

## 全年保持稳健增长，Q1 出货或超预期

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2018 年年报, 18 年实现营收 2618.2 亿元, 同比增长 8.2%; 归母净利润 216.5 亿元, 同比增加 17.1%。Q4 实现营收 544.2 亿元, 同比增长 0.5%; 归母净利润 23.3 亿元, 同比增长 2.0%。公司经本次董事会审议通过的普通股利润分配预案为: 以 65.9 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 13 元 (含税), 分红比例 (含回购注销) 为 62.1%。
- **暖通空调贡献主要增量, 盈利能力增强。** 报告期内, 公司仍保持多元化经营模式: 暖通空调实现营收 1094 亿元, 同比增长 14.7%, 占营收比重 41.8%。受益于天气、地产及渠道库存周期影响, 2018 年, 空调行业内销创下历史新高, 公司暖通空调业务板块贡献了营收主要增量。一方面高毛利空调板块所占比重增加, 另一方面高端化策略推进, 主要原材料成本下行, 汇率较上年有所改善等多方面原因, 公司各业务板块毛利率均有所提升。报告期内, 公司主营业务毛利率 27.5%, 同比提升 2.5pp, 净利率 8.3%, 同比提升 0.6pp, 盈利能力显著增强。
- **长期激励计划持续推进, 深度绑定经营层与股东利益。** 公司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。激励覆盖面继续扩宽, 通过常态化多层次的激励计划, 公司深度绑定经营层与股东利益, 绑定核心员工利益, 保证公司核心力量人员结构稳定性。
- **深化渠道变革, 一季度出货或超预期。** 以洗衣机事业部小天鹅为试点, 公司渠道“T+3”模式取得良好成效。2018 年, 公司开始在各品类推行。高周转运营模式将大大减轻经销商资金成本, 并有望脱离空调库存周期, 公司加大淡季促销力度, 据渠道反馈, 2019 年 3.15 促销活动反馈良好, 一季度空调出货或超预期。为加强渠道效率, 2018 年公司已在全国设立超过 30 个区域市场运营中心, 构建了高效物流体系。受益于物流及售后渠道完善, 2018 年公司全网销售突破 500 亿元, 同比增长超过 22%, 在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台继续保持家电全品类第一的行业地位。
- **推进全球化业务整合, 东芝顺利实现扭亏目标。** 近年来, 公司不断推进全球化策略, 2016 年, 公司收购东芝白色家电业务板块 80.1% 股权, 公司与东芝家电在品牌建设、渠道布局、研发创新、供应链整合、品质提升等方面强化落实协同效应, 据公告, 2018 年东芝家电顺利实现全年扭亏目标。我们预计未来东芝将更加适应公司管理模式, 在未来发挥更好的协同作用。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 19/20/21 年 EPS 为 3.39/3.76/4.17 元。对应 PE 为 16/15/13 倍, 参考行业平均估值, 考虑公司家电龙头地位, 渠道变革成效显著, 给予公司 2019 年 20 倍估值, 对应目标价 67.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球资产配置与海外市场拓展风险, 汇率波动造成的风险、原材料价格大幅波动风险、房地产销量波动风险。

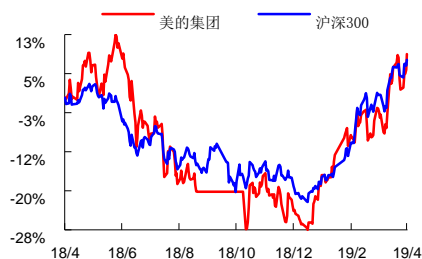
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	261819.64	283753.85	307207.57	332064.94
增长率	8.23%	8.38%	8.27%	8.09%
归属母公司净利润 (百万元)	20230.78	22374.65	24787.97	27505.76
增长率	17.05%	10.60%	10.79%	10.96%
每股收益 EPS (元)	3.07	3.39	3.76	4.17
净资产收益率 ROE	23.42%	21.13%	19.60%	18.41%
PE	18	16	15	13
PB	4.37	3.55	2.96	2.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	65.92
流通 A 股(亿股)	64.50
52 周内股价区间(元)	36.2-57.19
总市值(亿元)	3,630.74
总资产(亿元)	2,637.01
每股净资产(元)	12.47

### 相关研究

1. 美的集团 (000333): 行业增速放缓, 产业版图战略整合 (2018-10-31)
2. 美的集团 (000333): 白电龙头稳健增长, 内销贡献增量 (2018-08-31)

### 关键假设：

假设 1：随着国民经济发展，我国居民可支配收入增加，空调行业户均保有量继续提升；我们预计城镇居民每百户保有量达到 250，农村则达到 100。因此未来几年，保有量提升仍是空调行业的主要增量；

假设 2：促销活动密集，公司主要产品毛利率有所下滑，暖通空调 2019-2021 毛利率保持在 30%；

假设 3：公司费用率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
暖通空调	收入	109394.65	118146.22	126416.46	134001.44
	增速	14.73%	8.00%	7.00%	6.00%
	毛利率	30.63%	30.00%	30.00%	30.00%
消费电器	收入	102992.80	111232.22	120130.80	129741.27
	增速	4.30%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	29.16%	29.00%	29.20%	29.50%
机器人及自动化系统	收入	25677.92	28245.71	31917.65	36705.30
	增速	-5.03%	10.00%	13.00%	15.00%
	毛利率	22.85%	25.00%	25.00%	25.00%
其它	收入	23754.27	26129.69	28742.66	31616.93
	增速	14.31%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	17.87%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	261819.64	283753.85	307207.57	332064.94
	增速	8.23%	8.38%	8.27%	8.09%
	毛利率	28.13%	27.73%	27.76%	27.82%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	261819.64	283753.85	307207.57	332064.94	净利润	21650.42	23944.73	26527.40	29435.90
营业成本	188164.56	205071.76	221913.63	239671.97	折旧与摊销	0.00	4019.87	4425.38	4790.14
营业税金及附加	1617.57	1749.02	1879.23	2039.84	财务费用	-1823.04	704.63	201.82	-398.51
销售费用	31085.88	32631.69	35328.87	38187.47	资产减值损失	447.86	400.00	450.00	450.00
管理费用	9571.64	17025.23	18432.45	19923.90	经营营运资本变动	-27998.07	516.20	-3434.96	-2931.45
财务费用	-1823.04	704.63	201.82	-398.51	其他	35583.91	-742.87	-1748.53	-1438.70
资产减值损失	447.86	400.00	450.00	450.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>27861.08</b>	<b>28842.56</b>	<b>26421.11</b>	<b>29907.39</b>
投资收益	907.33	1350.00	1450.00	1600.00	资本支出	-12441.91	-3520.00	-4200.00	-4210.00
公允价值变动损益	-810.45	-285.99	-295.37	-332.32	其他	-6200.38	1064.01	1154.63	1267.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-18642.29</b>	<b>-2455.99</b>	<b>-3045.37</b>	<b>-2942.32</b>
<b>营业利润</b>	<b>25564.11</b>	<b>27235.53</b>	<b>30156.20</b>	<b>33457.95</b>	短期借款	-1713.71	-870.39	0.00	0.00
其他非经营损益	208.95	770.00	870.00	970.00	长期借款	-894.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>25773.06</b>	<b>28005.53</b>	<b>31026.20</b>	<b>34427.95</b>	股权融资	2641.78	0.00	0.00	0.00
所得税	4122.64	4060.80	4498.80	4992.05	支付股利	0.00	-4046.16	-4474.93	-4957.59
净利润	21650.42	23944.73	26527.40	29435.90	其他	-13420.35	-6862.13	-201.82	398.51
少数股东损益	1419.64	1570.08	1739.43	1930.14	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-13387.16</b>	<b>-11778.68</b>	<b>-4676.75</b>	<b>-4559.09</b>
归属母公司股东净利润	20230.78	22374.65	24787.97	27505.76	<b>现金流量净额</b>	<b>-3879.37</b>	<b>14607.89</b>	<b>18698.99</b>	<b>22405.98</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	27888.28	42496.17	61195.16	83601.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	34162.36	38152.22	40910.00	44152.19	销售收入增长率	8.23%	8.38%	8.27%	8.09%
存货	29645.02	32430.64	35409.28	38082.83	营业利润增长率	18.20%	6.54%	10.72%	10.95%
其他流动资产	90993.78	95947.61	103878.17	112283.36	净利润增长率	16.33%	10.60%	10.79%	10.96%
长期股权投资	2713.32	2713.32	2713.32	2713.32	EBITDA 增长率	5.78%	34.62%	8.83%	8.82%
投资性房地产	391.77	391.77	391.77	391.77	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	24514.83	25264.39	26317.93	27017.17	毛利率	28.13%	27.73%	27.76%	27.82%
无形资产和开发支出	45287.07	44156.78	42996.99	41836.75	三费率	14.83%	17.75%	17.57%	17.38%
其他非流动资产	8104.73	7985.59	7866.46	7747.32	净利率	8.27%	8.44%	8.64%	8.86%
<b>资产总计</b>	<b>263701.15</b>	<b>289538.47</b>	<b>321679.07</b>	<b>357825.83</b>	ROE	23.42%	21.13%	19.60%	18.41%
短期借款	870.39	0.00	0.00	0.00	ROA	8.21%	8.27%	8.25%	8.23%
应付和预收款项	86671.71	97266.86	104239.29	112622.50	ROIC	18.99%	19.73%	20.88%	21.82%
长期借款	32091.44	32091.44	32091.44	32091.44	EBITDA/销售收入	9.07%	11.26%	11.32%	11.40%
其他负债	51613.09	46861.87	49977.58	53262.83	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>171246.63</b>	<b>176220.17</b>	<b>186308.30</b>	<b>197976.76</b>	总资产周转率	1.02	1.03	1.01	0.98
股本	6663.03	6591.75	6591.75	6591.75	固定资产周转率	11.63	12.06	12.21	12.79
资本公积	18451.31	18522.59	18522.59	18522.59	应收账款周转率	13.50	13.21	13.14	13.18
留存收益	63841.41	82169.91	102482.95	125031.11	存货周转率	6.31	6.54	6.51	6.51
归属母公司股东权益	83072.12	102365.82	122678.86	145227.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.68%	—	—	—
少数股东权益	9382.40	10952.48	12691.91	14622.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>92454.52</b>	<b>113318.30</b>	<b>135370.77</b>	<b>159849.07</b>	资产负债率	64.94%	60.86%	57.92%	55.33%
负债和股东权益合计	263701.15	289538.47	321679.07	357825.83	带息债务/总负债	19.25%	18.21%	17.22%	16.21%
					流动比率	1.40	1.55	1.66	1.77
					速动比率	1.18	1.31	1.42	1.53
					股利支付率	0.00%	18.08%	18.05%	18.02%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	23741.07	31960.03	34783.39	37849.59	每股收益	3.07	3.39	3.76	4.17
PE	17.95	16.23	14.65	13.20	每股净资产	12.60	15.53	18.61	22.03
PB	4.37	3.55	2.96	2.50	每股经营现金	4.23	4.38	4.01	4.54
PS	1.39	1.28	1.18	1.09	每股股利	0.00	0.61	0.68	0.75
EV/EBITDA	15.63	10.78	9.37	8.02					
股息率	0.00%	1.11%	1.23%	1.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn