

美的集团 (000333 CH)

多元化产品组合和高效的员工激励措施

概要。美的拥有出色和多样化的产品组合，而且在小家电中具有相当的地位和优势。受惠于其高效和进取的激励措施，在创新产品和生产能力上都有压倒性的优势，我们给予首次买入的评级，目标价为人民币 62.65 元，基于 18 倍的 19 财年的市盈率或 1.1 倍 PEG，有 21% 的上升空间。它目前的估值为 15 倍财年的市盈率。

- **拥有出色和多元化的产品组合，小家电的显著的地位和优势。**我们认为美的的产品组合在众多竞争对手中为最佳，这是因为：1) 其产品多样性（与格力相比），这将有效减少某类产品的潜在价格战爆发和的需求急剧下降的负面影响，以及 2) 在小家电的领先优势（与海尔青岛相比），这可能为公司长远的增长带来强劲的动力，因为这一类产品在中国没有广泛的渗透。
- **充足的发展空间，因为它在空调和洗衣机仍然只是排名第二。而在冰箱只是排名第三。**尽管美的已经是中国最大的家电企业，但在许多家电类别（例如空调，洗衣机，冰箱，热水器等）中仍然只是排名第二或第三。这实际上意味着增长空间十分巨大。而且，美的的确拥有的远超行业的业绩增长记录，例如冰箱在 2018 年是排名第三，市场份额为 11%，但在 2013 年的排名只是第 6，市场份额只有 7%。公司的空调产品在 19 年 1 季度取得了令人瞩目的增长，受惠于强大的新产品系列的推出，而同期行业的销售却下降了约 5%。
- **高效的激励计划，以确保增长质量。**公司的股票期权和各种股票激励措施已分发给超过 1,500 名美的高层管理人员，并制定了适当的财务目标。我们相信这可以释放他们的原动力并保证任务的执行质量。
- **房地产市场的疲软很可能持续，但竣工率的反弹对家电需求应该有所帮助。**我们认为建筑面积的竣工的增长将与销售面积的增长分离，并导致 19 财年/20 财年的家电销量增长为 0%/5%。
- **给予首次买入评级，目标价为 62.65 港元（上升空间为 21%）。**目标价是基于 18 倍的 19 财年预测市盈率，比国际同业平均有约 3% 的折让或比国内同业平均有约 18% 的溢价。与国内同业平均的 1.3 倍 PEG 相比，我们的目标价只为 1.1 倍。我们认为这样的溢价是合理的，是由于 1) 行业领先的市场份额和品牌价值，以及 2) 持续地快于行业的增长和 3) 小家电的销售占比比其他龙头更高，该股目前的估值为 15 倍 19 财年的预测市盈率，股息率为 3%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	240,712	259,665	279,242	310,245	344,837
同比增长(%)	51.3	7.9	7.5	11.1	11.2
净收入(百万元人民币)	17,284	20,231	23,286	27,106	31,708
每股盈利(元人民币)	2.632	3.051	3.481	4.015	4.651
每股盈利变动(%)	15.5	15.9	14.1	15.4	15.8
市盈率(倍)	19.7	17.0	14.9	12.9	11.1
市帐率(倍)	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3
股息率(%)	2.3	2.5	2.7	3.1	3.6
权益收益率(%)	22.8	23.1	23.2	23.0	22.9
不良贷款率(%)	21.6	26.8	11.5	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（首次覆盖）

目标价	RMB62.65
潜在升幅	+21.0%
当前股价	RMB51.77

中国家电行业

胡永匡

(852) 3761 8776
 walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	315,837
3 月平均流通量(百万人民币)	1404.81
52 周内股价高/低(人民币)	56.35/34.10
总股本(百万)	6,932.3

资料来源：彭博

股东结构

美的控股	31.91%
通过深/沪港通的持股	16.23%
中国证券金融公司	2.86%
方洪波先生	1.98%
员工激励计划	1.18%
自由流通	45.84%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.1%	-0.8%
3-月	8.8%	9.2%
6-月	40.7%	25.2%
12-月	2.6%	1.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

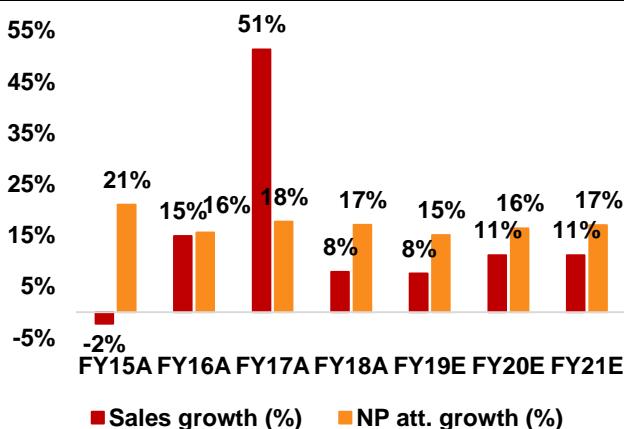
审计师：毕马威

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

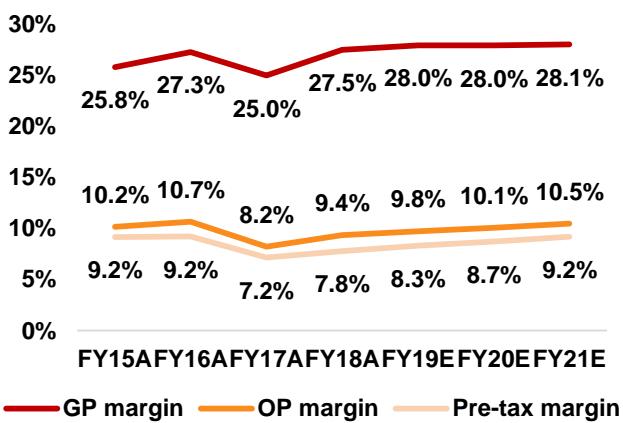
重要图表

图 1:美的集团销售额/净利润增长



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 2: 毛利率/经营利润率/净利润率



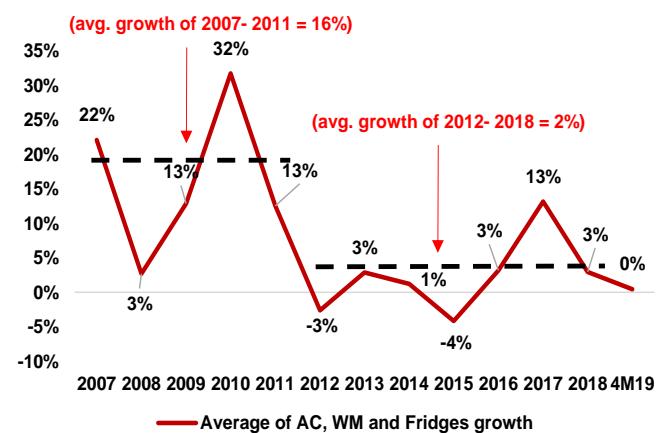
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 3: 我们预计建筑面積竣工率将反弹



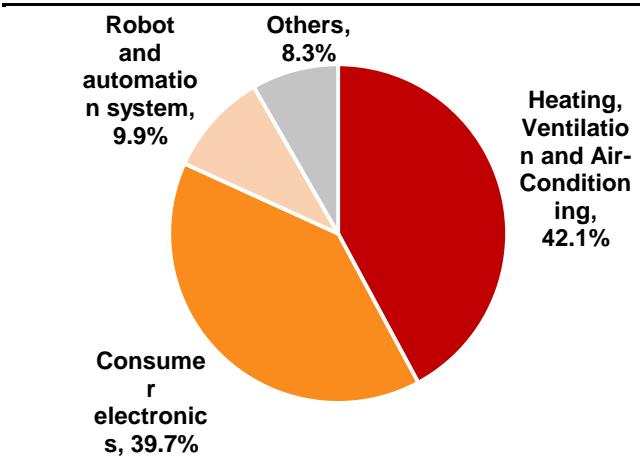
资料来源：国家统计局及招银国际证券预测

图 4: 家電補貼會對需求產生巨大影響



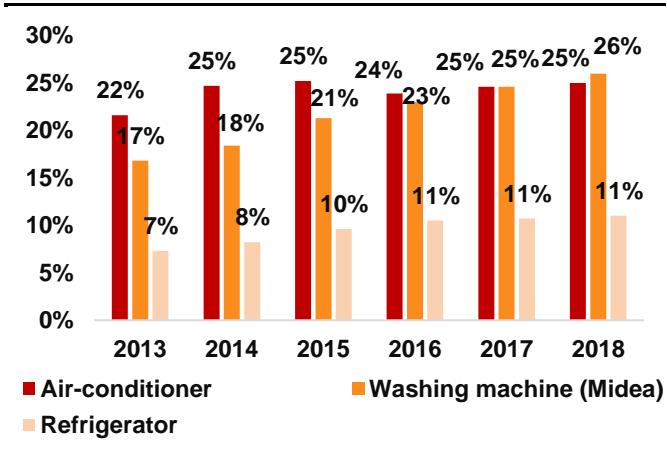
资料来源：产业在线及招银国际证券预测

图 5: 相当多元化的销售组合



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 6: 市场份额一直攀升说明了美的集团的精益求精



资料来源：公司及招银国际证券预测

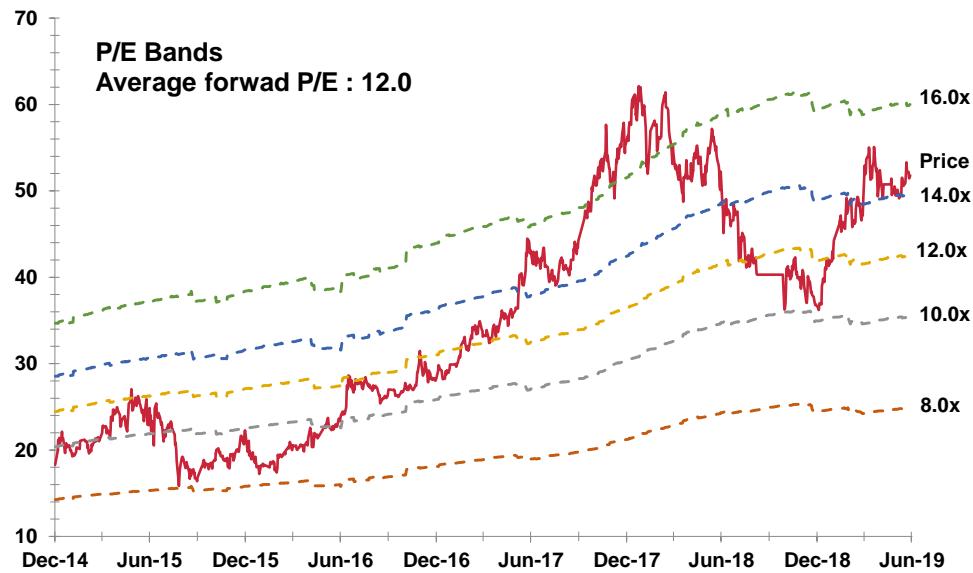
估值

图 9: 同业估值对比

Company	Ticker	Rating	12m TP	Price	Up/ Down- side	Mkt. Cap	Year	P/E (x)		P/B (x)		ROE	3yrs	Yield	
			(LC)	(LC)		(USDmn)	End	FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	(%)	PEG (x)	(%)
A+H shares Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances															
Midea Group	000333 CH	BUY	62.65	51.77	21%	52,226	Dec-18	14.9	12.9	3.2	2.7	23.2	1.0	2.7	
Gree Electronics	000651 CH	NR	n/a	54.99	n/a	48,140	Dec-18	11.9	10.7	3.1	2.7	32.0	1.5	4.1	
Haier Smart Home	600690 CH	NR	n/a	17.32	n/a	15,671	Dec-18	13.0	11.5	2.4	2.0	20.3	1.3	2.3	
Haier Electronics	1169 HK	NR	n/a	21.50	n/a	7,718	Dec-18	12.1	11.3	1.8	1.6	17.0	1.3	2.1	
Hisense JA	921 HK	NR	n/a	9.58	n/a	2,194	Dec-18	6.9	5.9	1.4	1.2	20.8	0.5	4.2	
Hisense HA	000921 CH	NR	n/a	12.40	n/a	2,193	Dec-18	10.5	9.2	2.0	1.7	20.8	0.9	3.4	
Whirlpool China	600983 CH	NR	n/a	6.27	n/a	699	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	4.7	n/a	n/a	
Zhejiang Aishida	002403 CH	NR	n/a	8.50	n/a	433	Dec-18	17.3	15.2	1.2	1.1	6.9	1.1	2.4	
Joyoung	002242 CH	NR	n/a	21.28	n/a	2,376	Dec-18	19.4	16.8	4.0	3.7	19.9	1.8	3.8	
Hangzhou Robam	002508 CH	NR	n/a	27.13	n/a	3,747	Dec-18	15.8	14.0	3.6	3.1	25.0	1.6	3.2	
Zhejiang Supor	002032 CH	NR	n/a	75.99	n/a	9,082	Dec-18	31.6	26.8	8.6	7.2	28.8	2.0	1.6	
Vatti Corporation	002035 CH	NR	n/a	11.93	n/a	1,531	Dec-18	13.4	11.4	3.3	2.7	28.0	1.0	2.7	
Xinbao Electrica	002705 CH	NR	n/a	11.46	n/a	1,337	Dec-18	15.6	13.4	2.1	1.9	14.2	1.1	3.4	
										Avg.	15.2	13.3	3.0	2.7	20.1
										Med.	14.1	12.2	2.7	2.4	20.8
													1.2	3.0	
International Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances															
Whirlpool Corp	WHR US	NR	n/a	142	n/a	9,021	Dec-18	9.7	8.7	3.0	2.5	5.5	(0.0)	3.3	
Ingersoll-Rand Plc	IR US	NR	n/a	124	n/a	30,011	Dec-18	19.5	17.5	4.1	3.8	20.3	1.5	1.7	
Smith (A.O.) Corp	AOS US	NR	n/a	46	n/a	7,710	Dec-18	17.1	15.7	4.2	3.7	25.1	2.4	2.0	
Helen Of Troy	HELE US	NR	n/a	132	n/a	3,297	Feb-19	15.7	14.7	2.8	2.4	16.8	n/a	n/a	
Cree Inc	CREE US	NR	n/a	59	n/a	6,182	Jun-18	83.1	65.7	2.9	2.9	(13.3)	(0.5)	n/a	
Irobot Corp	IRBT US	NR	n/a	91	n/a	2,542	Dec-18	20.6	18.7	4.0	3.4	17.0	n/a	0.0	
Electrolux Ab	ELUXB SS	NR	n/a	239	n/a	7,952	Dec-18	14.3	12.0	2.9	2.6	15.0	0.9	3.7	
Seb Sa	SK FP	NR	n/a	157	n/a	8,973	Dec-18	17.1	15.4	3.2	2.8	21.6	2.2	1.5	
Koninklijke Philips	PHIA NA	NR	n/a	38	n/a	39,140	Dec-18	20.7	17.8	2.8	2.6	9.1	0.8	2.3	
Daikin Industries	6367 JP	NR	n/a	14415	n/a	39,248	Mar-19	20.8	18.9	2.7	2.4	13.9	2.1	1.1	
Panasonic Corp	6752 JP	NR	n/a	898	n/a	20,450	Mar-19	9.9	9.5	1.0	1.0	15.7	(2.2)	3.5	
Sony Corp	6758 JP	NR	n/a	5662	n/a	66,867	Mar-19	13.4	12.0	1.7	1.5	27.3	(1.3)	0.7	
Hitachi	6501 JP	NR	n/a	3959	n/a	35,571	Mar-19	8.8	7.9	1.0	0.9	6.8	0.3	2.6	
Sharp Corp	6753 JP	NR	n/a	1176	n/a	5,816	Mar-19	10.1	9.8	1.6	1.4	35.3	3.1	1.1	
Fujitsu General	6755 JP	NR	n/a	1687	n/a	1,712	Mar-19	15.2	13.5	1.5	1.3	8.3	0.7	1.6	
Lg Electronics	066570 KS	NR	n/a	79700	n/a	11,287	Dec-18	9.3	7.4	0.9	0.8	6.9	0.5	1.0	
Samsung Elect.	005930 KS	NR	n/a	46500	n/a	240,224	Dec-18	14.1	11.0	1.2	1.2	14.3	(1.7)	3.2	
Woongjin Coway	021240 KS	NR	n/a	83900	n/a	5,358	Dec-18	15.7	14.3	5.0	4.4	34.8	2.1	4.4	
										Avg.	18.6	16.1	2.6	2.3	15.6
										Med.	15.4	13.9	2.8	2.5	15.3
													0.8	1.9	

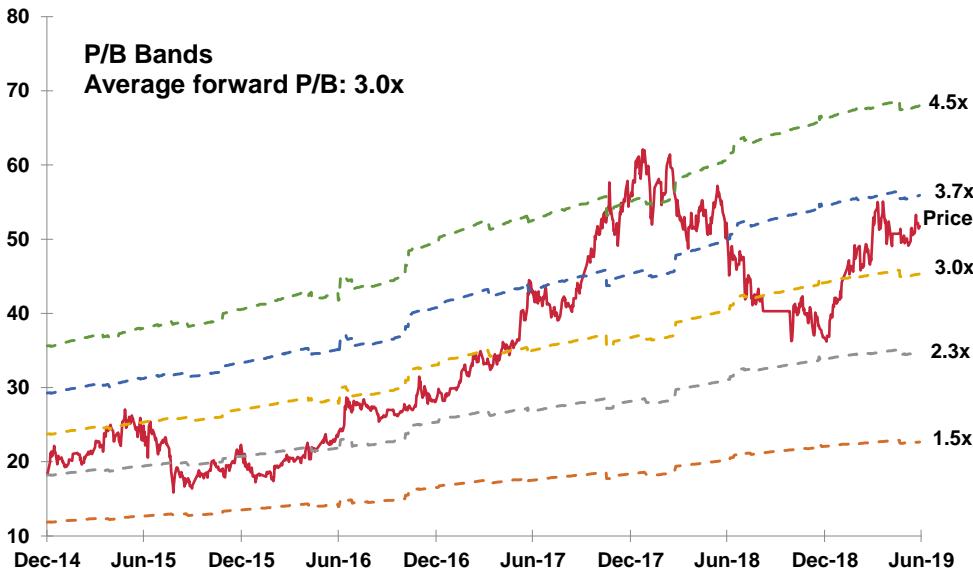
资料来源：彭博及招银国际证券预测

图 10：12 个月预测市盈率区间



资料来源：彭博及招银国际证券预测

图 11：12 个月预测市账率区间



资料来源：彭博及招银国际证券预测

財務分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	240,712	259,665	279,242	310,245	344,837
暖通空调	95,352	109,395	115,958	126,395	137,770
消费电器	98,748	102,993	113,292	129,153	147,234
机器人及自动化系统	27,037	25,678	26,448	28,564	30,564
其他	19,575	21,599	23,543	26,133	29,269
销售成本	(180,461)	(188,165)	(201,110)	(223,469)	(248,051)
毛利	60,252	71,500	78,132	86,776	96,787
其它收入	1,075	1,870	1,672	1,237	1,376
营运支出	(41,519)	(49,035)	(52,572)	(56,759)	(61,955)
折旧和摊销	(4,374)	(378)	(2,522)	(2,557)	(2,645)
员工成本	(13,903)	(15,276)	(17,315)	(18,608)	(20,447)
销售及分销成本(不包括员 管理费用(不包括员工成本,	(17,601)	(21,826)	(23,136)	(25,127)	(27,288)
其它运营费用	(5,638)	(11,553)	(9,595)	(10,463)	(11,571)
息税前收益	19,807	24,336	27,232	31,255	36,207
融资成本净额	(816)	1,823	1,362	1,164	995
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	2,863.32	(385.92)	279.24	930.73	1,724.19
税前利润	21,855	25,773	28,874	33,349	38,927
所得税	(3,244)	(4,123)	(4,331)	(5,002)	(5,839)
减: 非控制股东权益	1,328	1,420	1,257	1,241	1,379
净利润	17,284	20,231	23,286	27,106	31,708

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	19,807	24,336	27,232	31,255	36,207
折旧和摊销	6,275	2,346	4,689	4,774	4,987
营运资金变动	2,815	1,282	2,837	294	263
已缴纳所得税	(11,139)	(13,739)	(4,331)	(5,002)	(5,839)
其它	6,684	13,637	2,249	2,865	3,419
经营活动所得现金流	24,443	27,861	32,676	34,186	39,037
资本开支	(3,218)	(5,612)	(6,143)	(6,825)	(7,586)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	2,728	2,098	-	-	-
其它	(34,249)	(15,128)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
投资活动所得现金净额	(34,740)	(18,642)	(11,143)	(11,825)	(12,586)
股份发行	-	-	-	-	-
净借货	26,096	(854)	(1,000)	(3,000)	(4,000)
支付股息	(7,908)	(9,303)	(8,562)	(9,261)	(10,790)
其它	1,464	(3,230)	(607)	(770)	(700)
融资活动所得现金净额	19,652	(13,387)	(10,169)	(13,030)	(15,490)
现金增加净额	9,355	(4,168)	11,364	9,330	10,961
年初现金及现金等价物	17,196	22,221	15,981	27,344	36,674
汇兑	(4,329)	(2,072)	-	-	-
年末现金及现金等价物	22,221	15,981	27,344	36,674	47,635

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	78,296	81,012	87,466	94,517	102,117
固定资产	25,655	25,542	27,982	31,020	34,605
无形资产和商誉	44,071	45,287	44,301	43,315	42,329
预付租金	5,245	5,648	10,648	15,648	20,648
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	3,325	4,535	4,535	4,535	4,535
流动资产	169,811	182,689	197,360	214,146	233,371
现金及现金等价物	22,575	16,201	27,565	36,895	47,855
存货	29,444	29,645	30,304	33,673	37,378
贸易和其他应收款	28,383	31,946	34,427	38,249	42,514
预付款	1,672	2,216	2,383	2,648	2,943
其它流动资产	87,737	102,681	102,681	102,681	102,681
流动负债	119,092	130,231	135,375	140,125	144,653
银行贷款	2,830	8,137	7,137	4,137	137
应付款	60,353	60,227	66,118	73,469	81,551
应计费用和其他应付款	3,361	3,346	3,598	3,998	4,444
应付税款	3,544	3,875	3,875	3,875	3,875
其它流动负债	49,005	54,646	54,646	54,646	54,646
非流动负债	46,090	41,016	41,016	41,016	41,016
银行贷款	32,986	32,091	32,091	32,091	32,091
递延收入	251	89	89	89	89
递延所得税	3,973	4,422	4,422	4,422	4,422
其它	8,880	4,413	4,413	4,413	4,413
少数股东权益	9,188	9,382	10,639	11,880	13,259
净资产总额	73,737	83,072	97,797	115,642	136,560
股东权益	82,925	92,455	108,436	127,522	149,819

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
暖通空调	39.6	42.1	41.5	40.7	40.0
消费电器	41.0	39.7	40.6	41.6	42.7
机器人及自动化系统	11.2	9.9	9.5	9.2	8.9
其他	8.1	8.3	8.4	8.4	8.5
盈利率比率					
毛利率	25.0	27.5	28.0	28.0	28.1
经营利润率	8.2	9.4	9.8	10.1	10.5
税前利润率	9.1	9.9	10.3	10.7	11.3
净利润率	7.2	7.8	8.3	8.7	9.2
有效税率	14.8	16.0	15.0	15.0	15.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率(x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
现金比率(x)	19	12	20	26	33
平均库存周转天数	60	58	55	55	55
平均应收款周转天数	43	45	45	45	45
平均应付帐款天数	122	117	120	120	120
债务 / 股本比率 (%)	49	44	37	29	22
净负债 / 股东权益比率 (%)	22	27	11	淨现金	淨现金
回报率 (%)					
资本回报率	20.8	21.9	21.5	21.3	21.2
资产回报率	7.0	7.7	8.2	8.8	9.5
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	2.63	3.05	3.48	4.02	4.65
每股股息(人民币)	1.20	1.30	1.39	1.61	1.86
每股账面价值(人民币)	12.59	14.04	16.30	18.98	22.08

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令("金融服务令")第19(5)条之人士及(ii)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。