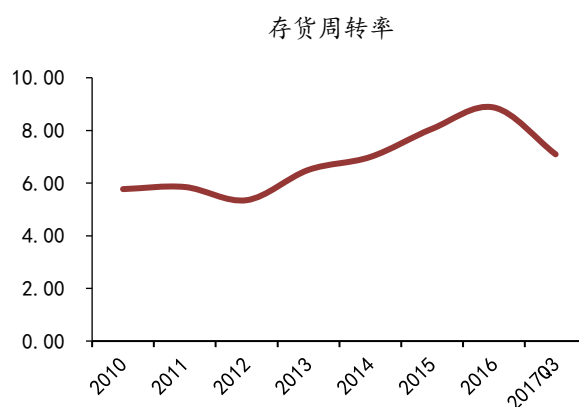
公司打破传统的“以产定销”模式，推出“T+3”产销模式。模式以客户需求为导向，将接收用户订单、原料备货、工厂生产、发货销售四个周期（T），通过全产业链优势，产供销联动来优化制造流程，进一步压缩供货周期，并提升客户满意度和市场占有率，快速满足市场需求。相较以往“研发什么卖什么”，如今美的集团以用户为主导实现产品个性化定制，寻找市场最后端需要的产品，提升产品力的同时降低库存量，极大改善营业周期和现金流水平。

图表 10：存货周转天数逐年下降并保持低位



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

图表 11：存货周转率稳步提高

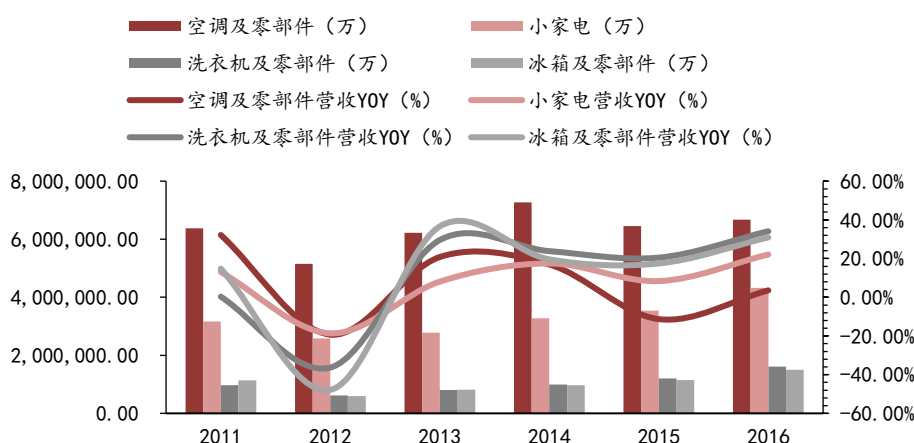


数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

3.2 多种类家电产品齐头并进，产品朝向中高端，提高低普及产品覆盖率

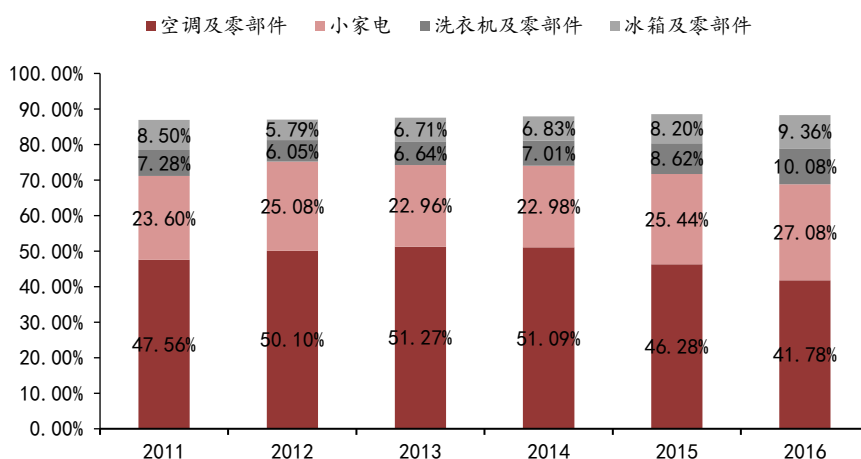
美的集团在收购库卡之前其家电业务收入一直占整个营业总收入的87%以上。覆盖家电品种包括白色家电如空调、冰箱、洗衣机等；厨房家电如吸油烟机、燃气灶、消毒柜、微波炉、电饭煲、电磁炉等；生活家电如吸尘器、挂烫机、加湿器、电水壶等。从各家电品类占营业总收入比例来看，比例最高的一直为空调，其次是小家电（含厨电），洗衣机在近三年小幅超过冰箱。从各家电品类营业收入增速来看，近两年增速最快是洗衣机（2016 年同比+34.13%），然后分别是冰箱（2016 年同比+30.93%）、小家电（含厨电）（2016 年同比+22.11%）、空调（2016 年同比+3.55%）。所有家电品类都保持在增长的态势。

图表 12：营收占比空调第一、小家电第二，同比增速洗衣机最快



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

图表 13：各家电品类占营业总收入比例



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

图表 14：美的家电品类众多

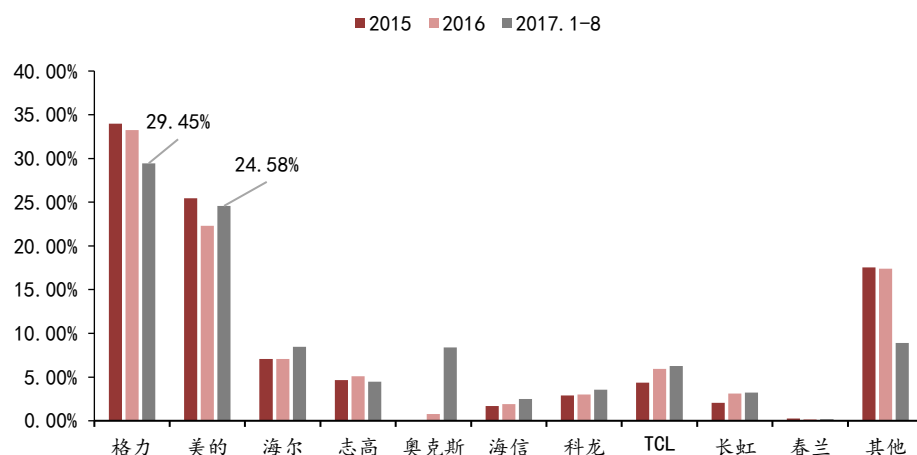


数据来源：公司官网，爱建证券财富管理研究所

3.2.1 家用空调业务：内销与格力形成双寡头，外销实力强劲排首位

现阶段，家用空调市场产业集中度较高，并且已经形成了美的和格力双寡头的格局。根据产业在线 2017 年 1-8 月数据显示，前十名厂商的产业集中度在 90% 以上，而美的与格力共占据 54.02% 的市场份额；从内外销情况来看，美的累计出口量市场占有率 28.67% 排首位，累计内销量市场占有率 21.81% 仅次于格力。

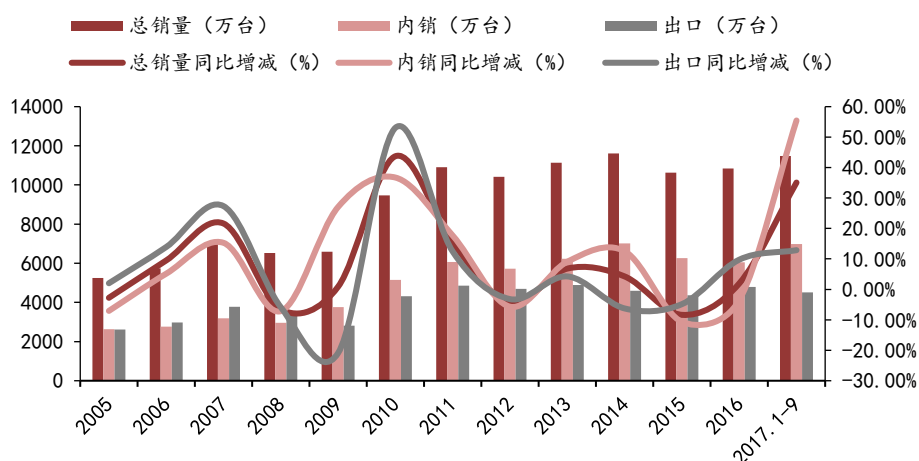
图表 15：美的空调与格力空调一直保持高市场占有率



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

我国家用空调一部分内销，一部分出口。近几年，出口总量一直紧跟内销总量。2017年1-9月，内销总量占总销量的60.63%；出口总量占总销量的39.37%。

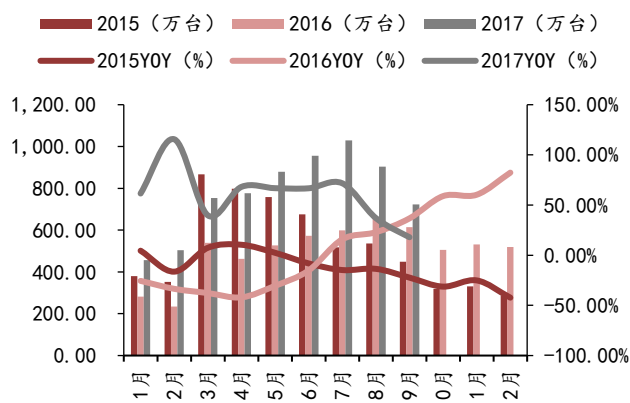
图表 16：中国家用空调销量情况



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

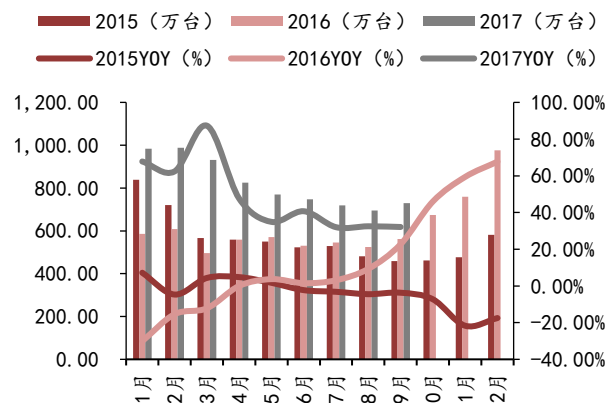
内销方面，2015年下半年渠道去库存，导致2016年上半年空调内销同比连续下滑；7月份炎夏到来，带动渠道库存出清空调内销开始同比转正，并在低库存和低基数效应的双重影响下，内销增速不断提高。到12月份内销同比增长已达82.4%，但因旺季出货不足全年内销同比下降3.51%。2017年1-9月，在高温天气及房地产增长的后周期影响拉动下，内销同比增长55.46%。

图表 17：中国家用空调月度内销情况



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

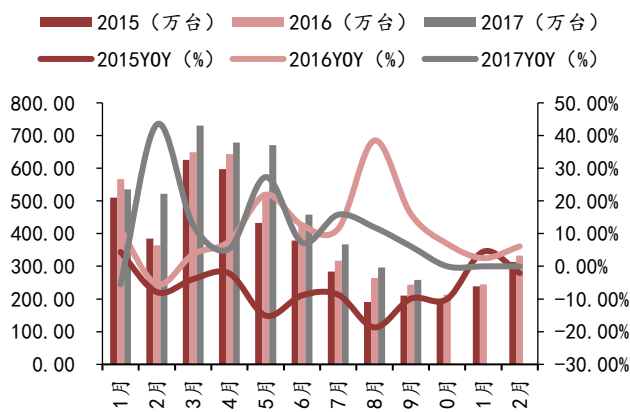
图表 18：中国家用空调月度库存情况



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

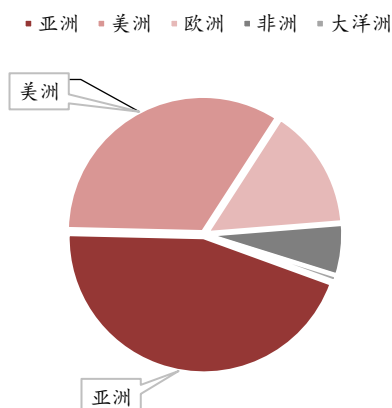
出口方面，从 2016 年创下近三年的出口量新高后，2017 年延续这一增长态势。1-9 月出口总量为 4517 万台，同比增长 12.87%；从出口地区来看，亚洲和美洲是我国空调主要的出口地。这两大地区有许多发展中国家，地处热带或者亚热带，空调的渗透率还比较低，未来仍会有不错的发展空间。

图表 19：中国家用空调月度出口情况



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

图表 20：亚洲和美洲为我国家用空调主要出口地



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

3.2.2 中央空调业务：传统空调的可替代性增强，房地产精装修推动中央空调发展

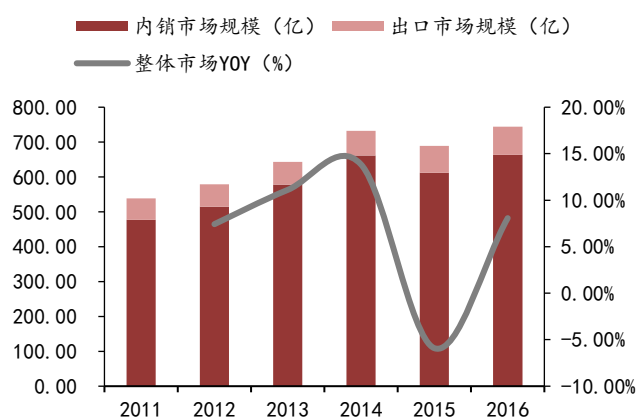
一直以来，中央空调因高昂的价格其增长一直受限。随着传统家用空调价格的上涨，每户家庭拥有的空调数量所累积的金额可以由一台中央空调替代，并且中央空调的节能性、美观性都优于传统家用空调，中央空调替代传统分体机的机会逐渐增大。

2017 年上半年，我国国内中央空调市场增长 25%，主要得益于零售市场的显著上升、中小型项目市场和住宅配套市场的需求，其中零售市场半年超过 40% 的增长率及近 200 亿的市场规模都刷新了历史新高。零售的爆发式增长，使得国内家电系品牌在中央空调市场拔得头筹市场占有率达 41.80%，美的中央空调以

16.81%的市场占有率位居中国中央空调行业第一梯队。

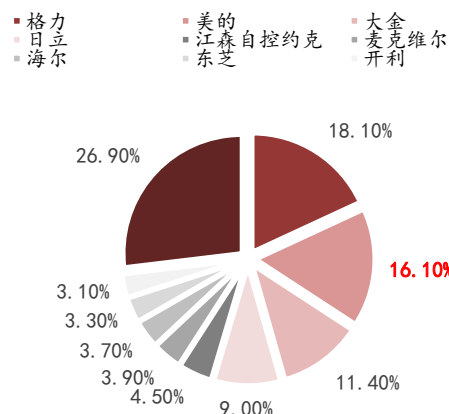
现阶段，我国正在推广房地产精装修，给家电系品牌的中央空调提供增长机会。美的中央空调拥有别墅专用 MDVX 系列中央空调、复式公寓和大户型专用 TR 系列家用中央空调、家居生活热水解决方案的空气能热水器、解决室内空气质量的新风净化一体机、户式采暖专用的燃气壁挂炉以及北方“煤改电”专供产品超低温空气源热泵采暖机等全系列专供产品。提供完善的空调、热水、新风、采暖专业解决方案的同时更是在第 14 届中国地产年度风云榜评选中，获得“中国房地产中央空调首选实力品牌”。美的中央空调凭借强大品牌实力，以及中央空调替代空间的增大，预计未来仍会保持良好增速。

图表 21：中国中央空调市场规模情况



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

图表 22：美的中央空调市占率处于第一梯队

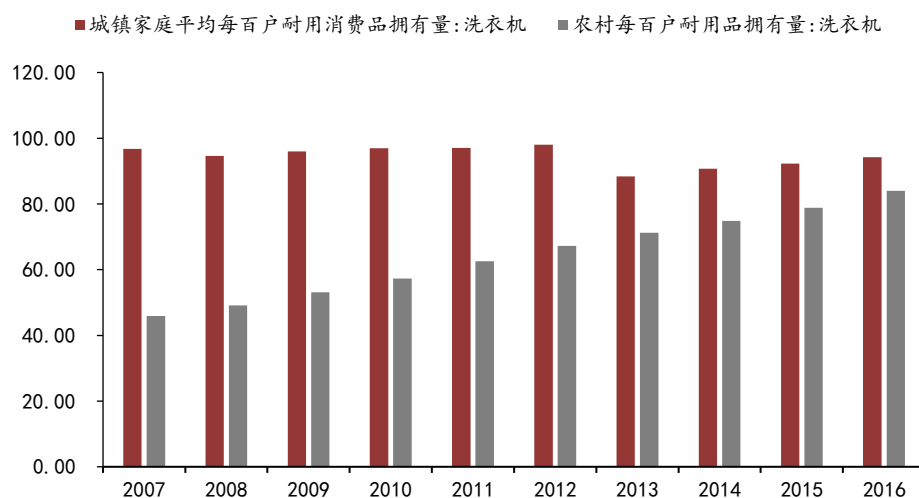


数据来源：暖通空调资讯，爱建证券财富管理研究所

3.2.3 洗衣机业务：普及期进入更新换代期，滚筒式、变频式等非传统品类仍将有所增长

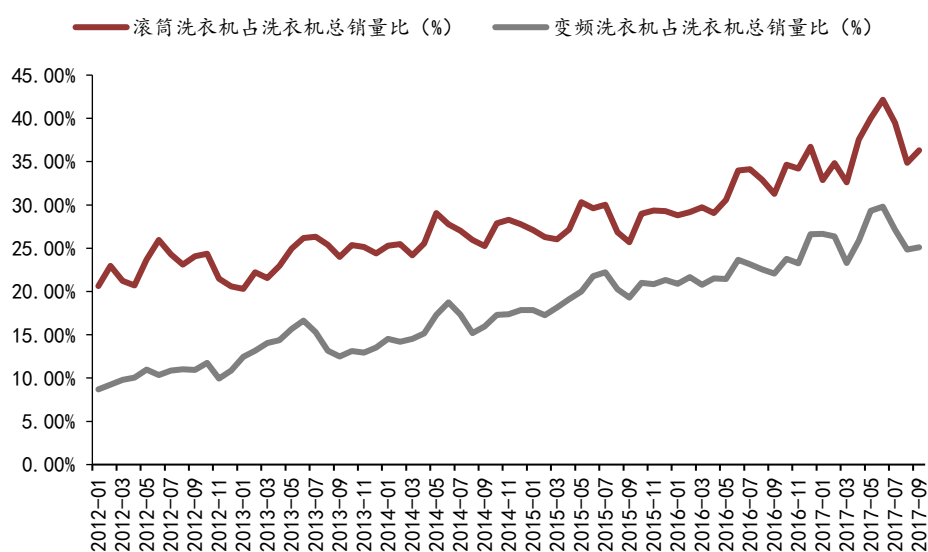
洗衣机作为普及率极高的家电之一，城镇居民百户保有量达 94.20 台，农村居民百户保有量也高达 84 台，已经逐步从普及期开始步入更新换代期。过去洗衣机主要是波轮式，随着技术的提高，开始推出不同类型的洗衣机如滚筒式洗衣机、变频式洗衣机，并且销量占比逐步上升。从内外销情况来看，内销数量一直远高于外销数量，今年 9 月内销占比更是创十年内月度数据新高达 74.06%。

图表 23：我国洗衣机在城镇和农村普及率都极高



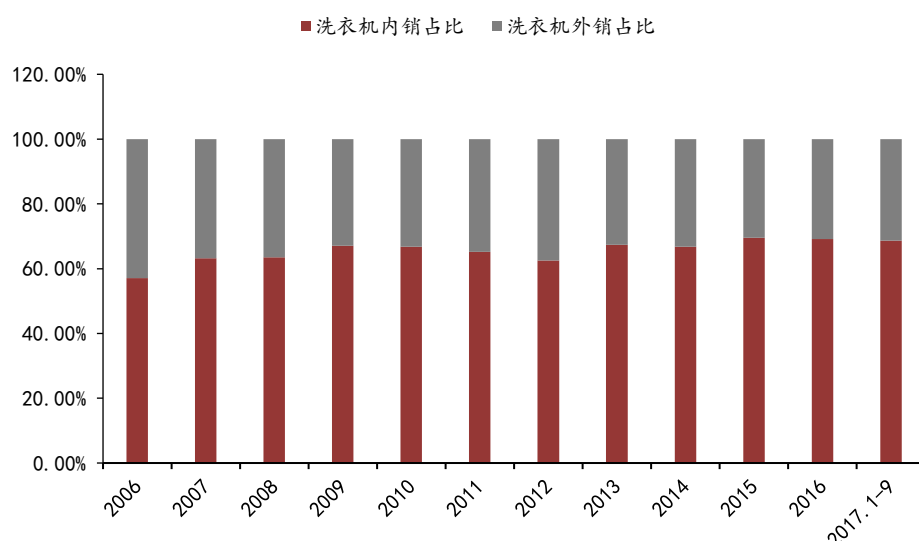
数据来源：国家统计局，爱建证券财富管理研究所

图表 24：滚筒式、变频式洗衣机销量占比逐步上升



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

图表 25：洗衣机内销数量一直远高于外销数量



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

同空调产业一样，洗衣机产业开始逐渐形成美的与海尔双寡头的局面。根据产业在线数据显示，今年 1-8 月美的与海尔市场占有率总和为 50.84%。其中美的为 25.53%，海尔为 25.30%。相比海尔较为稳定的市场占有率，美的市场占有率从 2008 年 13.68% 至今已增长近一倍。这得益于 2008 年收购小天鹅及深化 T+3 订单制、下线直发等所带来整体运营效率的改善。

表格 3：美的洗衣机市场占有率逐年升高

时间	总销量			内销			外销		
	海尔	美的	差额	海尔	美的	差额	海尔	美的	差额
2008	23.56%	13.68%	9.87%	31.63%	16.45%	15.17%	9.48%	8.85%	0.63%
2009	22.67%	14.95%	7.72%	29.98%	18.25%	11.73%	7.79%	8.23%	-0.45%
2010	22.95%	19.57%	3.38%	30.73%	22.89%	7.84%	7.34%	12.92%	-5.58%
2011	23.21%	19.55%	3.66%	31.46%	23.18%	8.28%	7.72%	12.73%	-5.01%
2012	24.42%	14.22%	10.20%	34.84%	16.67%	18.17%	7.02%	10.13%	-3.10%
2013	24.93%	15.89%	9.04%	33.24%	18.97%	14.27%	7.77%	9.54%	-1.77%
2014	25.97%	18.49%	7.48%	34.37%	21.51%	12.86%	9.09%	12.41%	-3.32%
2015	25.72%	22.01%	3.71%	33.23%	24.99%	8.24%	8.57%	15.20%	-6.63%
2016	25.49%	24.73%	0.76%	32.98%	28.09%	4.89%	8.72%	17.20%	-8.48%
2017.1-8	25.30%	25.53%	-0.23%	33.45%	27.88%	5.57%	8.16%	20.61%	-12.44%

数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

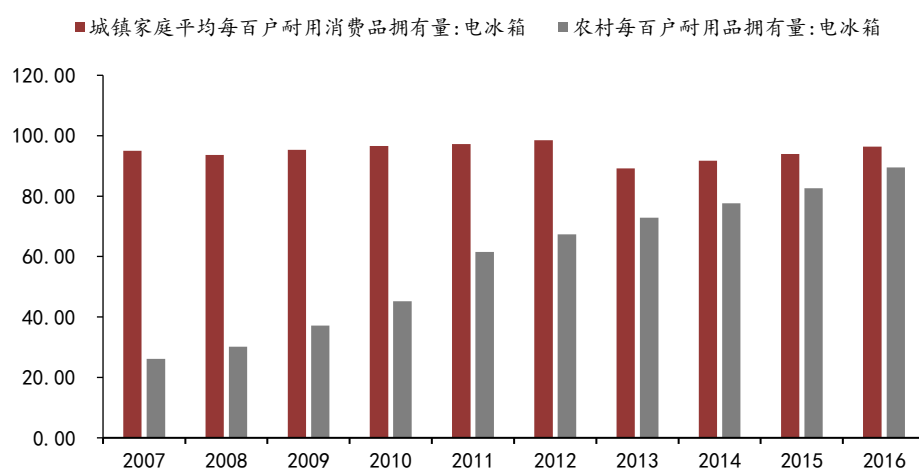
随着人们对洗衣机的需求不再满足于洗净，衣服的柔顺度、漂洗率、烘干等新需求使得新品类洗衣机不断推出。美的洗衣机深入洞察用户痛点和市场需求，推出冷水洗涤、抗过敏、BLDC 智能变频、iclean 智清洁、超声波洗涤和分类洗护等系列卖点产品，在今年美的快净洗衣机荣获“艾普兰”创新奖、小天鹅滚筒洗干一体获得抗过敏原检测认证证书、比佛利滚筒洗衣机荣获第十二届中国家用电器创新成果产品设计创新奖、挂壁式洗衣机荣获第十届江苏省专利金奖等。我

们认为，渗透率不高的品类将随着洗衣机更新换代的周期加速发展。如渗透率由 2014 年 27% 快速增至 2017 年 7 月的 37% 的滚筒式洗衣机，预计未来三年将达到 50%。美的集团除了自身具备良好竞争实力外，与东芝的并购项目整合，发挥自身规模优势与东芝技术优势的协同效应，洗衣机仍能飞速发展。

3.2.4 冰箱业务：行业集中度提高，龙头企业受益

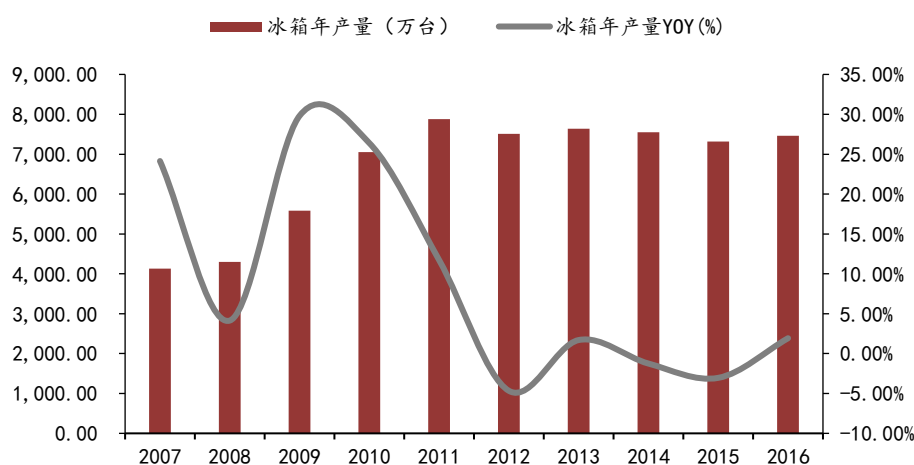
冰箱同洗衣机一样也属于高普及率家电品种，城镇居民百户保有量达 96.40 台，农村居民百户保有量高达 89.50 台。近几年，冰箱市场较为疲软，从 2012 年开始产量开始递减。2015 年达到五年内最低产量，2016 年有所改善但远不如其他家电市场发展火热。销量方面，整体销量保持低增长甚至负增长的状态，内销增长远低于外销。

图表 26：我国冰箱在城镇和农村普及率都极高



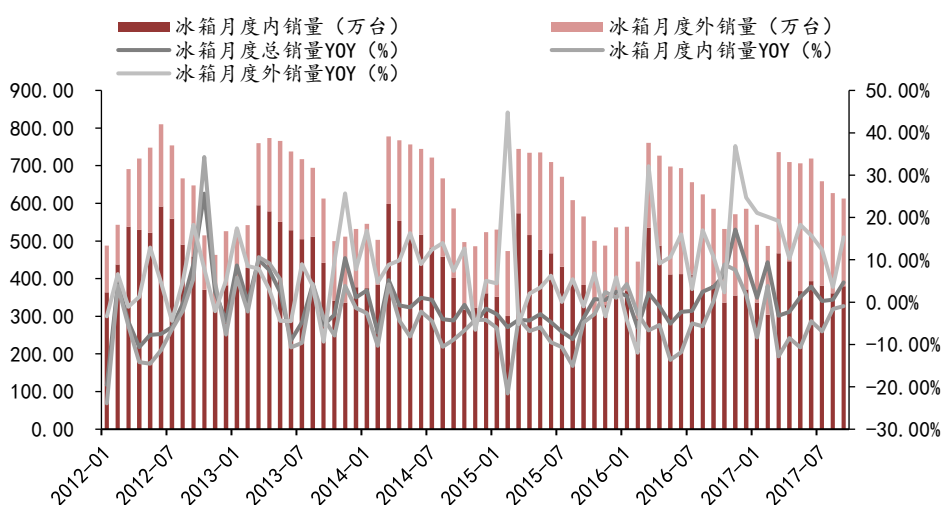
数据来源：国家统计局，爱建证券财富管理研究所

图表 27：近几年冰箱市场较为疲软



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

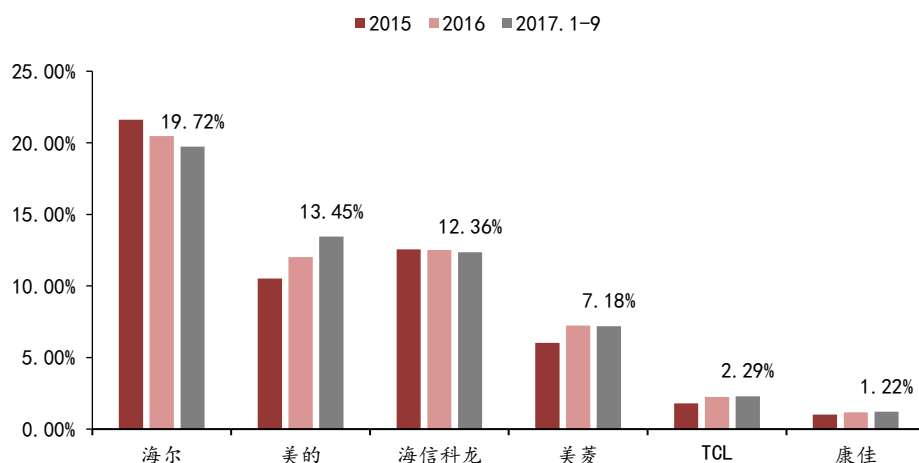
图表 28：内销增长远低于外销甚至负增长



数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

在整体市场表现疲软的情况下，CR6 的市场份额逐渐加大，行业集中度不断提高。其中海尔的市场占有率排列第一，美的紧随其后，凭借研发投入的加大、渠道经销商资源增强不断缩小与海尔之间的差距。随着消费升级，对冰箱的设计颠覆传统理念，增加独立多功能区、门上药妆盒、温湿精控、全开放抽屉、曲面光源配合动态杀菌呼吸灯等诸多巧妙设计，深挖客户需求打造创新精品。

图表 29：美的在总销量市场占有率上不断缩小与海尔的差距

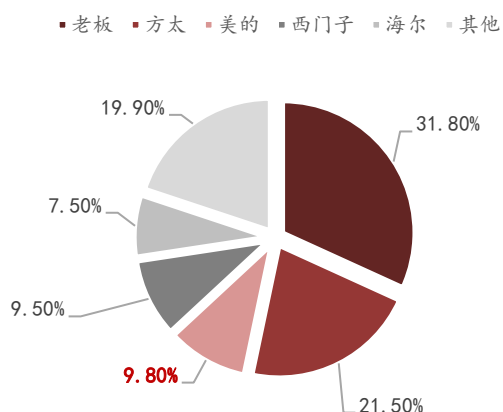


数据来源：产业在线，爱建证券财富管理研究所

3.2.5 小家电业务：烟灶消等厨电行业强者恒强的局面明显，公司开始逐步向中高端发展；其他小家电产品线持续扩张，低普及率产品增长空间较大

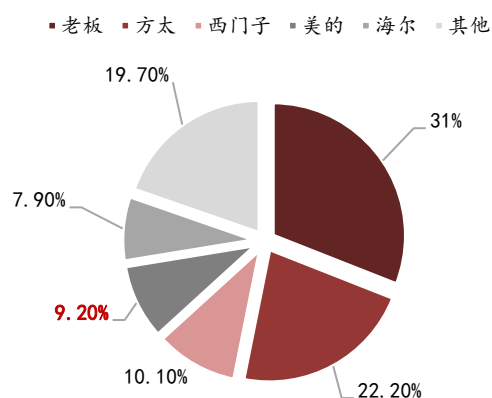
国内厨电产业经过三四十年的发展已经相对成熟，市场格局与品牌格局初步确立，以方太、老板、美的为首的一线品牌在吸油烟机、燃气灶等厨房大家电中有着二线品牌不可撼动的地位。在厨电最重要的房地产精装修市场中，2017 年上半年美的吸油烟机、燃气灶、消毒柜市场占有率分别为 9.8%、9.2%、7.8%，全部排列前五属于第一梯队。

图表 30：美的吸油烟机排房地产精装修市场第三名



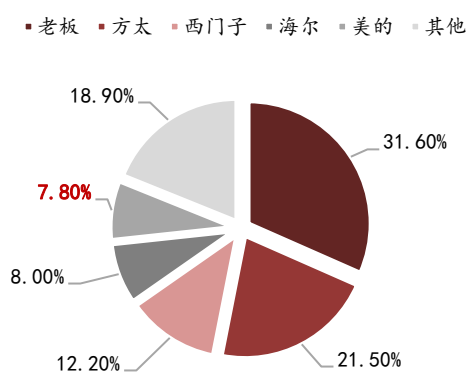
数据来源：奥维云网（AVC），爱建证券财富管理研究所

图表 31：美的燃气灶排房地产精装修市场第四名



数据来源：奥维云网（AVC），爱建证券财富管理研究所

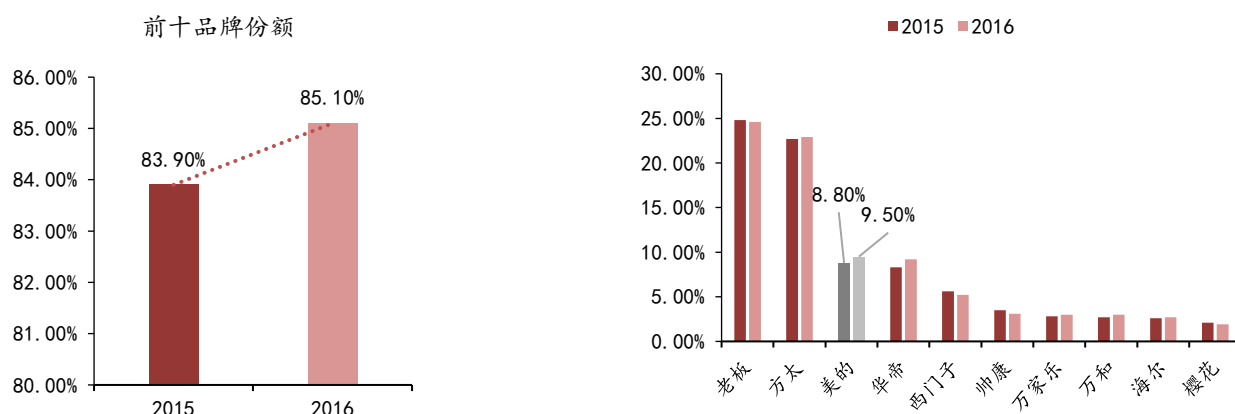
图表 32：美的消毒柜排房地产精装修市场第五名



数据来源：奥维云网（AVC），爱建证券财富管理研究所

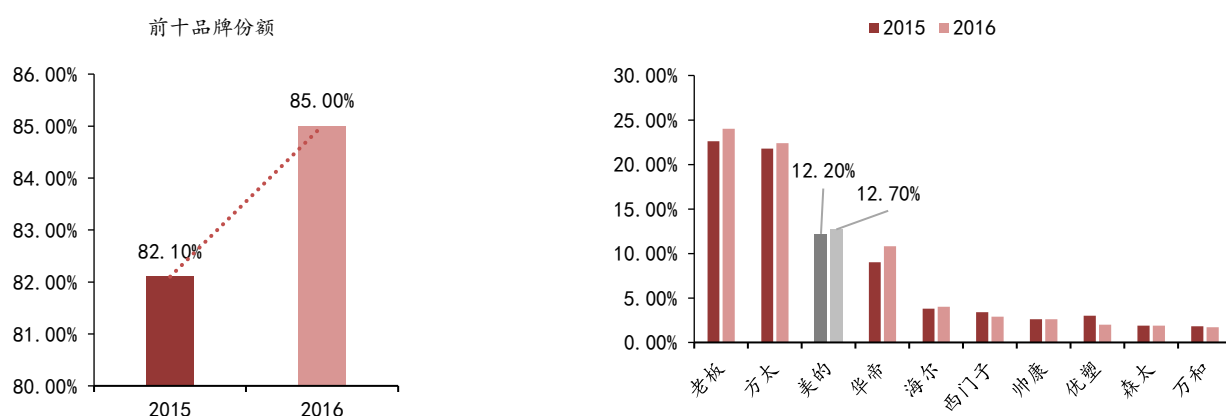
2016 年房地产市场的爆发也带动了厨电行业的增长，行业洗牌加速，品牌集中度提升，强者恒强的局面明显。美的凭借自己的品牌优势，不断提升市场份额，始终保持第一梯队。根据中怡康零售监测数据显示，吸油烟机方面，线下市场 2016 年零售额份额为 9.5% 比 2015 年增加了 0.7%；线上市场 2016 年零售额份额为 12.7% 比 2015 年增加了 0.5%。燃气灶方面，线下市场 2016 年零售额份额为 7.2% 与 2015 年持平；线上市场 2016 年零售额份额为 12.0% 比 2015 年减少了 1.2%。

图表 33：吸油烟机线下零售额前十大品牌集中度提升，美的市场份额排名第三



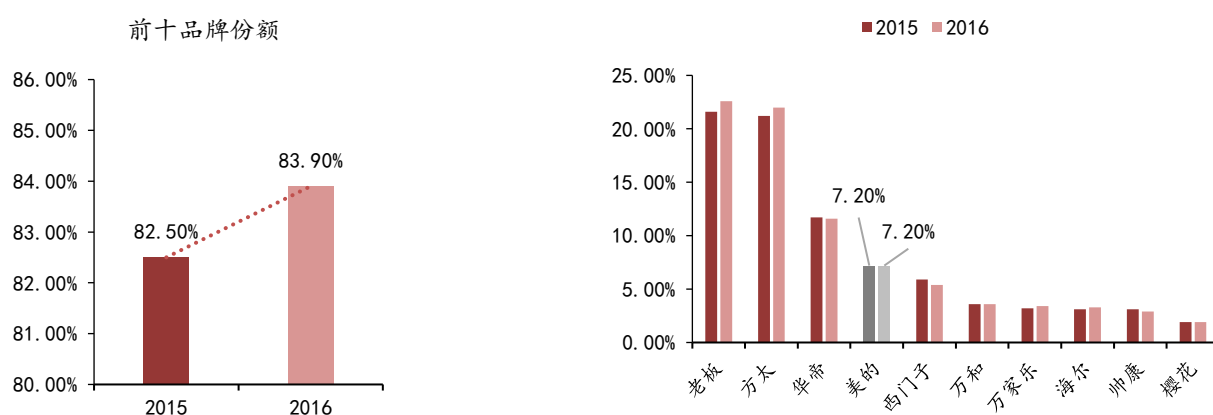
数据来源：中怡康，爱建证券财富管理研究所

图表 34：吸油烟机线上零售额前十大品牌集中度提升，美的市场份额排名第三



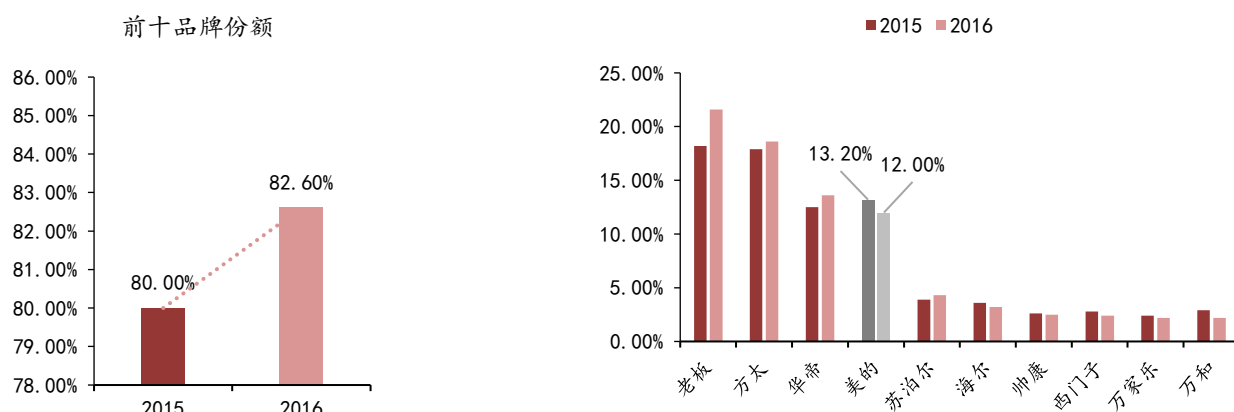
数据来源：中怡康，爱建证券财富管理研究所

图表 35：燃气灶线下零售额前十大品牌集中度提升，美的市场份额排名第四



数据来源：中怡康，爱建证券财富管理研究所

图表 36：燃气灶线上零售额前十大品牌集中度提升，美的市场份额排名第四



数据来源：中怡康，爱建证券财富管理研究所

与老板、方太坚持走高端厨电路线不同，美的在最初主打低价格以便抢占市场。随着消费升级时代到来，家电开始朝高端化趋势发展，美的厨电在近两年也推出精品，如“天幕”系列欧式蒸汽洗油烟机实现智能自动蒸汽清洗，更便捷的帮助客户解决吸油烟机难洗的问题，其价格也接近高端厨电龙头老板电器的“经典”系列。从最初的用低价占有市场到用精品赢得市场，美的正在推动品牌从低中端逐步向中高端过渡。

表格 4：美的吸油烟机均价低于高端厨电品牌老板、方太，但“天幕”系列向中高端靠拢

品牌	类别	产品型号	产品来源	双十一售价 (台/元)
美的 (Midea)	实惠系列	CXW-180-DJ118	天猫旗舰店	1,299.00
美的 (Midea)	高温洗系列	CXW-200-DT520RW	天猫旗舰店	2,049.00
美的 (Midea)	天幕蒸汽洗系列	CXW-260-MJ590R	天猫旗舰店	3,080.00
老板电器 (Robam)	经典大吸力系列	CXW-200-26A7	天猫旗舰店	3,280.00
老板电器 (Robam)	悦界欧式系列	CXW-200-67X2	天猫旗舰店	3,480.00
老板电器 (Robam)	顶吸大吸力系列	CXW-200-67A6	天猫旗舰店	4,980.00
方太 (Fotile)	整流环吸云魔方系列	CXW-200-EMD3	天猫旗舰店	2,590.00
方太 (Fotile)	出色版风魔方系列	CXW-200-JQ08TS-H	天猫旗舰店	4,190.00
方太 (Fotile)	旗舰版风魔方系列	CXW-200-JQ22TS	天猫旗舰店	5,290.00

数据来源：淘宝天猫旗舰店，爱建证券财富管理研究所

美的除了在烟灶消等大件厨电中有一席之地外，在电饭煲、电磁炉、微波炉等小家电中也极具竞争力。2016 年电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶的线下零售额市场占有率分别为 42.20%、50.00%、45.50%、36.90%，市场排名连续几年保持第一；微波炉、净水设备、吸尘器、热水器在近几年也保持前三的市场排名。

表格 5：美的小家电的线下零售额一直保持高占有率

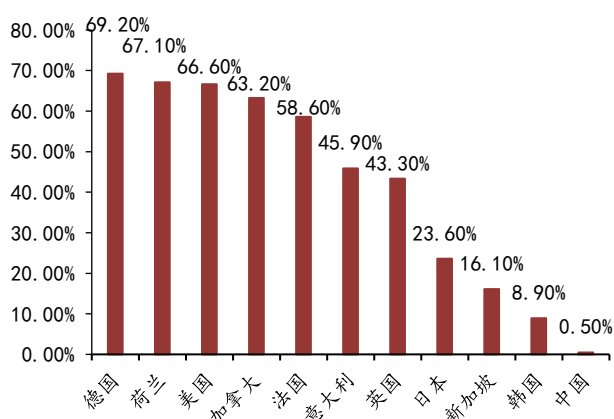
产品类型	2016		2015		2014		2013	
	市场	市场	市场	市场	市场	市场	市场	市场
	占有率	排名	占有率	排名	占有率	排名	占有率	排名

电饭煲	42.20%	1	42.30%	1	42.20%	1	42.90%	1
电磁炉	50.00%	1	48.60%	1	47.50%	1	47.40%	1
电压力锅	45.50%	1	42.70%	1	42.10%	1	41.30%	1
电水壶	36.90%	1	32.20%	1	31.70%	1	28.60%	1
微波炉	45.70%	2	44.60%	2	45.10%	2	40.80%	2
净水设备	-	-	27.90%	1	33.60%	1	36.70%	1
热水器	12.7%	3	12.20%	3	10.80%	3	8.50%	3

数据来源：公司年报，爱建证券财富管理研究所

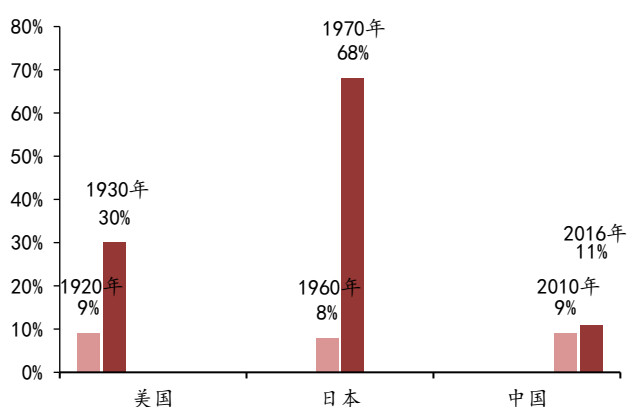
除了上述小家电，美的在普及率较低的小家电如吸尘器、洗碗机等也积极布局。2017 年第三季度小家电（含厨电）整体收入增长 30%，其中洗碗机增速近 20%；同时，美的吸尘器在 2015 年市场占有率达 11.30%，市场排名第三。2017 年收入已达 20 多亿，计划在 2020 年达到 200 亿。目前来看，小家电增长空间较大，品类扩张机会较多，美的集团借助自身强大品牌实力更容易抢占品牌集中度低、普及率不高的小家电市场。

图表 37：我国洗碗机渗透率不足 1%



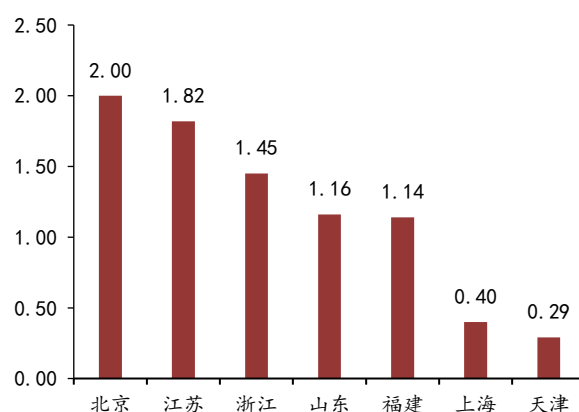
数据来源：中国产业信息网，爱建证券财富管理研究所

图表 39：中国相比美国、日本吸尘器普及率低



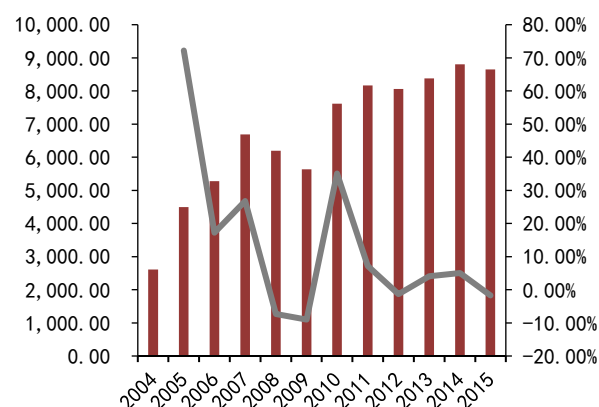
数据来源：美国统计局，日本统计局，欧睿国际，爱建证券财富管理研究所

图表 38：我国相对发达地洗碗机百户保有量也低



数据来源：中国产业信息网，爱建证券财富管理研究所

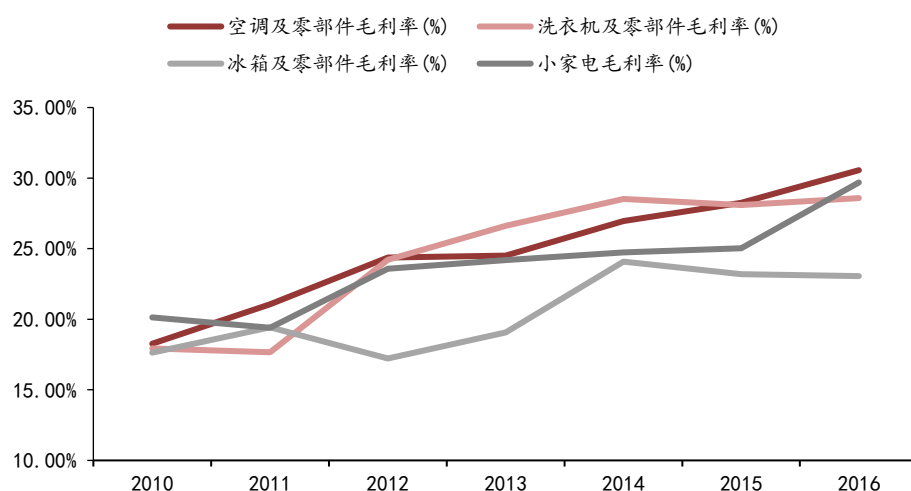
图表 40：我国吸尘器销量保持增长



数据来源：国际统计局，爱建证券财富管理研究所

可以看出，美的在各细分家电领域都有较强的竞争力。此外，创新产品的开发、大宗套保缓解原材料涨价的成本压力、有效的运营流程管理等使得美的家电品类毛利率有所改善增加约 2%-3%。其中高端产品的提升速度更快约 10% 左右，各个家电品类的盈利能力有所提高。美的，已经不只是用低端占领市场，朝向高端发展的道路上更多的是智能的、创新的。

图表 41：美的各家电毛利率逐年提高



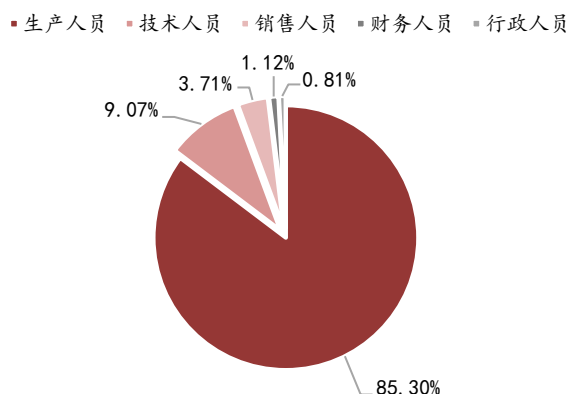
数据来源：公司年报，爱建证券财富管理研究所

3.3 迈入机器人千亿蓝海

我国作为制造业大国，享受着人口红利所带来的优势。然而根据世界卫生组织预测，到 2050 年中国将有 35% 的人口超过 60 岁，成为世界上老龄化最严重的国家。随着老龄化的加剧，劳动力人口下降，中国在未来将面临劳动力短缺的状况，再加上人们日益提高的物质生活水平，劳动工资大幅上涨也使得人力成本上升，人口红利逐渐消失。

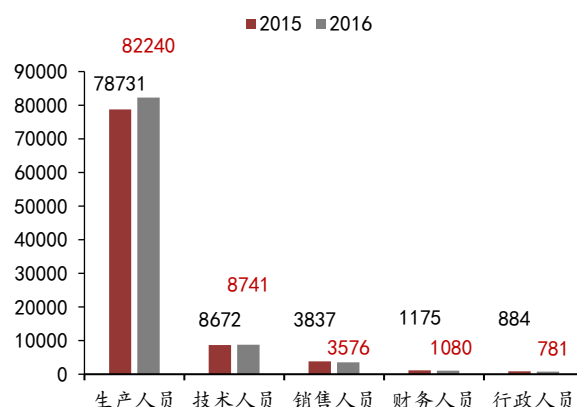
美的集团作为一家大型家电制造企业，截止 2016 年生产人员有 82,240 位，占整个公司总人数的 85.30%；而且随着公司业务量的增长、规模的发展壮大，生产人员增长高于其他类员工。未来，劳动力短缺及不断攀升的用工成本是美的不可忽视的问题之一，于是公司在 2012 年累计投入使用近千台机器人；2015 年新成立机器人业务部门、2017 年完成对库卡的收购。公司以期在发展工业机器人的同时，把握智能物流机器人、康复养老市场等服务机器人新机会。

图表 42：生产人员占比高（截止 2016-12-31）



数据来源：公司年报，爱建证券财富管理研究所

图表 43：生产人员增长高于其他类员工

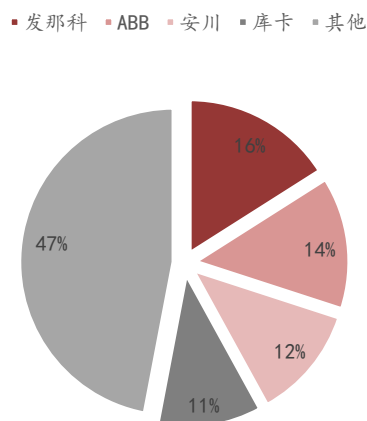


数据来源：公司年报，爱建证券财富管理研究所

对德国库卡的成功收购，是美的迄今为止布局机器人的最大一步。根据 2017 年中国机器人产业发展报告，全球机器人“四大巨头”分别是瑞士的 ABB、日本的发那科、日本的安川、德国的库卡。这四家企业在中国市场份额合计超过 60%、六轴以上多关节机器人份额超过 90%、在全球市场的总份额也高达 53%，完全处于绝对垄断地位。

库卡作为“四大巨头”之一，业务类型包括提供众多具有不同负载能力和工作范围的工业机器人机型、专业生产设备及整套的生产系统，服务的行业包括汽车行业、电子商务和零售物流、电子行业、能源行业、医疗保健、消费品行业、金属行业等。公司在 2016 年营业收入 229.85 亿元，净利润 8.34 亿元。被美的集团收购后，2017 年上半年实现营业收入 135 亿元，同比增加 35%；净利润 4.51 亿元、同比增加 98%，并持续获得新的订单资源，订单增长 16%。美的与库卡结合，从智能制造应用、客户资源共享、物流与医疗自动化业务拓展及协同政府资源与支持方面推动中国业务提升。

图表 44：库卡占全球市场份额约 11%

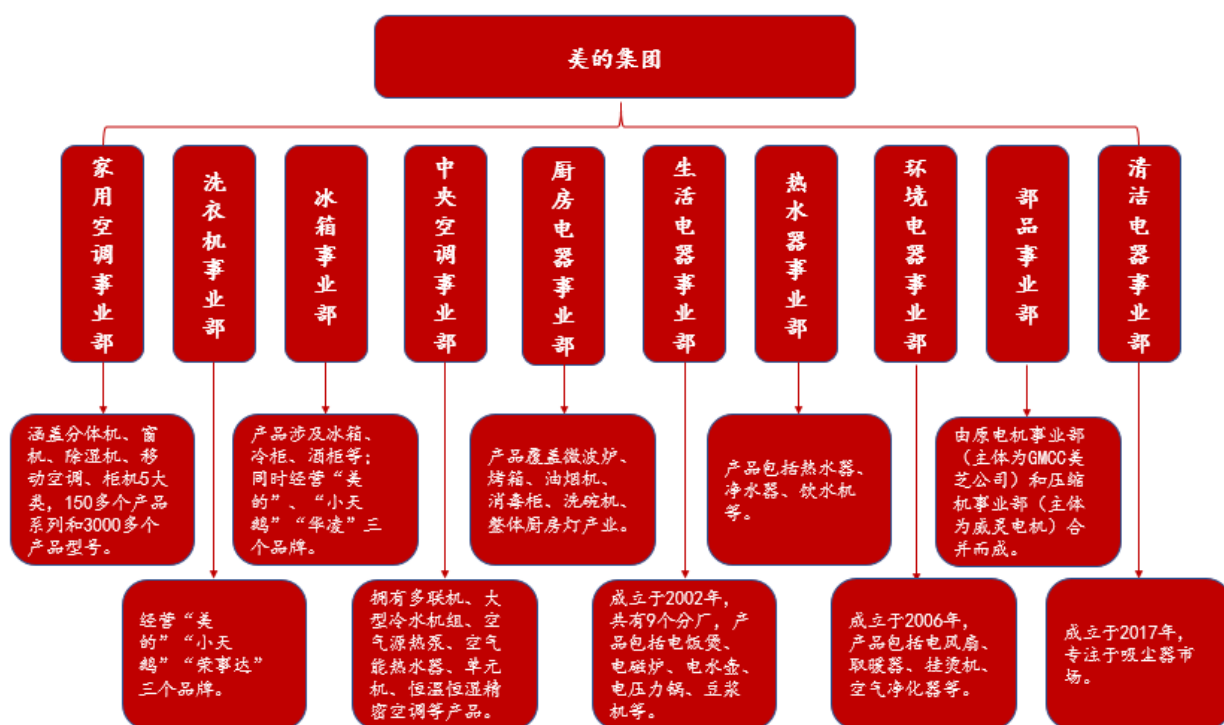


数据来源：IFR，爱建证券财富管理研究所

4、经营结构

美的集团作为一家大型综合性现代化企业集团，内部组织结构主要采用事业部制，各事业部以产品为中心，拥有独立的产品和独立的市场，享有很大的经营自主权，实行独立经营、独立核算。通过事业部制，1) 有利于高层摆脱日常事务，更加关注公司整体发展战略；2) 事业部经理负责领导一个自成系统、独立经营的准企业，形成了赛马机制，有利于培养全面发展的高级管理人才，为总公司储备后备人才。如现任掌舵人方洪波就曾任空调事业部总经理；3) 按产品划分事业部，便于组织专业化生产，形成规模经济，有利于节约经营和生产成本。2017年，美的计划大力发展吸尘器业务以期跻身全球吸尘器行业领先地位，成立清洁电器事业部，这是公司成立的第十个事业部，另外九个事业部包括家用空调、洗衣机、冰箱、中央空调、厨房电器、生活电器、热水器、环境电器、部品。

图表 45：美的集团旗下各事业部概况



数据来源：爱建证券财富管理研究所

在事业部制的经营结构下，美的集团推出“T+3”的运营模式，该模式以市场为导向，通过产销双向考核倒逼制造力提升，加快周转并提升市场竞争力，不断减少供货的中间环节，最大力度减少客户收到货物时间。T+3只是结果，实施过程对整个供应链、库存、生产乃至渠道要求极高，美的率先在洗衣机业务取得成功，其精益求精的管理已初见成效，全体系的响应速度、信息化、执行力表现良好，未来“T+3”模式还将拓展至冰箱、空调等领域。

图表 46：“T+3”流程图



数据来源：爱建证券财富管理研究所

图表 47：“T+3”需要极高条件完成



数据来源：爱建证券财富管理研究所

5、创新推出三层激励制度

从 2014 年美的集团推出股权激励至今，连续三期股权激励已经覆盖超过 2000 名员工，今年的激励创新性地分了三层，即第三期合伙人计划、限制性股票激励、第四期期权激励，限制性股票激励计划和第四期股权激励计划是面向中高层及核心业务骨干，第三期合伙人计划是面向对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心管理人员，公司通过建立完善的激励制度，将管理层与公司长期价值成长的责任绑定，建立公司高层、核心骨干与公司全体股东长期利益一致的机制，公司治理进一步优化提升。

图表 48：创新性的三层激励计划（人数以 2017 半年报披露为准）



数据来源：公司年报，爱建证券财富管理研究所

从董事长到核心员工覆盖人数超过 1600 人，授予股权超过 1.2 亿股，占总股本 2%。股权总数略高于上一期，人数则比上期的 929 人增长 70%，力度之大、范围之广，家电圈无出其右。除了合伙人计划，其他两项股权激励都需要员工掏钱购买股票，但美的集团仍会付出 9 亿元的财务费用，占 2016 年公司盈利的 6%，以此看出美的集团对优秀人才的重视并付诸行动。

表格 6：三层激励计划力度大、范围广、成本高

要素	首次披露时			最新披露时		
	限制性股票激励	第四期股权激励	第三期合伙人计划	限制性股票激励	第四期股权激励	第三期合伙人计划
人数（名）	140	1476	15	133	1463	13
股数（万股）	2424	9898.2	99.09	2313	9827.4	77.49
股价（元）	16.86	33.72	无偿	15.86	32.72	无偿
人员变动原因	-	-	-	离职或职务变动	离职或职务变动	离职

数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

表格 7：第四期期权激励具体分配情况

类型	人数	拟分配期权数量（万股）	占本次授予期权总数的比例	占公司目前总股本的比例
研发人员	567	3,994.20	40.64%	0.62%
制造人员	320	2,143.80	21.82%	0.33%
品质人员	118	830.4	8.45%	0.13%
其他业务骨干	458	2,859	29.09%	0.44%

数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

6、盈利预测

6.1 分部估值

大家电方面,今年上半年三四线火热的地产销售滞后传导对下半年及明年上半年带来增量需求,加之更新换代周期已至高端产品需求旺盛,行业景气度有望持续;小家电(含厨电)方面,新品类产品推出引爆市场热度;全球机器人也将受经济复苏保持平稳向上,美的集团 2017 年收入规模仍将保持良好增长。

预计美的集团在 2017/2018/2019 年营业总收入分别为 2,350.37 亿元/2,679.42 亿元/3,027.74 亿元,同比增长 47%/14%/13%,归母净利润分别为 183.14 亿元/224.85 亿元/273.27 亿元,同比增长 24.7%/22.8%/21.5%。

表格 8: 公司各业务盈利预测 (单位: 百万元)

项目	2016	2017E	2018E	2019E
空调业务				
收入	66,780.88	93,493.23	109,387.08	123,607.40
增长 (%)	3.55%	40.00%	17.00%	13.00%
成本	46,372.26	64,921.16	75,410.83	84,596.20
毛利率	30.56%	30.56%	31.06%	31.56%
洗衣机业务				
收入	16,119.23	22,566.92	26,628.97	30,090.73
增长 (%)	34.13%	40.00%	18.00%	13.00%
成本	11,511.92	16,116.69	18,884.55	21,189.08
毛利率	28.58%	28.58%	29.08%	29.58%
冰箱业务				
收入	14,955.68	18,844.16	22,236.11	25,793.88
增长 (%)	30.93%	26.00%	18.00%	16.00%
成本	11,506.67	14,498.40	16,996.94	19,587.48
毛利率	23.06%	23.06%	23.56%	24.06%
小家电业务				
收入	43,282.93	60,596.10	78,774.93	89,803.42
增长 (%)	22.11%	40.00%	30.00%	14.00%
成本	30,431.92	42,604.69	54,992.22	62,242.11
毛利率	29.69%	29.69%	30.19%	30.69%
机器人业务				
收入	-	21,770.02	26,124.02	29,781.38
增长 (%)	-	-	20.00%	14.00%
成本	-	18,351.53	21,891.22	24,807.08
毛利率	-	15.70%	16.20%	16.70%

数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

6.2 可比上市公司对比

我们选取了行业内可比上市公司与美的集团进行对比，预计公司 2017/2018/2019 年公司的 EPS 分别为 2.79 元/3.43 元/4.17 元，当前股价对应的 2017~2019 年 PE 为 19 倍/15 倍/12 倍。基于美的集团在家电行业的龙头地位以及未来机器人布局发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表格 9：可比上市公司估值对比

股票代码	股票名称	股价（前复权）	Wind 一致性预测 EPS			PE (TTM)		
		2017/11/27	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000333	美的集团	52.64	2.79	3.43	4.17	18.84	15.35	12.63
000651	格力电器	44.04	3.43	3.95	4.51	12.86	11.15	9.76
600690	青岛海尔	18.31	1.12	1.33	1.58	16.37	13.72	11.56
002508	老板电器	44.61	1.71	2.19	2.79	26.14	20.39	15.98

数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

7、风险提示

- 1、全球经济复苏的不确定性、房地产政策调控持续趋紧、消费市场不景气使得家电销售不及预期；
- 2、主要原材料成本上涨；
- 3、海外市场拓展所面临当地国家的法律、政治、经济等风险；
- 4、汇率风险；
- 5、其他系统性风险。

表格 10: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	91107	115672	176043	189036	253740	营业总收入	139347	159842	235037	267942	302774
货币资金	9601	12246	40074	70600	102062	营业成本	102663	115615	172752	194794	217392
应收和预收款项	25351	23609	48445	33649	59056	营业税金及附加	911	1077	1584	1806	2040
存货	10449	15627	23336	20598	28432	营业费用	14800	17678	26806	28806	32317
其他流动资产	45706	64189	64189	64189	64189	管理费用	7442	9621	10508	13881	16144
非流动资产	33250	46949	38600	35852	33472	财务费用	139	(1006)	545	476	275
长期投资	2888	2212	2232	2232	2232	资产减值损失	5	381	381	381	381
固定资产	18881	21551	20524	18917	17309	公允价值变动收益	82	117	117	117	117
无形资产	5785	12600	6101	5323	4550	投资净收益	3146	2765	1137	1283	1295
其他长期资产	5696	10587	9743	9380	9380	营业利润	12824	16033	22311	27540	33765
资产总计	124357	162621	214643	224888	287211	营业外收入	3515	3055	1427	1573	1584
流动负债	68039	83538	115782	101746	134558	营业外支出	287	173	173	173	173
短期借款	3921	3024	3024	3024	3024	利润总额	16051	18915	23564	28940	35177
应付和预收款项	41283	55666	87910	73873	106686	所得税	2427	3053	3782	4652	5658
其他流动负债	22835	24848	24848	24848	24848	净利润	13625	15862	19783	24288	29518
非流动负债	287	10106	10106	10106	10106	少数股东损益	918	1178	1469	1803	2191
长期借款	90	8890	8890	8890	8890	归属母公司净利润	12707	14684	18314	22485	27327
其他	197	1216	1216	1216	1216	EBITDA	18579	18280	26180	31595	37468
负债合计	68326	93644	125888	111851	144664	EPS (元)	1.94	2.24	2.79	3.43	4.17
股本	4267	6459	6459	6459	6459	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	6830	7850	9318	11121	13313	成长能力 (%)					
归属母公司股东权益	49202	61127	79436	101915	129234	营业收入增长	-2.1%	14.7%	47.0%	14.0%	13.0%
资本公积	14511	13597	13597	13597	13597	营业利润增长	3.8%	23.5%	39.2%	23.4%	22.6%
留存收益	30424	41072	59381	81860	109179	归属母公司净利润增长	17.0%	16.4%	24.7%	22.8%	21.5%
负债和股东权益	124357	162621	214643	224888	287211	获利能力 (%)					
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	毛利率	26.3%	27.7%	26.5%	27.3%	28.2%
经营活动现金流	26764	23117	21406	29627	30560	净利率	9.8%	9.9%	8.4%	9.1%	9.7%
净利润	11766	14570	18710	23095	28316	ROE	25.8%	24.0%	23.1%	22.1%	21.1%
折旧摊销	2852	0	2362	2362	1999	ROIC	25.8%	28.8%	29.9%	41.7%	57.1%
财务费用	(781)	(278)	253	292	292	偿债能力					
投资损失	5	381	381	381	381	资产负债率 (%)	54.9%	57.6%	58.7%	49.7%	50.4%
营运资金变动	10578	9090	(300)	3496	(428)	净负债比率	7.2%	14.6%	11.4%	8.9%	7.1%
其他	1881	(275)	0	0	0	流动比率	1.34	1.38	1.52	1.86	1.89
投资活动现金流	(17989)	(19781)	6679	1198	1203	速动比率	1.19	1.20	1.32	1.66	1.67
资本支出	(3131)	(2323)	0	0	0	营运能力					
长期投资	(57965)	(91883)	(110)	0	0	总资产周转率	1.12	0.98	1.10	1.19	1.05
其他	1002	520	6789	1198	1203	应收账款周转率	5.99	7.65	5.34	8.94	5.64
筹资活动现金流	(8877)	160	(258)	(299)	(300)	存货周转率	13.34	10.23	10.07	13.01	10.65
短期借款	(8877)	160	(258)	(299)	(300)	每股指标 (元)					
债券融资	(4837)	7460	0	0	0	每股收益	1.94	2.24	2.79	3.43	4.17
权融资	1702	815	0	0	0	每股净资产	7.50	9.32	12.12	15.54	19.71
其他	(5741)	(8115)	(258)	(299)	(300)	每股经营现金流	4.08	3.53	3.27	4.52	4.66
现金净增加额	(85)	3748	27827	30526	31463	估值比率					
						P/E	27.16	23.50	18.84	15.35	12.63
						P/B	7.01	5.65	4.34	3.39	2.67
						EV/EBITDA	12.05	18.71	12.09	9.12	6.92

数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com