

## 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
路透股票代码:	
彭博股票代码:	000333 CH
市值:	US\$46,679m
	Rmb313,367m
平均每日成交额:	US\$173.5m
	Rmb1,196m
目前发行在外股数	6,605m
自由流通量	41.0%
*来源: 彭博	



Source: Bloomberg

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	7.5	23.6	-15.5
相对表现 (%)	-11.1	4.4	-10.4

主要股东	% held
Midea Holding Co., Ltd.	33.3
HKEX (Northbound Connect)	16.0

### 分析员

#### Jeffrey Dorr

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

#### 张岸, CPA

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

#### 张富绅

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

## 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

根据国家发改委会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