



多元化家电帝国穿越市场周期

——美的集团（000333）2018半年报点评

2018年08月31日

强烈推荐/维持

美的集团 财报点评

郑闵钢	分析师 zhengmgdxs@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120012 010-66554031
-----	-------------------------------	--

事件：

公司日前发布2018半年报，报告期内，2018年上半年，公司实现营业总收入1437.36亿元，同比增长15.02%，归属于母公司股东的净利润129.37亿元，同比增长19.66%，公司每股收益为1.97元，同比增加17.96%。

表1：财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	42763.75	59988.62	64975	62800.82	54154.46	70287.51	73448.41
增长率（%）	57.63%	55.85%	65.12%	60.85%	26.01%	16.70%	12.66%
毛利率（%）	25.50%	25.06%	25.39%	25.59%	23.92%	25.62%	28.64%
期间费用率（%）	20.82%	16.42%	15.10%	18.64%	20.64%	16.23%	18.92%
营业利润率（%）	4.80%	9.22%	12.78%	7.14%	6.30%	9.69%	13.10%
净利润（百万元）	2109.92	4685.87	6862.21	4553.33	2509.79	5645.80	8133.90
增长率（%）	17.47%	12.46%	13.16%	29.32%	18.95%	20.49%	18.53%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.67	0.99	0.64	0.35	0.80	1.16
资产负债率（%）	59.57%	67.05%	67.54%	66.86%	66.58%	65.19%	64.96%
净资产收益率（%）	3.06%	6.30%	9.15%	5.67%	3.03%	6.42%	9.25%
总资产收益率（%）	1.24%	2.07%	2.97%	1.88%	1.01%	2.24%	3.24%

点评：

➤ 营收盈利增速符合预期，暖通空调引领上半年业绩

报告期内，公司营业总收入1437.36亿元，同比增长15.02%，归母净利润实现129.37亿元，同比增长19.66%，符合市场预期。其中暖通空调业务实现638.74亿元，同比增长27.69%，引领主营业务增速。2018年上半年空调市场随着下沉市场普及和更新需求持续增长，1-6月间延续了自去年起的行业高景气，据中怡康终端数据，空调零售额同比增长19.8%。美的集团作为空调产业龙头，产业集中度提升下保持暖通空调增速引领空调市场。据产业在线数据，其中的中央空调领域更是以近20%市场份额连续5年领跑行业。此外消费电器业务实现营收552.79亿元，增速6.66%，而因库卡业务整合，机器人业务短期承压，营收同比下降8.11%，但业务调整合并在盈利端效果已初显，机器人业务毛利率大涨9.73%，产业结构持续改善。

➤ 技术创新为内核动力，消费电器产品力引领全行业

公司持续加大研发投入与创新力度，通过敏锐的市场嗅觉定位高端可选消费产品，尤其在消费电器业务中大力积蓄自主产品力。除了传统冰洗领域的高端化技术升级，上半年间公司在新兴的干衣机、洗碗机、IH电饭煲、烤箱、吸尘器等各类可选消费家电中深化核心技术开发，为家电市场的可选消费兴起构筑强健的产业优势和产品积累。我组前期对小家电市场进行了深度研究，其中重点看好的吸尘器、净水器、洗碗机、料理机等成长期品类中，公司均占据龙头地位，众多优势产品聚沙成塔，公司必将在随后家电可选消费大周期下彰显其产品多元化的技术优势，构成长期内销推动力。

➤ 外销布局东盟、印度，全球家电洼地潜力巨大

公司自收购东芝白电后，加快全球业务尤其是亚洲市场的布局。报告期内，外销营收占全区域比例已高达 43.8%。公司率先在东盟和印度业务实行独立运营，加强区域市场产研销体系的整合，并推动完成与东芝家电的平台整合，重点布局在东盟、印度等地的海外产品线。根据我组前期的美的集团深度研究，东盟、印度家电市场仍处于需求的高速成长期，各国冰洗空普及度基本不超过 50%，尤其空调普及度甚至未超过 20%。按中国现有保有量推算，东盟及印度的冰箱、洗衣机、空调潜在量空间庞大，分别为 3.76 亿台、5.09 亿台和 7.07 亿台，市场阶段大致相当于我国九十年代水平，正处于全球家电市场保有量的洼地区域，并已逐步体现其区域增速引领能力。根据 JRAIA 数据，印度 2015-2017 年空调需求量增速均比全球增速高 6pct 以上，随着东盟、印度居民经济能力的提高，公司的区域化布局将进一步彰显其战略正确性。

➤ 中国机器人业务整合拓展加速，美的库卡协同效应初显

报告期内公司加速工业机器人赛道的布局，将库卡下属子公司瑞仕格的中国业务合并，与美的成立合资公司以加速推动工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域的中国市场拓展。同时顺德科技园将新建机器人生产基地，并投资人机协作和移动的关键技术，巩固库卡技术领跑优势。随着美的集团的资源整合，库卡机器人在亚洲业务也持续拓展，如斩获中国区广汽集团子公司数千万欧元订单，及获得马来西亚矿泉水制造商 Spritzer 仓储及生产自动化的订单等。并继续推动美的下属机器人与自动化的整合扩拓展，加速核心零部件的突破，伺服电机、驱动器、运动控制等研发、生产、销售已逐步数显本土化。美的旗下国内 30 余家家电工厂协同开展工业自动化项目，吸收机器人产能并提高制造水平，将工业机器人密度由 150 台/万人提升至 625 台/万人的发达水平。

结论：

公司作为家电全产业链的龙头企业，上半年营收及盈利能力增速稳健，其内销产品多元化、技术专业化巩固其家电全领域的产品优势，尤其小家电产品力提升为后续家电可选消费大周期构筑强大基础。公司外销市场重点布局东盟、印度等全球家电洼地，外销业务潜在增长空间庞大。同时工业机器人业务加速整合，协同库卡扩大在亚洲工业机器人的龙头效应，中长期公司业绩增速确定性较强。

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 2867.47 亿元、3369.25 亿元和 3874.63 亿元；每股收益分别为 3.26 元、3.74 元和 4.35 元，对应 PE 分别为 13X、11X 和 10X，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：上游原料市场价格不及预期，外销市场需求释放不及预期。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					单位:百万元							
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业成本	营业税金及附加	管理费用	财务费用	资产减值损失	公允价值变动收益	投资净收益	营业收入	营业外收入	营业外支出	所得税	净利润
流动资产合计	120621	169811	210141	267184	328102	营业收入	159842	241919	286747	336925	387463												
货币资金	27169	48274	65636	97144	135009	营业成本	115615	180461	212236	248873	285827												
应收账款	13455	17529	22085	26241	29365	营业税金及附加	1077	1416	1829	2131	2397												
其他应收款	1140	2658	3150	3701	4256	营业费用	17678	26739	31287	37089	42585												
预付款项	1587	1672	2753	3644	4515	管理费用	9621	14780	16697	20161	23140												
存货	15627	29444	28305	35812	41962	财务费用	-1006	816	316	263	267												
其他流动资产	43530	46847	58153	70965	80196	资产减值损失	380.81	269.11	218.23	289.38	258.91												
非流动资产合计	49979	78296	76758	76110	75018	公允价值变动收益	117.38	-25.05	57.98	50.10	27.68												
长期股权投资	2212	2634	2634	2634	2634	投资净收益	1285.96	1830.22	1709.15	1608.41	1715.94												
固定资产	21057	22601	20339	17246	14176	营业利润	17436	21628	25931	29777	34732												
无形资产	6869	15167	13650	12134	10617	营业外收入	1819.01	467.20	1331.08	1205.77	1001.35												
其他非流动资产	4159	615	0	0	0	营业外支出	340.38	240.28	384.41	321.69	315.46												
资产总计	170601	248107	286899	343293	403119	利润总额	18915	21855	26877	30661	35418												
流动负债合计	89184	119092	137242	162096	184954	所得税	3053	3244	4130	4712	5442												
短期借款	3024	2584	0	0	0	净利润	15862	18611	22747	25950	29976												
应付账款	25357	35145	40752	49809	55663	少数股东权益	1178	1328	1141	1141	1141												
预收款项	10252	17409	26861	37143	49163	归属母公司净利润	14684	17284	21606	24809	28835												
一年内到期的非流动负债	159	137	148	148	144	EBITDA	38434	55142	30505	34251	39186												
非流动负债合计	12440	46090	50974	67179	86752	EPS(元)	2.29	2.66	3.26	3.74	4.35												
长期借款	2254	32986	43982	58612	77398	主要财务比率																	
应付债券	4819	4553	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E													
负债合计	101624	165182	188217	229275	271705	成长能力																	
少数股东权益	7850	9188	10329	11470	12611	营业收入增长	14.71%	51.35%	18.53%	17.50%	15.00%												
实收资本(或股本)	6459	6561	6627	6627	6627	营业利润增长	16.89%	24.04%	19.90%	14.83%	16.64%												
资本公积	13597	15912	17503	17503	17503	归属母公司净利润增长	25.01%	14.82%	25.01%	14.82%	16.23%												
未分配利润	38105	47627	56151	65327	75729	获利能力																	
归属母公司股东权益合计	61127	73737	88353	102549	118803	毛利率(%)	27.67%	25.40%	25.99%	26.13%	26.23%												
负债和所有者权益	170601	248107	286899	343293	403119	净利润率(%)	9.92%	7.69%	7.93%	7.70%	7.74%												
现金流量表	单位:百万元					总资产净利率(%)	8.61%	6.97%	7.53%	7.23%	7.15%												
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	24.02%	23.44%	24.45%	24.19%	24.27%												
经营活动现金流	26695	24443	22527	28764	32858	偿债能力																	
净利润	15862	18611	22747	25950	29976	资产负债率(%)	60%	67%	66%	67%	67%												
折旧摊销	22004.21	32698.37	4258.09	4210.09	4186.09	流动比率	1.35	1.43	1.53	1.65	1.77												
财务费用	-1006	816	316	263	267	速动比率	1.18	1.18	1.32	1.43	1.55												
应收款项减少	0	0	-4557	-4156	-3124	营运能力																	
预收款项增加	0	0	9452	10282	12020	总资产周转率	1.07	1.16	1.07	1.07	1.04												
投资活动现金流	-19781	-34740	-2102	-1903	-1492	应收账款周转率	13	16	14	14	14												
长期股权投资减少	0	0	-1375	-93	520	每股指标(元)																	
投资收益	1286	1830	1709	1608	1716	每股收益(最新摊薄)	2.29	2.66	3.26	3.74	4.35												
筹资活动现金流	160	19652	-3064	4647	6500	每股净现金流(最新摊薄)	1.10	1.43	2.62	4.75	5.71												
应付债券增加	0	0	-4553	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.46	11.24	13.33	15.47	17.93												
长期借款增加	0	0	10995	14631	18786	估值比率																	
普通股增加	2192	102	66	0	0	P/F	18.56	15.98	13.04	11.36	9.77												
资本公积增加	-915	2315	1591	0	0	P/B	4.49	3.78	3.19	2.75	2.37												
现金净增加额	7074	9355	17362	31508	37865	FV/EBITDA	6.70	4.91	8.53	7.10	5.72												

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。