

成本+汇率拉升单季毛利，变革整合锚定19年重心

——美的集团 (000333.SZ) 2018 年报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：55.08 元

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

市场数据

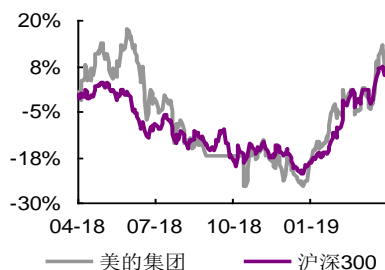
总股本(亿股)：65.92

总市值(亿元)：3630.74

一年最低/最高(元)：34.10/58.05

近3月换手率：33.15%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.20	0.83	0.07
绝对	12.64	30.90	9.63

资料来源：Wind

相关研报

回购股票实施激励，治理领先护航变革——美的集团 (000333.SZ) 回购公告点评

..... 2019-02-26

特别分红方案增强股东回报——美的集团 (000333.SZ) 吸并小天鹅最新公告点评

..... 2018-11-22

毛利提升保障利润，资产优质立足长远——美的集团 (000333.SZ) 2018 年三季度报点评

..... 2018-10-31

事件：18 年业绩表现符合预期，新一期激励计划如期而至

18Q4 单季收入利润同比微增，符合预期。公司 2018 年实现营业总收入 2618.2 亿元，同比+8.2%，实现归母净利润 202.3 亿元，同比+17.1%，基本每股收益 3.08 元。其中 2018Q4 单季营业收入同比+0.5%，归母净利润同比+2.0%，业绩符合市场预期。

公司宣布 2018 年度利润分配预案。向全体股东每 10 股派发现金 13 元(含税)，不以公积金转增股本，分红比例为 42%。近三年 (2016~2018 年) 现金分红比例基本保持稳定，但公司 18 年和 19 年先后利用账面富余现金实施回购 (规模分别为 40 亿/不超过 66 亿)，充分展现对股东权益的保障。

发布新一期员工长期激励计划。公司同时发布第五期全球合伙人计划、第二期事业合伙人计划、第三期限制性股票激励以及第六期股票期权激励。通过常态化多层次的激励计划，公司经营层实现与股东利益的高度绑定。

点评：

首先我还是回到美的 50 周年生日后的第一份年报：主业各品类收入增速和利润表现如何？并表的库卡东芝又各自交出怎样的成绩单？进一步放眼 19 年，公司基本面将何去何从？而我们又该如何用更长的产业和投资逻辑去看待美的？

◆财报收入解读：18Q4 空调洗衣机增速改善，主业单季小幅增长

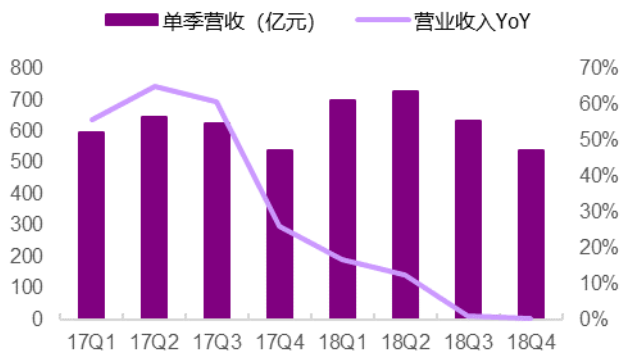
单季原主业小幅正增长，库卡表现不佳。18Q4 单季营业收入同比+0.5%，分主业和并表业务来看：原主业 18Q4 单季收入约 438 亿元，同比小幅增长 2% 左右；库卡 18Q4 单季收入 7.9 亿欧元 (合人民币约 63 亿)，表现不佳，同比-10%，东芝预计收入端同比基本持平。

从全年整体收入结构来看，库卡东芝全年收入占比分别约 7%/11%。原主业中，空调占比最高，预计达 45% 左右，在公司整体增长走势中起到最关键的作用。

原主业：18Q4 空调洗衣机增速改善，厨电业务仍处调整期。18Q4 原主业收入同比+2% 左右，较 18Q3 小幅提升 (18Q3 同比基本持平)，主要系空调洗衣机增速改善所致。

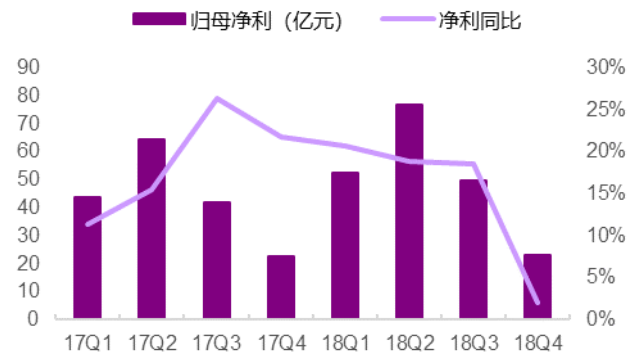
空调：18Q3 收入同比低个位数下滑，18Q4 则实现同比个位数增长。增速出现一定环比改善：(1) 终端零售高基数效应缓解，18Q4 需求下滑幅度环比收窄。公司 18Q3 安装卡同比小幅下滑，18Q4 安装卡同比小幅增长；(2) 由于 18Q3 的快速收缩，公司在年底进行了适度补库存，出货节奏有一定提升。

图 1：公司分季度收入及同比增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司季度利润及同比增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：公司新一期长期激励计划情况

项目	第五期全球合伙人	第二期事业合伙人	第六期股票期权激励	第三期限制性股票激励
公告时间	2019 年 4 月公告	2019 年 4 月公告	2019 年 4 月公告	2019 年 4 月公告
参与人数	16 人	45 人	1150 人	451 人
资金来源	公司提供持股计划专项资金	持股计划专项资金和部分高管绩效奖金	行权资金自筹解决	员工自筹
股票来源	集团回购专用证券账户回购的股票	集团回购专用证券账户回购的股票	定向发行	集团回购专用证券账户回购的股票
规模	专项资金 1.8582 亿元	专项资金 9300 万元	行权价 54.17 元，4724 万份	3035 万份，股票价格为 27.09 元（市场均价 50%）
存续周期	考核期满后一次性分配权益		两年等待期后，分四年行权（每年 1/4）	4 年内分四次解锁（每隔一年解锁 1/4）
行权条件	公司 2019 年度加权平均净资产收益率不低于 20%；持有人在归属考核期考核结果均达标		在行权期的四个会计年度中，分年度进行绩效考核，净利润达到不低于前三个会计年度的平均水平；各个行权期前一年度个人绩效考核结果达标	在解锁期的四个会计年度中，分年度进行绩效考核，净利润达到不低于前三个会计年度的平均水平；各个解除限售期的前一个年度个人绩效考核结果达标

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

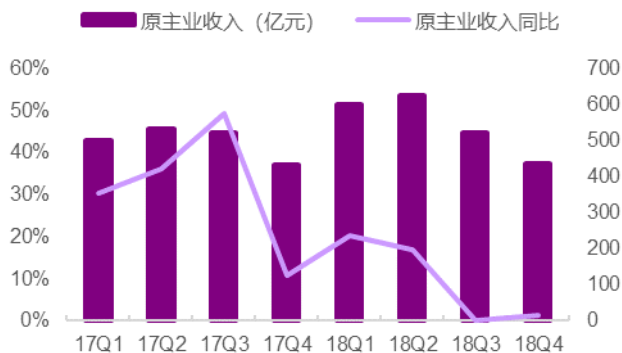
冰洗：其中冰箱表现相对稳定，18Q3~18Q4 整体保持高个位数同比增长；洗衣机 18Q4 在内销回暖，出口提速的带动下，单季收入同比+15%，较 18Q3（同比-1%）有显著改善。

小家电：推算 18Q4 小家电收入同比小幅下滑，对单季整体增长有一定拖累。主要品类中，微波炉估计同比基本持平，厨电在 18 年全年去库

存大背景下，同比下滑 20%左右，但去库存效果显著，预计 19 年表现将逐步改善。

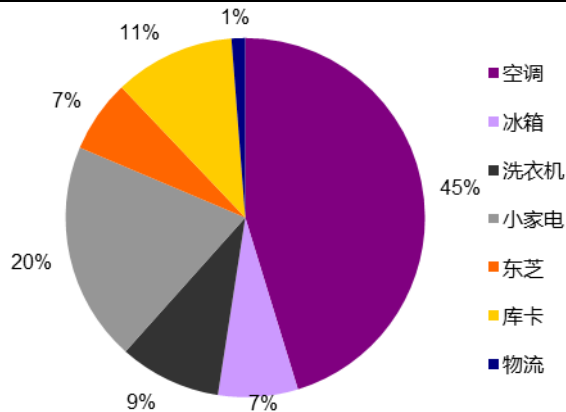
分渠道看：在 18Q4 原材料成本和汇率环境改善的背景下，整体出口业务估计保持高个位数的稳定增长。18Q3~Q4 原主业整体收入增速的下行主要为内销整体增速降档导致。

图 3：公司原主业收入及同比增速



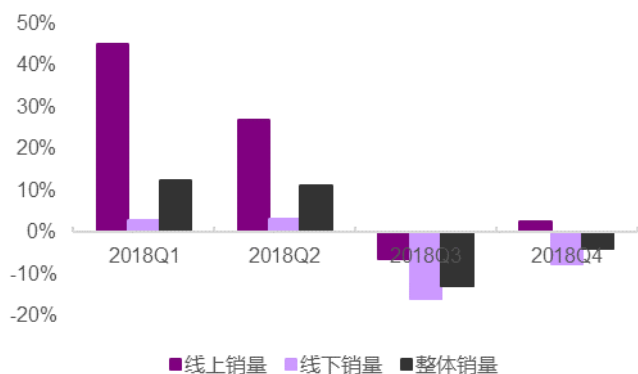
资料来源：Wind，光大证券研究所推算

图 4：2018 年公司收入构成



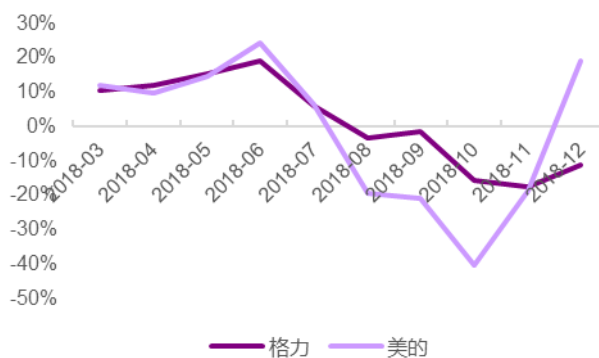
资料来源：Wind，光大证券研究所推算

图 5：空调分渠道销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：空调龙头内销出货量同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆盈利解读：成本汇率拉升单季毛利，库卡和非经常性因素拖累整体利润

毛利率：扣除摊销因素后单季毛利率提升近 4pct。18Q4 单季毛利率为 28.6%，同比+4.7pct，剔除摊销变动的影响（17 年全年摊销 24 亿元，18 年全年摊销 6 亿元左右），毛利率仍同比+3.8pct。单季毛利率提升显著主要受益两点：原材料成本以及汇率环境的同比改善，而公司库存水平低，实现快周转，使得成本下降带来的利润弹性在当期得以更充分显现。

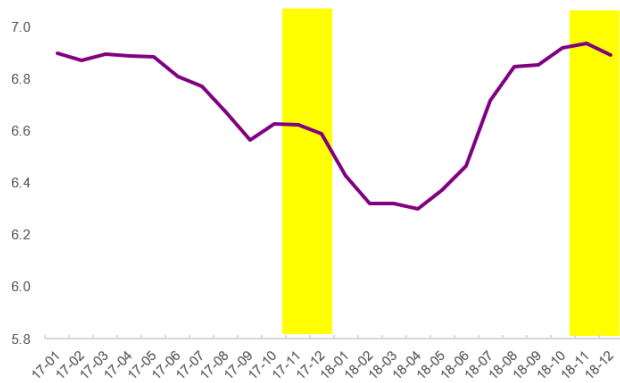
拆分来看：出口业务毛利弹性更大。分地域看，18H2 内销/出口业务毛利率分别同比+1.1/+4.3pct（剔除摊销影响后）。所以我们推算 18Q4 的出口利润改善幅度更为显著。因为出口盈利除了受益原材料价格下行外，也受益于利率环境的改善。而公司对出口订单的结构性调整（舍弃部分低附加值订单）也一定程度带动整体外销毛利的提升。

费用率：库卡拖累单季费用率，公司研发投入稳步增长。18Q4 公司单季销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.2/+2.3/+0.6/-0.1pct，单季管理费用率上升较快，主要系库卡单季费用大幅提升拖累，研发费用提升主要为公司研发投入的稳定增长。

盈利拆分：剔除并表和非经常性因素后，单季主业净利同比+50%。并表业务方面，东芝 18Q4 利润表现改善明显，推算 18Q4 单季实现盈利 1 亿元以上，全年扭亏为盈，累计盈利几千万。但库卡表现不佳，单季费用率上升显著，18Q4 归母净利约-4.6 亿元。

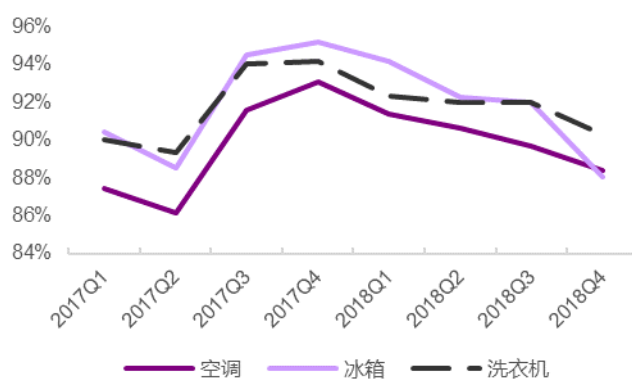
若剔除并表业务及非经常性损益（17Q4 为 6.4 亿元，主要为非流动资产处置收益；18Q4 为-4.8 亿元，主要为公允价值变动损益和投资收益），受益主业毛利率的大幅提升，单季主业归母净利润同比增速可达 50% 左右。

图 7：人民币兑美元汇率同比改善显著



资料来源：OANDA，光大证券研究所

图 8：原材料成本同比走弱



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

◆经营展望：市场下沉+降价促销跑赢市场，原材料和汇率有望继续支撑利润表现

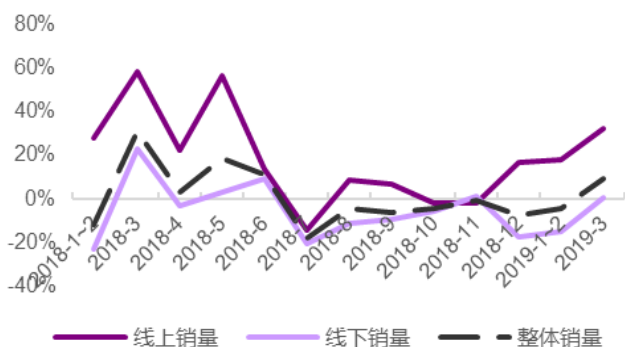
销售回暖+竣工改善托底 19 年需求，整体预期无需过悲观。19 年来看，宏观地产压制下，叠加高基数效应，整体需求表现依旧有一定压力。但一二线住房销售回暖，以及 19 年全年竣工交房的确定性改善将有效支撑地产后周期产业链需求，19Q1 整体需求好于悲观预期，1~2 月增速未有进一步放缓，3 月需求增速还出现一定环比上行。

电商下沉+降价促销，公司零售份额快速提升。19Q1 公司在需求偏弱的大环境下，经营思路快速转向。前期“T+3”政策带来的低库存水平也使得降价促销的实施起来更加主动。一方面，公司通过爆款产品的降价促销获得了份额的快速提升。另一方面，公司借助天猫优品平台的成立（阿里面向农村市场的官方直采直销店）快速放量，实现渠道下沉，触达底层需求。

从零售监测数据来看，美的主要产品线上线下载量份额均有快速提升，其中空调表现最为亮眼，预计 19Q1 单季安装卡同比增速可达 30% 以上。

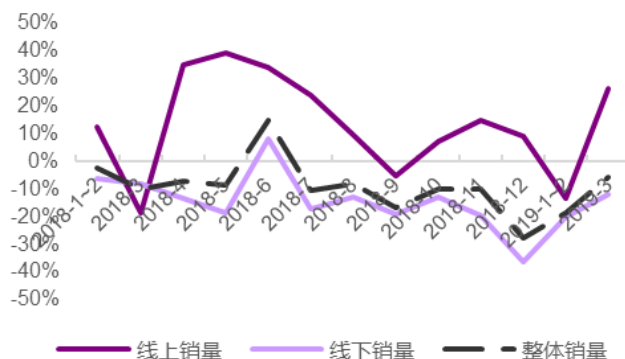
综合考虑出货端的高基数压力以及降价促销带来的出厂价降低，预计 19Q1 公司收入端同比高个位数增长可期。而原材料和汇率红利的支撑下，预计公司单季利润增速可达两位数水平。

图 9：空调分渠道销量同比增速



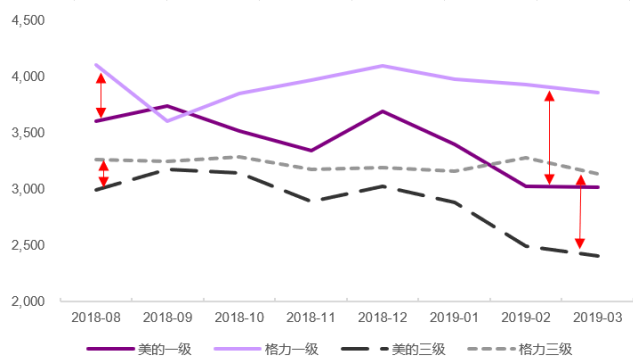
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 10：油烟机分渠道销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

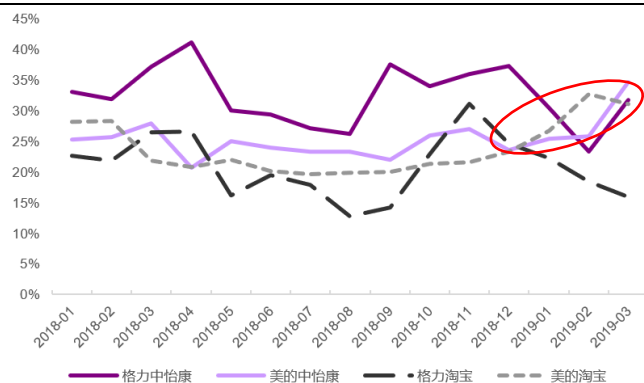
图 11：公司主要通过爆款产品降价实现份额提升



资料来源：中怡康，光大证券研究所

注：一级和三级分别指一级和三级能效

图 12：美的空调中怡康和淘系销量份额走势



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

◆长期视角：战略方向清晰，产品+效率升级吹响美的新一轮变革号角

除了对公司短期基本面的跟踪和分析外，我们也应该更多的将目光集中于新周期下公司的战略布局。

未来几年公司战略聚焦将在产品力与运营效率两方面。（1）产品端：公司持续投入研发，以切实提升产品力，同时利用多品牌矩阵布局逐步成型，有利于实现市场分层：中低端市场冲量，高端市场短板加快布局。（2）效率端：渠道方面，公司正进一步推进渠道扁平化和数字化转型（美云销等），力图实现端到端打通；公司组织架构方面，加大事业部之间的协同升级，近一年来，公司东芝库卡事业部换帅、事业部之间的整合、整体吸并小天鹅等事件标示着公司组织架构变革进入加速时。

治理结构清晰，激励常态化，高效执行力确保战略落地。公司清晰的股权结构、高效的职业经理人体系和常态化的长期激励体系使得公司的快速调整能力、战略执行能力领先行业。而高效执行力和员工与公司利益的长期深度绑定也将有效确保长期战略的平稳和有效落地。

◆盈利预测

短期视角来看，宏观大环境承压的背景下，公司依旧交出了一份扎实的年报。在去除非经常性和并表因素后，公司单季主业靓丽的盈利表现充分展现了其经营快速调整能力和强大的产业链定价权。从 19Q1 来看，公司 T+3 战略带来的经营灵活调整优势充分显现，叠加汇率和成本红利，增长确定性领先。

中长期视角来看，白电仍为产业壁垒和护城河最为深厚的行业。而公司作为行业龙头，坐拥良好的竞争格局和强大的产业链议价权。随着公司新一轮变革整合逐步拉开帷幕，产品力提升和管理协同升级有望带来新一轮的成长红利。

考虑原材料和出口汇率环境的改善，我们小幅上调公司 2019~20 年 EPS 预测为 3.38/3.66 元，新增预测公司 2021 年 EPS 为 3.94 元，当前股价对应 PE 分别为 16/15/14 倍。公司目前整体估值水平较历史底部已有一定提升，但在今年资金面带来的二元化投资逻辑下，家电作为典型的高经营壁垒、高 ROE 的优质资产，龙头股息率、现金流、ROE 等经营指标领先，稀缺性逻辑依然成立，配置价值依旧，维持“买入”评级。

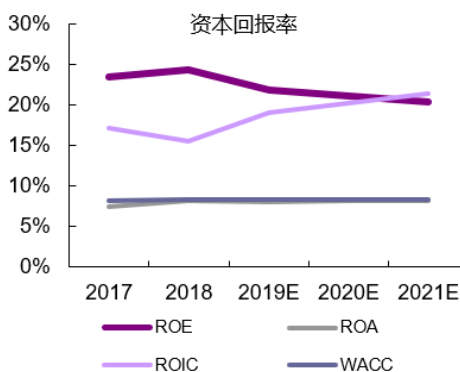
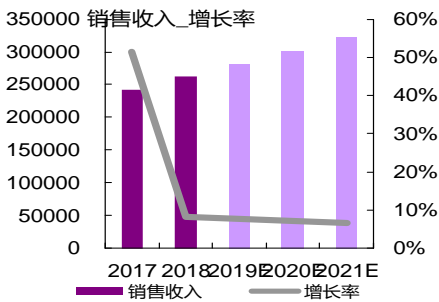
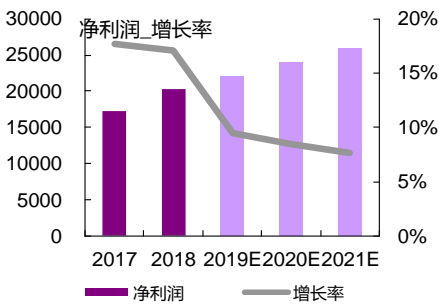
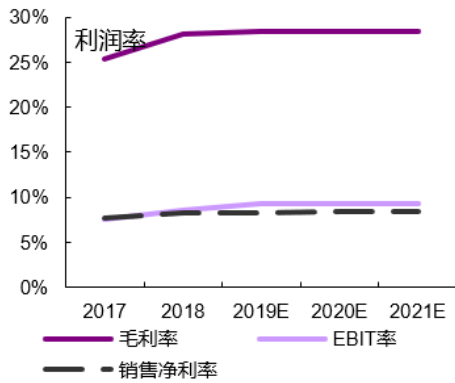
◆风险提示：

需求大幅下滑，原材料成本上升，汇率波动，中美贸易摩擦加剧，并购整合低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	241,919	261,820	282,042	302,126	322,196
营业收入增长率	51.35%	8.23%	7.72%	7.12%	6.64%
净利润（百万元）	17,284	20,231	22,156	24,032	25,873
净利润增长率	17.70%	17.05%	9.52%	8.47%	7.66%
EPS（元）	2.63	3.08	3.38	3.66	3.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.44%	24.35%	21.95%	21.21%	20.44%
P/E	21	18	16	15	14
P/B	4.9	4.4	3.6	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 19 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	241,919	261,820	282,042	302,126	322,196
营业成本	180,461	188,165	201,985	216,154	230,441
折旧和摊销	3,578	6,696	2,229	2,349	2,456
营业税费	1,416	1,618	1,692	1,813	1,933
销售费用	26,739	31,086	33,281	35,741	38,212
管理费用	14,780	17,949	18,897	20,242	21,587
财务费用	816	-1,823	1,070	623	272
公允价值变动损益	-25	-810	0	0	0
投资收益	1,830	907	2,000	2,000	2,000
营业利润	21,628	25,564	27,234	29,473	31,671
利润总额	21,855	25,773	27,484	29,723	31,921
少数股东损益	1,328	1,420	1,200	1,200	1,200
归属母公司净利润	17,284	20,231	22,156	24,032	25,873

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	248,107	263,701	288,030	307,913	328,599
流动资产	169,811	182,689	207,133	226,366	246,507
货币资金	48,274	27,888	49,624	63,937	79,139
交易型金融资产	353	220	300	300	300
应收帐款	17,529	19,390	20,095	21,526	22,956
应收票据	10,854	12,556	12,410	13,294	14,177
其他应收款	2,658	2,971	2,764	2,961	3,158
存货	29,444	29,645	32,118	34,385	36,671
可供出售投资	1,831	1,907	2,000	2,000	2,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,634	2,713	2,713	2,713	2,713
固定资产	22,601	22,437	24,196	25,357	26,178
无形资产	15,167	16,187	16,151	16,104	16,059
总负债	165,182	171,247	176,497	182,826	189,054
无息负债	124,922	131,162	140,266	146,595	152,823
有息负债	40,260	40,085	36,231	36,231	36,231
股东权益	82,925	92,455	111,533	125,087	139,544
股本	6,561	6,663	6,561	6,561	6,561
公积金	19,549	22,198	22,198	22,198	22,198
未分配利润	47,627	58,762	72,358	84,712	97,970
少数股东权益	9,188	9,382	10,582	11,782	12,982

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	24,443	27,861	32,369	27,613	29,090
净利润	17,284	20,231	22,156	24,032	25,873
折旧摊销	6,696	4,817	2,229	2,349	2,456
净营运资金增加	-5,633	29,789	-6,232	197	316
其他	6,096	-26,976	14,217	1,035	445
投资活动产生现金流	-34,740	-18,642	-1,647	-1,000	-1,000
净资本支出	-1,777	-5,448	-2,800	-3,000	-3,000
长期投资变化	2,634	2,713	0	0	0
其他资产变化	-35,596	-15,908	1,153	2,000	2,000
融资活动现金流	19,652	13,387	-8,986	-12,301	-12,888
股本变化	102	102	-102	0	0
债务净变化	30,004	-176	-3,853	0	0
无息负债变化	33,554	6,240	9,103	6,330	6,228
净现金流	9,318	-3,879	21,736	14,312	15,202

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	51.35%	8.23%	7.72%	7.12%	6.64%
净利润增长率	17.70%	17.05%	9.52%	8.47%	7.66%
EBITDA 增长率	19.16%	33.98%	-2.46%	6.70%	6.42%
EBIT 增长率	18.00%	23.56%	16.62%	6.81%	6.57%
估值指标					
PE	21	18	16	15	14
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	18	14	14	12	11
EV/EBIT	21	18	15	13	12
EV/NOPLAT	25	22	18	16	15
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	4	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	25.40%	28.13%	28.38%	28.46%	28.48%
EBITDA 率	9.02%	11.17%	10.12%	10.08%	10.06%
EBIT 率	7.55%	8.61%	9.33%	9.30%	9.29%
税前净利润率	9.03%	9.84%	9.74%	9.84%	9.91%
税后净利润率 (归属母公司)	7.14%	7.73%	7.86%	7.95%	8.03%
ROA	7.50%	8.21%	8.11%	8.19%	8.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.44%	24.35%	21.95%	21.21%	20.44%
经营性 ROIC	17.17%	15.53%	19.10%	20.26%	21.43%
偿债能力					
流动比率	1.43	1.40	1.57	1.63	1.70
速动比率	1.18	1.18	1.32	1.39	1.45
归属母公司权益/有息债务	1.83	2.07	2.79	3.13	3.49
有形资产/有息债务	4.95	5.31	6.57	7.12	7.70
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.63	3.08	3.38	3.66	3.94
每股红利	1.20	1.32	1.78	1.92	2.27
每股经营现金流	4.07	3.73	4.93	4.21	4.43
每股自由现金流(FCFF)	3.47	-0.88	4.20	3.47	3.71
每股净资产	11.24	12.66	15.39	17.27	19.29
每股销售收入	36.87	39.91	42.99	46.05	49.11

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼