

公司研究/公告点评

2019年02月21日

家用电器/白色家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 45.86
合理价格区间(元): 48.86~55.84

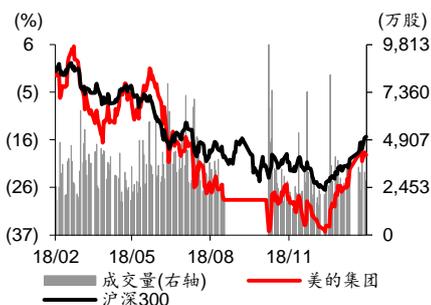
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 wangsenquan@htsc.com

相关研究

1《美的集团(000333,买入): 业绩预告符合预期, 看好长期价值》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

换股方案通过, 看好公司长期价值

美的集团(000333)

吸收合并方案获无条件通过, 有利于集团长期发展, 维持买入评级

公司公告披露, 公司发行 A 股吸收合并小天鹅暨关联交易事项获证监会审议通过。我们认为公司通过吸收合并, 继续保持在家电品类及上下游的战略布局, 短期内可能影响公司每股收益, 但长期来看整合有利于集团内部协同增效, 助力公司长期稳健增长。同时截止 2019 年 2 月 20 日, 深交所数据显示, 外资(QFII/RQFII/北向)持股美的集团比例达到 27%, 公司为家电龙头, 增长预期稳健且有较稳定现金流, 持续吸引海外资金。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 3.10、3.49、4.10 元, 维持“买入”评级。

预计增发 3.42 亿股, 吸收合并小天鹅

美的集团直接及间接合计持有小天鹅 52.67% 的股份, 根据方案美的集团拟以发行 A 股方式, 换股吸收合并小天鹅, 预计美的集团发行股份数量约为 3.42 亿股。美的集团向小天鹅除美的集团及 TITONI 外的所有换股股东发行股票, 交换该等股东所持有的小天鹅 A 股股票及小天鹅 B 股股票。美的集团及 TITONI 所持有的小天鹅 A 股及 B 股股票不参与换股, 该等股票将在本次换股吸收合并后予以注销。

鼓励小天鹅股东换股, 分享公司成长红利

公司鼓励小天鹅股东积极参与换股, 鼓励享受本次合并后美的集团未来业务发展、业绩增长所带来的分红收益及股价增值收益。因此, 本次小天鹅异议股东现金选择权价格低于小天鹅的换股价格, 小天鹅 A 股的换股价格为 50.91 元/股, 异议股东现金选择权价格为 41.85 元/股, 小天鹅 B 股的换股价格为 42.07 元/股, 异议股东现金选择权价格为 28.29 元/股。同时, 美的集团异议股东收购请求权价格为 36.27 元/股。

现金选择权占比较低, 公司现金支出压力较小

公司预计最多需要支付现金选择权金额合计为 3.11 亿元人民币。根据美的集团本次合并方案, 小天鹅异议股东若要行使现金选择权, 需在股东大会上就关于本次合并方案的相关议案表决时均投出有效反对票。其中, 小天鹅 A 股及 B 股股东均投反对票所持股数合计为 308.24 万股, 美的集团股东均投反对票所持股数合计为 589.78 万股, 根据对应现金选择权价格以及异议股东收购请求权价格, 对应的支付现金对价约为 3.11 亿元人民币。

协同增效看好长期趋势, 维持买入评级

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 204.39、230.01、269.86 亿元 (暂未考虑小天鹅合并之后影响), 对应 EPS 为 3.10、3.49、4.10 元。截止 2019 年 2 月 21 日, 参考家电行业 2019 年 PE 为 11.83x, 公司有望整合小天鹅在洗衣机行业资源, 提升公司在品牌、规模议价、用户需求及研发投入上的竞争壁垒, 增强内部协同效应, 巩固产业一体化竞争优势, 我们看好公司长期发展趋势以及带来的股东利益提升。认可给予公司 2019 年 14-16x PE, 对应目标价格 48.86~55.84 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 家电竞争加剧; 海外需求波动; 原材料等价格不利波动。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,588
流通 A 股 (百万股)	6,442
52 周内股价区间 (元)	36.20-61.41
总市值 (百万元)	302,117
总资产 (百万元)	256,651
每股净资产 (元)	12.58

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	159,842	241,919	268,530	300,485	340,149
+/-%	14.71	51.35	11.00	11.90	13.20
归属母公司净利润 (百万元)	14,684	17,284	20,439	23,001	26,986
+/-%	15.56	17.70	18.26	12.53	17.33
EPS (元, 最新摊薄)	2.23	2.62	3.10	3.49	4.10
PE (倍)	20.57	17.48	14.78	13.14	11.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

根据深交所 2019 年 2 月 20 日数据，深市上市个股中，外资持股(QFII/RQFII/北向)最高的股票是美的集团 (27.0%) 和大族激光(26.76%)。上一次外资持股超过 26%是在 2015 年 5 月，根据深交所数据，当时外资持股(QFII/RQFII/北向)最高的股票是格力电器 (2015 年 5 月 20 日，持股比例达到 26.0%)。

公司作为家电板块龙头，收入及净利润增速预期稳健，且有较稳定现金流，持续吸引海外资金。目前时点，市场风险偏好依然较低、市场大概率震荡分化的背景下，我们认为以美的集团为代表的消费板块龙头个股具备较高业绩稳定性、较高分红率，且估值相对优势逐步凸显、防御性价值领先。

但也需要关注外资持股的未来变化。根据目前港交所、上交所与深交所的规定(《香港联交所上市规则第 14A 章》、《上海证券交易所合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则》、《深圳证券交易所合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则》)，当外资持股比例达到 28%，港交所将暂停陆股通交易买盘。且根据规定，所有境外投资者(含 QFII/RQFII/北向)对单个上市公司 A 股的持股比例总和，不超过该上市公司股份总数的 30%。

图表1： 换股方案概要

交易要素	美的集团		小天鹅	
	A 股 (元/股)	A 股 (元/股)	B 股 (元/股)	B 股 (元/股)
停牌前 20 个交易日均价	42.04	46.28	37.24	
溢价情况		50.91 (溢价 10%)	42.07 (溢价 30%)	
换股比例		01:01.2	01:01.0	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2： 对比行业基准 Wind 一致预期

	ROE			净利润增速		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
美的集团	23.55	22.53	22.09	18.64%	13.10%	14.99%
申万家电行业	18.71	20.31	20.26	15.11%	7.24%	13.30%

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2019/2/21

资料来源：wind、华泰证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 204.39、230.01、269.86 亿元(暂未考虑小天鹅合并之后影响)，对应 EPS 为 3.10、3.49、4.10 元。截止 2019 年 2 月 21 日，参考家电行业 2019 年 PE 为 11.83x，对比行业基准，公司在 ROE 及净利润增速上均有一定优势，同时考虑到公司具有机器人、白电小家电龙头的复合属性，具备产业上下游一体化能力，抵御行业波动防御性领先，有望继续分享估值修复过程。

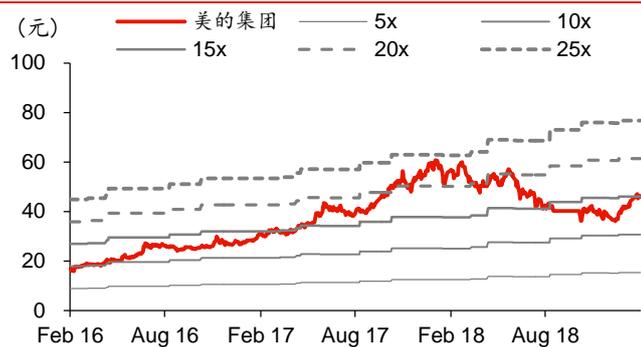
同时，公司有望整合小天鹅在洗衣机行业资源，提升公司在品牌、规模议价、用户需求及研发投入上的竞争壁垒，增强内部协同效应，巩固产业一体化竞争优势，我们看好公司长期发展趋势以及带来的股东利益提升。认可给予公司 2019 年 14-16x PE，对应目标价格 48.86~55.84 元，维持“买入”评级。

风险提示

- (1) 家电竞争加剧。如果家电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。
- (2) 海外需求波动。由于公司持续推进全球化布局，汇率的不利波动和海外需求的波动有可能会对公司的净利润增长造成影响。
- (3) 原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

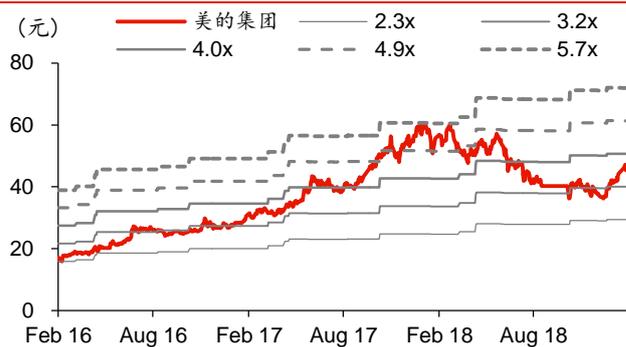
PE/PB - Bands

图表3: 美的集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 美的集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	120,621	169,811	192,603	216,345	239,957
现金	27,169	48,274	72,925	84,076	98,693
应收账款	13,455	17,529	20,717	23,459	25,834
其他应收账款	1,140	2,658	2,323	2,677	3,233
预付账款	1,587	1,672	2,127	2,497	2,616
存货	15,627	29,444	29,146	34,469	38,100
其他流动资产	61,643	70,234	65,364	69,167	71,481
非流动资产	49,979	78,296	68,003	77,645	86,520
长期投资	2,212	2,634	2,578	2,474	2,562
固定投资	21,057	22,601	23,351	23,753	24,332
无形资产	6,869	15,167	19,073	24,298	30,112
其他非流动资产	19,842	37,895	23,002	27,120	29,514
资产总计	170,601	248,107	260,606	293,990	326,477
流动负债	89,184	119,092	122,833	136,950	148,255
短期借款	3,024	2,584	3,176	2,928	2,896
应付账款	25,357	35,145	38,084	44,876	49,297
其他流动负债	60,803	81,363	81,573	89,145	96,062
非流动负债	12,440	46,090	41,088	43,617	43,778
长期借款	2,254	32,986	33,086	33,186	33,266
其他非流动负债	10,186	13,104	8,002	10,430	10,512
负债合计	101,624	165,182	163,921	180,567	192,034
少数股东权益	7,850	9,188	10,988	12,481	14,270
股本	6,459	6,561	6,588	6,588	6,588
资本公积	13,597	15,912	15,912	15,912	15,912
留存公积	40,910	51,509	64,198	79,293	98,373
归属母公司股东权益	61,127	73,737	85,697	100,942	120,173
负债和股东权益	170,601	248,107	260,606	293,990	326,477

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	26,695	24,443	19,528	26,378	30,140
净利润	15,862	18,611	22,239	24,494	28,776
折旧摊销	0.00	0.00	1,179	1,269	1,359
财务费用	(1,006)	815.95	(2,601)	596.38	62.55
投资损失	(1,286)	(1,830)	(1,660)	(2,500)	(3,230)
营运资金变动	9,090	2,815	4,200	1,825	2,284
其他经营现金	4,036	4,030	(3,828)	693.74	888.78
投资活动现金	(19,781)	(34,740)	10,817	(7,657)	(7,385)
资本支出	2,323	3,218	2,000	1,600	2,000
长期投资	16,976	9,840	1,492	12.04	(505.46)
其他投资现金	(482.15)	(21,681)	14,309	(6,045)	(5,890)
筹资活动现金	159.91	19,652	(5,695)	(7,569)	(8,138)
短期借款	(896.51)	(440.32)	592.39	(248.15)	(32.03)
长期借款	2,164	30,732	100.00	100.00	80.00
普通股增加	2,192	102.29	27.00	0.00	0.00
资本公积增加	(914.62)	2,315	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,385)	(13,057)	(6,414)	(7,421)	(8,186)
现金净增加额	7,326	9,318	24,650	11,151	14,618

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	159,842	241,919	268,530	300,485	340,149
营业成本	115,615	180,461	195,624	221,157	249,669
营业税金及附加	1,077	1,416	1,887	2,050	2,150
营业费用	17,678	26,739	31,633	33,354	37,757
管理费用	9,621	14,780	16,112	18,149	20,545
财务费用	(1,006)	815.95	(2,601)	596.38	62.55
资产减值损失	380.81	269.11	218.23	303.85	276.92
公允价值变动收益	117.38	(25.05)	(1,000)	150.00	150.00
投资净收益	1,286	1,830	1,660	2,500	3,230
营业利润	17,324	21,628	26,317	27,525	33,069
营业外收入	1,758	467.20	600.00	1,980	1,510
营业外支出	167.72	240.28	442.07	340.91	200.00
利润总额	18,915	21,855	26,475	29,164	34,379
所得税	3,053	3,244	4,236	4,670	5,603
净利润	15,862	18,611	22,239	24,494	28,776
少数股东损益	1,178	1,328	1,800	1,493	1,790
归属母公司净利润	14,684	17,284	20,439	23,001	26,986
EBITDA	16,318	22,444	24,895	29,390	34,490
EPS (元, 基本)	2.27	2.63	3.10	3.49	4.10

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.71	51.35	11.00	11.90	13.20
营业利润	16.14	24.84	21.68	4.59	20.14
归属母公司净利润	15.56	17.70	18.26	12.53	17.33
获利能力 (%)					
毛利率	27.67	25.40	27.15	26.40	26.60
净利率	9.19	7.14	7.61	7.65	7.93
ROE	24.02	23.44	23.85	22.79	22.46
ROIC	32.30	25.69	34.69	36.59	38.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.57	66.58	62.90	61.42	58.82
净负债比率 (%)	5.35	21.62	22.18	20.07	18.89
流动比率	1.35	1.43	1.57	1.58	1.62
速动比率	1.18	1.18	1.33	1.33	1.36
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.16	1.06	1.08	1.10
应收账款周转率	12.70	15.25	13.76	13.16	13.45
应付账款周转率	5.40	5.97	5.34	5.33	5.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.23	2.62	3.10	3.49	4.10
每股经营现金流(最新摊薄)	4.05	3.71	2.96	4.00	4.58
每股净资产(最新摊薄)	9.28	11.19	13.01	15.32	18.24
估值比率					
PE (倍)	20.57	17.48	14.78	13.14	11.20
PB (倍)	4.94	4.10	3.53	2.99	2.51
EV_EBITDA (倍)	18.22	13.25	11.95	10.12	8.62

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com