

# 帝国整装再出发 多级布局保证确定性

——美的集团（000333）2018 三季度报点评

2018 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

美的集团

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

公司日前发布 2018 三季度报，报告期内，2018 年前三季度，公司实现营业总收入 2074.05 亿元，同比增长 10.46%，净利润为 179 亿元，同比增长 19.35%，公司每股收益为 2.72 元，同比增加 17.75%。其中第三季度营收 636.69 亿元，同比增长 1.01%，净利润 53.11 亿元，同比增长 16.63%。

表 1：财务指标预测

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	59988.62	64975	62800.82	54154.46	70287.51	73448.41	63668.8
增长率（%）	55.85%	65.12%	60.85%	26.01%	16.70%	12.66%	1.01%
毛利率（%）	25.06%	25.39%	25.59%	23.92%	25.62%	28.64%	27.48%
期间费用率（%）	16.42%	15.10%	18.64%	20.64%	16.23%	18.92%	5.05%
营业利润率（%）	9.22%	12.78%	7.14%	6.30%	9.69%	13.10%	10.26%
净利润（百万元）	4685.87	6862.21	4553.33	2509.79	5645.80	8133.90	5310.56
增长率（%）	12.46%	13.16%	29.32%	18.95%	20.49%	18.53%	16.63%
每股盈利（季度，元）	0.67	0.99	0.64	0.35	0.80	1.16	0.75
资产负债率（%）	67.05%	67.54%	66.86%	66.58%	65.19%	64.96%	64.16%
净资产收益率（%）	6.30%	9.15%	5.67%	3.03%	6.42%	9.25%	5.77%
总资产收益率（%）	2.07%	2.97%	1.88%	1.01%	2.24%	3.24%	2.07%

点评：

## ➤ 营收小幅回落盈利稳健，受三季度空调、洗衣机影响

报告期内，公司三季度营业收入636.69亿元，同比小增1.01%，归母净利润实现49.63亿元，同比增速18.55%，营收端口略低于市场预期。其中主要原因来自三季度空调市场的回调及洗衣机整体市场的下行。对于空调整体市场而言，通常3-6月间为出货高峰期，根据产业在线数据，近15年间3-6月空调销量平均占当年的47.1%，而自七月起已算空调下行阶段，但由于2017年7月异常连续高温天气，导致去年三季度空调销量拉至过高基数，因此今年三季度空调市场出现回调实属必然。同时洗衣机业务受行业景气下行影响及公司内部产品结构调整而出现小幅下滑。消费电器中其他冰箱、厨电、小家电组分稳健，综合导致营收小幅回调的现状。我们判断随后空调市场基本面仍将承压，而消费电器有望改善。同时由于上游钢材市场产能增长，预期原材料价格有望下降，盈利能力将进一步改善。

➤ **十年合并小天鹅终见圆满，航母重组为更好出击。**

公司日前公告拟共拓换股吸收合并小天鹅，我们判断此为集团进行合并强化、增进协同性、提升抗压能力的规划型举措。自2008年4月美的电器整合小天鹅起，十年间美的集团持续增持小天鹅股份，持有占比由2008年的28.94%，经2010年12月非公开发行股份至39.04%，再到2014年要约收购至52.67%，其整合战略确定性极强。公司于今年拟完成小天鹅的全部股本合并，正是在整体整合规划基础下，结合当下小天鹅估值回调契机的战略性部署，整合有利于随后集团的进一步出击，强化各品类间协同性，并借此吸纳规模可观的自有资金，在当下市场环境下显著提升抗压能力。

➤ **为穿越周期多方发力，中长期布局保证确定性。**

公司多梯队布局的优势在当下市场环境中将日益彰显，成为家电市场的确定性保障。

- 短期内销市场上公司作为全产业链全品类的家电龙头，各品类均处于市占前三的优势地位，具有高确定性的稳健增长。这在家电部分产品基数趋高的风险下具有更高抗压能力。
- 中短期美的推出新的高端品牌 COLMO，推进“推新卖贵”战略补充内销家电中高端市场的短板，该品牌定位在 AI 科技家电，应对中国消费分化现状下的高端市场需求增量，与本土其他高端品牌、外资高端品牌竞争，随着其在 12 月份首批产品上市，将进一步改善公司的盈利水平。
- 中期布局在外销区域多元化。公司外销布局处于国内家电市场前列，按年中数据显示外销营收占比近 44%，这在内销竞争格局日趋集中化的当下，是必然的增量发展战略。同时难能可贵的是，在市场普遍顾虑中美贸易战对外销业务造成的风险下，公司在美国区域业务占比极低，按年初口径仅占约 5%。同时公司大力发展东盟及印度的业务，据我们统计东盟及印度的冰箱、洗衣机、空调潜在量空间分别为 3.76 亿台、5.09 亿台和 7.07 亿台，随着当地经济发展，正在成为全球家电的下一增长洼地。
- 长期战略定位机器人业务。随着美的收购德国库卡、合资日本安川、收购以色列高创，并结合自有服务机器人业务，美的在机器人产业的战略布局已初见规模，随着美的与库卡的战略协同推动工业机器人订单增长，以及机器人扩产的逐步落实，我们认为公司在内销市场对工业机器人高刚需现状下长期战略优势显著。

## 结论：

公司作为家电全产品全产业链的龙头，在行业内业绩确定性极强。三季度营收小幅回调，盈利稳健，不影响其在后续家电市场的龙头效应。随着公司对小天鹅换股吸收合并的落实，以及多梯队战略布局效果的逐步彰显，公司产业整体性、部门间协同性、抗压能力均得到加强。

受市场环境的影响，我们微调公司 2018 年-2020 年营业收入至 2741.67 亿元、3109.42 亿元和 3562.55 亿元；每股收益分别为 3.11 元、3.42 元和 3.96 元，对应 PE 分别为 12X、11X 和 9X，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，高端产品推进不及预期，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						利润表					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	120621	169811	205791	257169	314448	<b>营业收入</b>	159842	241919	274167	310942	356255
货币资金	27169	48274	67614	100179	136750	<b>营业成本</b>	115615	180461	203014	230033	263209
应收账款	13455	17529	21116	24217	27000	营业税金及附加	1077	1416	1749	1966	2204
其他应收款	1140	2658	3012	3416	3914	营业费用	17678	26739	29915	34228	39155
预付款项	1587	1672	2706	3530	4332	管理费用	9621	14780	15965	18606	21276
存货	15627	29444	27076	33101	38641	财务费用	-1006	816	306	238	243
其他流动资产	43530	46847	54980	64370	72646	资产减值损失	380.81	269.11	218.23	289.38	258.91
<b>非流动资产合计</b>	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	1608.44	1715.94
固定资产	21057	22601	20339	17246	14176	<b>营业利润</b>	17436	21628	24767	27238	31653
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
<b>资产总计</b>	170601	248107	282549	333278	389466	<b>利润总额</b>	18915	21855	25714	28122	32339
<b>流动负债合计</b>	89184	119092	133625	154261	175006	所得税	3053	3244	3951	4321	4969
短期借款	3024	2584	0	0	0	<b>净利润</b>	15862	18611	21762	23801	27369
应付账款	25357	35145	38981	46038	51258	少数股东损益	1178	1328	1141	1141	1141
预收款项	10252	17409	26447	35936	46987	归属母公司净利润	14684	17284	20621	22660	26228
一年内到期的非流动负债	159	137	148	148	144	EBITDA	38434	55142	29331	31687	36082
<b>非流动负债合计</b>	12440	46090	50814	66798	86317	<b>BPS (元)</b>	2.29	2.66	3.11	3.42	3.96
长期借款	2254	32986	43982	58612	77398	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	4819	4553	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	101624	165182	184439	221059	261323	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	7850	9188	10329	11470	12611	营业收入增长	14.71%	51.35%	13.33%	13.41%	14.57%
实收资本 (或股本)	6459	6561	6627	6627	6627	营业利润增长	16.89%	24.04%	14.51%	9.98%	16.21%
资本公积	13597	15912	17503	17503	17503	归属于母公司净利润增长	19.31%	9.89%	19.31%	9.89%	15.75%
未分配利润	38105	47627	55763	64144	73605	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	61127	73737	87781	100750	115532	毛利率 (%)	27.67%	25.40%	25.95%	26.02%	26.12%
<b>负债和所有者权益</b>	170601	248107	282549	333278	389466	净利率 (%)	9.92%	7.69%	7.94%	7.65%	7.68%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	8.61%	6.97%	7.30%	6.80%	6.73%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	24.02%	23.44%	23.49%	22.49%	22.70%
<b>经营活动现金流</b>	26695	24443	24242	29096	30458	<b>偿债能力</b>					
净利润	15862	18611	21762	23801	27369	资产负债率 (%)	60%	67%	65%	66%	67%
折旧摊销	22004.21	32698.37	4258.09	4210.09	4186.09	流动比率	1.35	1.43	1.54	1.67	1.80
财务费用	-1006	816	306	238	243	速动比率	1.18	1.18	1.34	1.45	1.58
应收账款减少	0	0	-3588	-3101	-2782	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	9038	9489	11051	总资产周转率	1.07	1.16	1.03	1.01	0.99
<b>投资活动现金流</b>	-19781	-34740	-2102	-1903	-1492	应收账款周转率	13	16	14	14	14
公允价值变动收益	117	-25	58	50	28	应付账款周转率	7.47	8.00	7.40	7.31	7.32
长期股权投资减少	0	0	-1375	-93	520	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	1286	1830	1709	1608	1716	每股收益 (最新摊薄)	2.29	2.66	3.11	3.42	3.96
<b>筹资活动现金流</b>	160	19652	-2801	5373	7605	每股净现金流 (最新摊薄)	1.10	1.43	2.92	4.91	5.52
应付债券增加	0	0	-4553	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	9.46	11.24	13.25	15.20	17.43
长期借款增加	0	0	10995	14631	18786	<b>估值比率</b>					
普通股增加	2192	102	66	0	0	P/E	15.86	13.66	11.68	10.62	9.18
资本公积增加	-915	2315	1591	0	0	P/B	3.84	3.23	2.74	2.39	2.08
<b>现金净增加额</b>	7074	9355	19339	32566	36571	EV/EBITDA	5.67	4.18	7.41	6.29	5.03

## 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法律责任。

## 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。