

投资评级 优于大市 维持

吸收合并小天鹅完成，新增股份上市

股票数据

06月21日收盘价(元)	52.11
52周股价波动(元)	34.10-56.35
总股本/流通A股(百万股)	6932/6787
总市值/流通市值(百万元)	361243/353669

相关研究

 《战略调整的2018年，盈利能力持续提升》
 2019.04.21

《高端战略调整影响收入增速，盈利能力持续提升》2018.11.02

《美的换股吸收合并小天鹅，方案仍需多方审批》2018.10.24

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.4	-2.9	10.9
相对涨幅(%)	0.8	4.1	11.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

分析师:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

证书:S0850519020001

联系人:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

投资要点:

- 美的集团吸收合并小天鹅完成，新增股份上市。**美的集团换股吸收合并完成，小天鹅将终止上市并注销法人资格，由于吸收合并完成之前美的集团和小天鹅均进行分红，美的集团因本次换股吸收合并发行的股份数量调整为323657476股，吸收合并完成后总股本增至6932322526股，新增股份占据吸收合并后总股本的4.7%，新增股份于2019年6月21日上市。
- 合并完成之后，美的集团EPS略有稀释，PE估值略有提升。**合并前美的集团直接和间接持有小天鹅合计52.67%股权，除美的集团及TITONI外其他股东享有的权益和损益在合并后将分别转为美的集团归属于母公司所有者权益和归属于母公司所有者净利润，美的集团归属于母公司权益及净利润将进一步增加。按照每股收益=美的集团2018年度归母净利润/公司总股本计算，合并前美的集团2018年每股收益为3.061元，合并后其2018年每股收益为3.045元，吸收合并使得美的集团的每股收益略微下降，对应PE估值略有提升(6月21日收盘价对应2018年PE估值为：吸收合并前17.0倍/吸收合并后17.1倍)。随着未来美的集团和小天鹅之间业务协同效应的提升，我们认为美的集团内部资源进一步整合，洗衣机产业的核心竞争能力将大幅增强。
- 美的集团近期空冰洗全线表现优秀，受益于增值税改利润端有望得到释放。**根据中怡康数据，空调方面，前5月及5月公司空调均价同比降低5.6%和2.5%，同期格力均价同比提升5.1%及7.1%，均价降低使得公司赢取更多市场份额，公司份额前5月销售额同比提升2.2pct至26.9%。冰洗方面，产品结构持续优化，洗衣机前5月美的品牌均价未提升而份额提升2.6pct至8.9%，小天鹅均价提升16%而份额未提升为17.7%；冰箱前五均价提升8%，份额提升至11.8%。利润端，公司作为行业龙头，在产业链中更具话语权，在增值税改政策下享受更多红利，我们认为公司有望实现业绩端增速高于收入端的增长。
- 盈利预测及投资建议。**美的集团2C业务全面开花，传统业务成长路径清晰，KUKA、安得智联、美云智数等助力美的向2B领域拓展，打开成长空间。我们预计公司2019-2021年实现EPS分别为3.40、3.75、4.15元，分别同比增长12%、10%、10%。公司6月21日收盘价对应19年15倍PE估值，参考家电行业和机器人行业可比公司，给予公司19年18-20倍PE估值，合理价值区间为61.2-68元。“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格波动、汇率波动。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	241918.90	261819.64	280393.99	300486.00	319645.38
(+/-)YoY(%)	51.35%	8.23%	7.09%	7.17%	6.38%
净利润(百万元)	17996.67	21112.28	23559.09	26021.75	28737.04
(+/-)YoY(%)	18.08%	17.31%	11.59%	10.45%	10.43%
全面摊薄EPS(元)	2.60	3.05	3.40	3.75	4.15
毛利率(%)	25.30%	28.06%	28.75%	29.25%	29.84%
净资产收益率(%)	24.41%	25.39%	22.08%	19.60%	17.80%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润(合并后调整2017-2018年净利润，测算值)

表 1 美的集团可比公司估值水平

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/每股)			PE (倍)		
		6月21日	6月21日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000651.SZ	格力电器	53.31	3206.99	4.36	4.82	5.40	12.24	11.07	9.86
002032.SZ	苏泊尔	77.19	633.92	2.03	2.44	2.82	37.96	31.65	27.37
002508.SZ	老板电器	26.70	253.39	1.55	1.73	1.95	17.20	15.46	13.72
002035.SZ	华帝股份	12.28	108.26	0.77	0.91	1.07	15.99	13.53	11.52
300024.SZ	机器人	15.72	245.27	0.29	0.37	0.46	54.58	42.66	33.98
300124.SZ	汇川技术	24.06	399.87	0.70	0.82	1.02	34.27	29.29	23.69
300097.SZ	智云股份	10.47	30.21	0.42	0.96	1.15	24.64	10.93	9.14

资料来源: Wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					营业总收入	261819.64	280393.99	300486.00	319645.38
每股收益	3.05	3.40	3.75	4.15	营业成本	188357.26	199772.87	212581.24	224263.32
每股净资产	12.48	15.39	19.15	23.29	毛利率%	28.06%	28.75%	29.25%	29.84%
每股经营现金流	4.18	4.31	3.69	4.17	营业税金及附加	1617.57	1738.44	1863.01	1917.87
					营业税金率%	0.62%	0.62%	0.62%	0.60%
价值评估(倍)					营业费用	31085.88	33927.67	36809.54	39156.56
P/E	17.11	15.33	13.88	12.57	营业费用率%	11.87%	12.10%	12.25%	12.25%
P/B	4.18	3.38	2.72	2.24	管理费用	17948.84	17664.82	19080.86	20776.95
P/S	1.38	1.29	1.20	1.13	管理费用率%	6.86%	6.30%	6.35%	6.50%
EV/EBITDA	16.37	12.57	10.70	8.84	EBIT	22810.09	27290.18	30151.36	33530.68
					财务费用	-1823.04	865.74	910.54	980.70
盈利能力指标(%)					财务费用率%	-0.70%	0.31%	0.30%	0.31%
毛利率	28.06%	28.75%	29.25%	29.84%	资产减值损失	447.86	403.20	423.20	352.80
净利润率	8.27%	8.62%	8.88%	9.22%	投资收益	907.33	1848.89	1954.08	1778.86
净资产收益率	25.39%	22.08%	19.60%	17.80%	营业利润	25564.11	27874.05	30775.66	33980.04
资产回报率	8.01%	8.05%	8.00%	7.97%	营业外收支	208.95	222.66	258.03	291.92
投资回报率	18.40%	23.96%	24.87%	26.83%	利润总额	25773.06	28096.71	31033.69	34271.96
盈利增长(%)					EBITDA	22810.09	27290.18	30151.36	33530.68
营业收入增长率	8.23%	7.09%	7.17%	6.38%	所得税	4122.64	3933.54	4344.72	4798.07
EBIT 增长率	24.85%	19.64%	10.48%	11.21%	有效所得税率%	16.00%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	16.33%	11.61%	10.45%	10.43%	少数股东损益	538.14	604.08	667.22	736.85
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	21112.28	23559.09	26021.75	28737.04
资产负债率	64.9%	60.1%	55.9%	52.0%					
流动比率	1.40	1.56	1.68	1.82	资产负债表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.16	1.34	1.44	1.58	货币资金	27888.28	57339.52	77693.87	103971.72
现金比率	3.49	8.05	10.91	14.60	应收款项	19390.17	19352.64	20638.56	22087.24
经营效率指标					存货	29645.02	27712.06	30277.38	32203.16
应收帐款周转天数	25.73	25.19	25.07	25.22	其它流动资产	88022.42	88022.42	88022.42	88022.42
存货周转天数	57.25	50.63	51.99	52.41	流动资产合计	182689.44	210330.27	235898.84	266879.27
总资产周转率	1.02	1.01	0.97	0.93	长期股权投资	2713.32	2713.32	2713.32	2713.32
固定资产周转率	11.63	12.27	12.75	13.24	固定资产	22437.21	23257.92	23871.09	24423.99
					在建工程	2077.62	2713.92	3481.23	4276.65
					无形资产	16186.68	20042.02	23692.65	26973.02
					非流动资产合计	81011.71	82162.55	89192.19	93521.84
现金流量表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	263701.15	292492.82	325091.03	360401.11
净利润	21112.28	23559.09	26021.75	28737.04	短期借款	870.39	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	538.14	604.08	667.22	736.85	应付账款	36901.63	36390.48	38844.71	41255.26
非现金支出	447.86	403.20	423.20	352.80	预收账款	16781.67	18709.50	20049.04	21187.90
非经营收益	-1279.38	-2075.47	-2216.07	-2074.78	其它流动负债	32315.00	32315.00	32315.00	32315.00
营运资金变动	7042.18	7420.49	695.01	1133.62	流动负债合计	130231.09	134859.59	140768.83	146605.02
经营活动现金流	27861.08	29911.40	25591.11	28885.53	长期借款	32091.44	32091.44	32091.44	32091.44
资产	-5447.78	-1327.46	-7190.85	-4386.53	其它长期负债	8835.21	8835.21	8835.21	8835.21
投资	-15292.46	-3.92	-3.96	-4.00	非流动负债合计	40926.65	40926.65	40926.65	40926.65
其他	2097.95	-1852.81	-1958.04	-1782.86	负债总计	171157.74	175786.24	181695.48	187531.68
投资活动现金流	-18642.29	-3184.19	-9152.84	-6173.39	实收资本	6663.03	6932.32	6932.32	6932.32
债权募资	-854.18	-870.39	0.00	0.00	普通股股东权益	83161.01	106720.10	132741.84	161478.88
股权募资	2713.37	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	9382.40	9986.48	10653.70	11390.55
其他	-15246.35	-111.20	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	263701.15	292492.82	325091.03	360401.11
融资活动现金流	-13387.16	-981.59	0.00	0.00					
现金净流量	-4168.37	25745.62	16438.27	22712.14					

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为06月21日

资料来源:公司年报(2018),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
李阳 家电行业
朱默辰 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器, TCL 集团, 欧普照明, 美的集团, 海信家电, 石头科技, 苏泊尔, TCL 电子, 青岛海尔, 荣泰健康, 三花智控, 小天鹅 A, 老板电器, 浙江美大, 飞科电器, 华帝股份, 九阳股份, 莱克电气

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。