

## 中国 持有

市场共识评级\*: 买入 26 持有 1 沽出 1

前收盘价:	Rmb47.6
目标价:	Rmb46.0
此前目标价:	Rmb42.0
上升/下跌空间:	-3.3%
CGS-CIMB / 市场共识:	n/a
路透股票代号:	000333 CH
彭博股票代号:	US\$46,679m
市值:	Rmb313,367m
平均每日成交额:	US\$173.5m
目前发行在外股数	Rmb1,196m
自由流通量	6,605m
*来源: 彭博	41.0%



# 美的集团

## 2019年前景具挑战; 下调评级至「持有」

- 美的集团股价的近期涨幅来源于境外买入，消费刺激政策，以及其股份回购计划。我们认为最近的股价上涨提供了获利机会，我们对美的集团的评级下调至「持有」。
- 平淡的1月空调销售数据支持我们对美的集团2019营收的谨慎预期。
- 目前空调行业的高库存仍是2019年令人担心的重要因素之一。
- 消费刺激政策有望拉动家电消费7000亿元，但具体政策细节仍有待观察。
- 我们对美的集团的估值为13倍2020年市盈率，并根据我们的基本假设将目标价从人民币42元提升至人民币46元。

### 外资买盘和政策预期推动股价上涨

在我们于美的公布2018年三季报后曾下调目标价，其后市场共识每股盈利预测持续下调。然而，美的股价已经反弹，年初至今上涨约31%。我们认为这轮反弹是由于新兴市场资金流入、消费刺激政策，以及美的早前公布回购计划所致。我们认为，由2018年三季度至今，公司的基本面变化不大。国内对外资买盘实施的限制以及近期价格的反弹，为投资者带来了出售获利的机会。

### 1月家电销售的回升幅度有限

继美的三季度录得疲弱业绩后，CMM数据显示2018年四季度和2019年1月/2月的家电销售未有明显复苏。由于高基数效应和渠道库存偏高，我们预计2019年业绩偏弱，尤其是空调。与去年相比，我们对洗衣机、小家电和冰箱的预期表现更为乐观。

### 关注空调渠道库存

空调占美的销售额约40%。虽然美的空调库存保持健康水平，但行业的总体渠道库存或将升至上一次行业下行前（2014年）的水平。考虑到空调渠道库存偏高、美的2018年三季度的平均售价增长乏力，以及2019年上半年的高基数，我们预计公司2019年前景将较弱。

### 政府政策或在2019-21年间刺激家电需求增加7,000亿元人民币

根据国家发改委副主席宁吉喆的发言，政府或会推出一项新政策推动中国的家电消费。根据媒体报道，发改委或估计该消费刺激政策将在2019-2021年拉动家电需求人民币约7,000亿元。我们进行了情景分析，该政策将从2019年下半年开始使美的每年收入增加人民币约200亿元。

### 目标价调整至人民币46元；降级至「持有」

我们将预测推移至2020年，并调整了美的股本预测以计及收购小天鹅和回购计划的因素。基于这些变化，我们的目标价从人民币42元上调至人民币46元。我们的估值方法保持不变，预测市盈率为13倍。在短期内，外资投资上限的问题或导致市场暂停重估美的。假若新消费政策于全国推出并导致2019-2021年家电销售额增加人民币约7,000亿元，我们认为美的每股价值可能达到人民币50元，较当前水平高出约5%。我们的政策刺激情景分析是基于13倍2020年市盈率的估值。考虑到长远的产品升级进程和国际业务的发展，我们继续看好美的，但我们相信近日大盘上涨并没反映基本面放缓的情况。

主要财务指标	Dec-17A	Dec-18F	Dec-19F	Dec-20F
收入(百万人民币)	241,919	263,065	266,368	280,540
经营EBITDA(百万人民币)	25,219	29,417	29,592	31,968
净利润(百万人民币)	17,594	21,294	22,221	24,344
每股核心盈利(人民币)	2.65	3.22	3.36	3.68
每股核心盈利增长	26.7%	21.3%	4.4%	9.6%
全面摊薄市盈率(倍)	17.79	14.79	14.17	12.92
每股派息(人民币)	1.20	1.46	1.49	1.60
股息率	2.52%	3.06%	3.12%	3.36%
EV/EBITDA(倍)	12.53	10.52	10.27	9.24
股价/股权自由现金流(倍)	5.97	19.65	19.85	16.35
净负债权益比	(6.2%)	(13.4%)	(17.4%)	(22.5%)
市净率(倍)	4.23	3.58	3.13	2.73
股本回报率	25.8%	26.2%	23.6%	22.6%

来源：中国银河国际证券研究部，公司，彭博

### 分析员

#### Jeffrey Dorr

 T (852) 3698 6323  
 E jeffreydorr@chinastock.com.hk

#### 张岸, CPA

 T (852) 3698 6293  
 E zhangan@chinastock.com.hk

#### 张富绅

 T (852) 3698 6275  
 E johnsoncheung@chinastock.com.hk