

# 中国家电业 强者越强

- ▶ 因领导企业仍受益于创新产品需求的增长，市场整合将持续
- ▶ 产品更新换代、消费升级和多重利好因素支持行业稳健前景
- ▶ 首次覆盖美的集团 (000333 CH) 和海尔智家 (600690 CH)，给予优于大市评级

**创新和智能家电产品需求不断增长，利好市场领导者。**我们预计2019-2021年，中国白色家电行业的所有主要类别将以4%的复合年增长率稳步增长，主要得益于温和的销量和平均售价增长。在行业内，我们注意到智能家电产品的迅速普及提供了强劲的增长潜力，我们预计它将成为家电企业的下一个竞争领域。根据Statista数据，到2023年，中国智能家电市场预计将以26%的4年复合增长率增至331.62亿美元。随着消费者偏好的不断变化以及对物联网（IoT）更好的利用，中国智能家电的普及率将由2019年的7.7%上升至2023年的24.8%。我们认为包括美的、海尔和格力（000651 CH，未覆盖）在内的市场领导者将凭借更好的资源和更强大的研发能力从这一趋势中受益。

**主要行业趋势。**本报告中，我们确定了2019-2021年的几个行业主要趋势，包括：（1）在主要白色家电拥有率相对较高的情况下，消费升级和更新换代订单将成为行业主要增长动力；（2）智能家电需求上升为大型企业提供强劲的增长潜力；（3）市场整合将继续，领先企业在强大的研发能力的支持下将继续获得市场份额；（4）国内企业将继续向海外扩张以提升全球整体品牌。此外，全国范围的刺激政策将成为行业的重要利好，成为近期的催化剂。

**我们的选股。**我们首次覆盖美的集团（000333 CH）给予优于大市评级目标价为人民币63.50元。美的集团是我们的行业首选。我们推荐该股因其具有多元化产品组合、稳固的基本面和强大的并购业绩。我们认为其估值溢价的合理性在于其全球市场领导地位、强劲的盈利增长以及良好的公司治理。我们还以优于大市评级首次覆盖海尔智家（600690 CH），目标价为人民币20.30元。我们预计海尔智家将成为中国消费升级故事的主要受益者。同时，其强大的全球业务覆盖也意味着其强大的品牌资产价值。

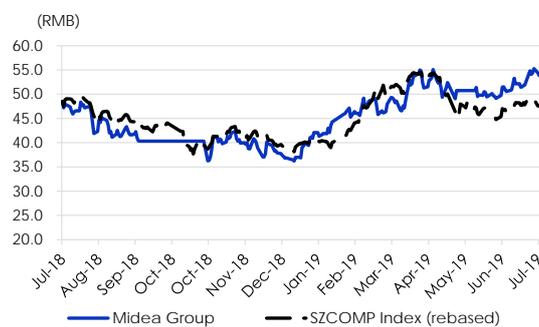
## 建银国际对家电股票评级

公司	股票代码	建银国际 评级	收市价 (人民币)	目标价 (人民币)	潜在 升幅 (%)	CY19F	CY20F
						市盈率 (倍)	市盈率 (倍)
美的集团	000333 CH	优于大市	53.90	63.50	18	15.5	13.6
海尔智家	600690 CH	优于大市	17.31	20.30	17	13.3	11.9

\*2019年7月11日收市价

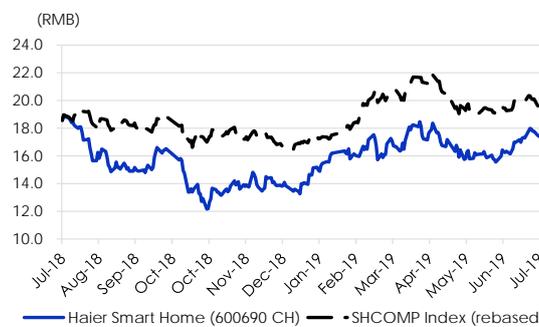
资料来源：彭博，建银国际证券预测

## 美的集团：股价表现



资料来源：彭博

## 海尔智家：股价表现



资料来源：彭博

**朱晓濛**

(852) 3911 8252  
anitachu@ccebintl.com

**陈兆昌, CFA**

(852) 3911 8247  
forrestchan@ccebintl.com

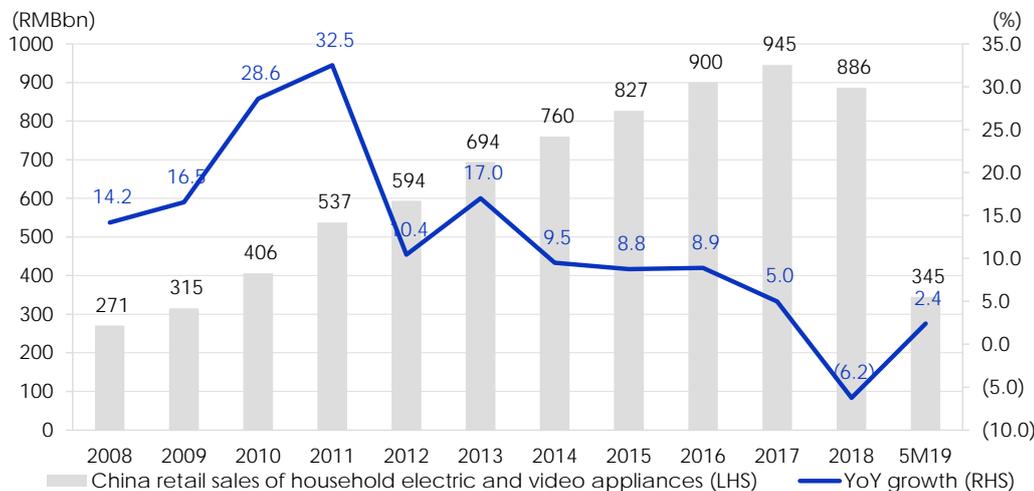
## 目录

消费升级和升级换代订单将成为 2019-2021 年行业主要动力	3
智能家居应用提供长期增长潜力	9
持续的市场整合	13
向海外寻求额外增长	15
潜在刺激政策推动消费升级是短期利好	17
估值和选股	19
海尔智家   600690 CH	21
美的集团   000333 CH	33

## 消费升级和升级换代订单将成为 2019-2021 年行业主要增长动力

我们预计 2019 至 2021 年中国家电行业的增长将稳定保持在 4%。据国家统计局数据，2013-2018 年中国家用电器和视频产品的零售额稳步增长，年复合增长率为 5%。同时，主要家电的拥有率也大幅上升。特别是对空调、洗衣机和冰箱等主要白色家电的拥有率，城市家庭从 2013 年的 102%、89%和 98%分别上升至 2017 年的 129%、96%、98%；农村家庭从 30%、71%和 73%、上升至 53%、86%和 92%。我们将拥有率的快速增长归因于有效的刺激政策、持续的消费升级和不断增长的新屋销售所带来的渗透率的不断提高。展望未来，我们预计主要白色家电销售将继续温和但稳步增长，在温和的销量和平均售价增长的推动下，2019-2021 年的复合年增长率为 4%，大致覆盖所有主要类别。

### 中国家用电器和视频设备零售额



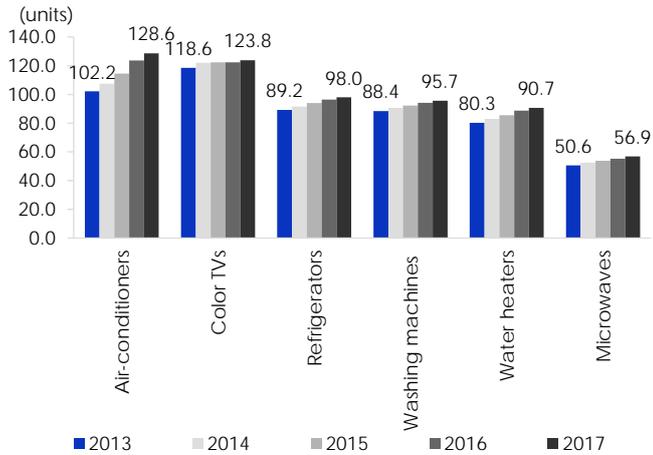
资料来源：国家统计局

### 建银国际对主要白色家电市场增长预测摘要

2019-2021 年年复合增长	销量增长(%)	均价增长(%)	整体增长(%)
空调	3	0	3
冰箱	1	3	4
洗衣机	2	3	5

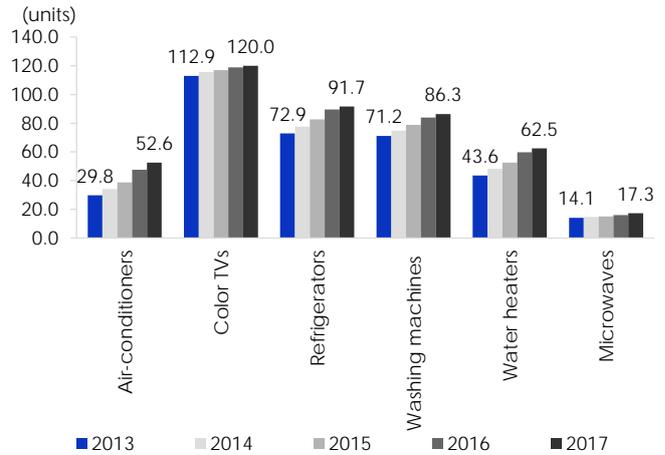
资料来源：建银国际证券预测

### 中国主要白色家电拥有率（城市居民）



资料来源：国家统计局

### 中国主要白色家电拥有率（农村居民）



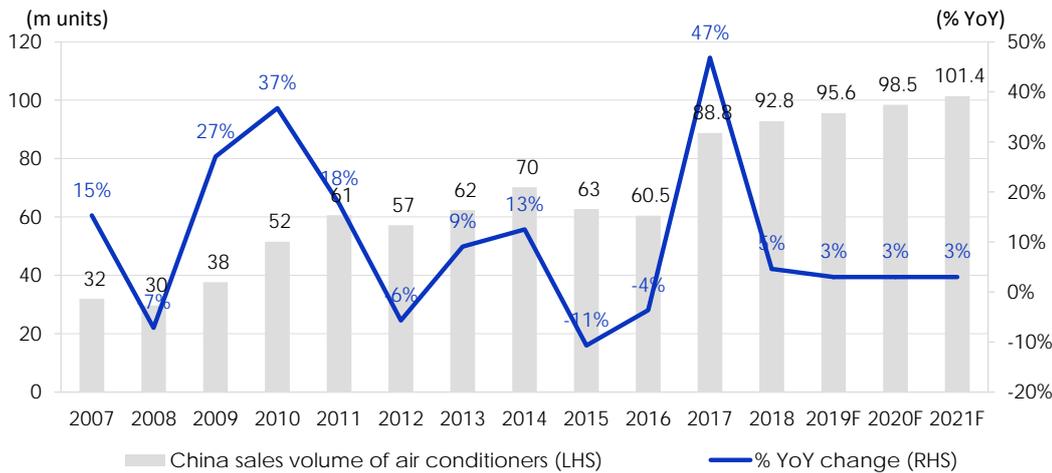
资料来源：国家统计局

### 空调：我们预测 2019-2021 年复合年增长率将达到 3%

我们预计 2019-2021 年空调销售额将在 3%销量增长的推动下，年复合增长 3%，而我们预计平均售价将保持平稳。空调是白色家电行业中最大的部分。据国家统计局的数据，2008-2018 年国内空调销量以 12%的复合年增长率增长至 9,300 万台。强劲的增长主要来自于持续的城市化和拥有率的上升。空调行业的一个独特之处在于，一个家庭可能拥有一台以上的空调。这也反映在其 128%的拥有率上。出于同样的原因，我们预计销量增长将成为该子市场的主要推动力。然而，考虑到空题的大部分新需求将来自于农村地区，并且行业去库存仍在进行中，我们对空调的平均售价预测趋于保守。最近的销售趋势也表明激烈的竞争环境正在压低销售价格。

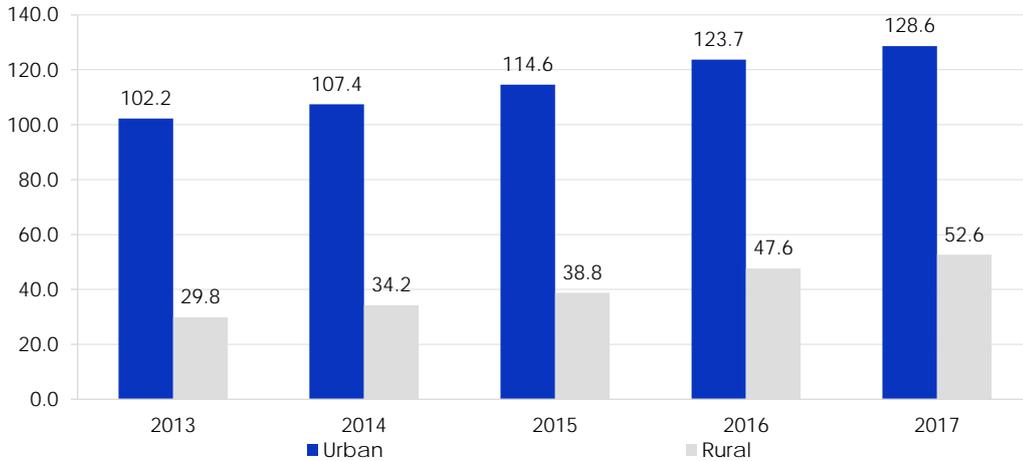
销量增长推动中等销售增长

### 中国国内空调销量和预期增长



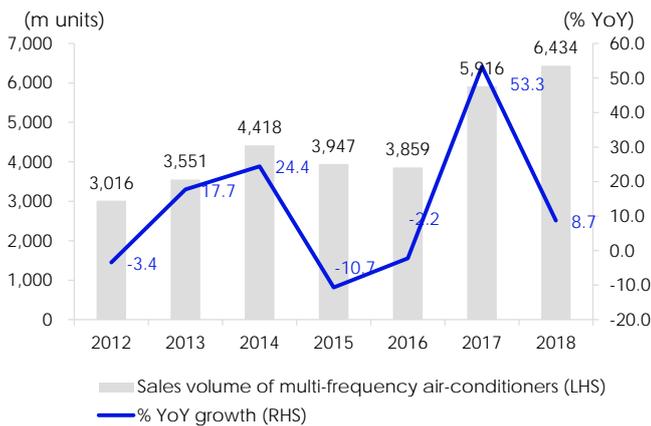
资料来源：万得，建银国际证券预测

### 中国空调拥有量 (城市家庭 vs. 农村家庭)



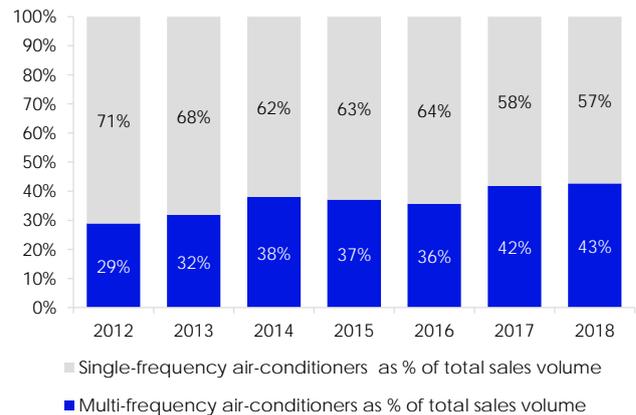
资料来源: 国家统计局, 建银国际证券

### 变频空调在中国的销量和增长



资料来源: 万得, 建银国际证券

### 空调: 分产品类型在中国销量



资料来源: 万得, 建银国际证券

### 冰箱: 我们预测 2019-2021 年复合年增长率将达到 4%

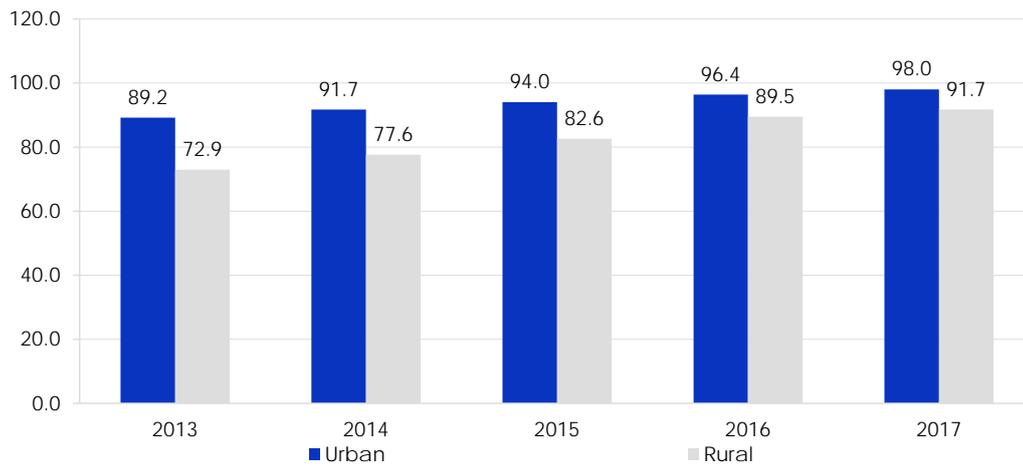
我们预计 2019-2021 年, 冰箱的销售额将在 1%的销量增长和 3%平均售价增长的推动下, 实现 4%的年复合增长率。冰箱是白色家电中的第二大子市场。根据国家统计局数据, 2008 年至 2018 年, 中国冰箱的销量以 5%的复合增长速度达到 4,400 万台。虽然目前冰箱的拥有率相对较高, 但我们预计更换的需求将产生温和的销量增长, 产品升级也会推高整体的平均销售价格。由于耐用品的一般产品生命周期约为 8 至 10 年, 我们预计未来几年更换订单的增加会更加明显。2019 年是国家第一个刺激政策启动以来的第 10 个年头, 我们认为在 2009-2010 年, 在这一刺激政策周期内购买的产品也大概到了要更换的时候。

均价是主要增长动力

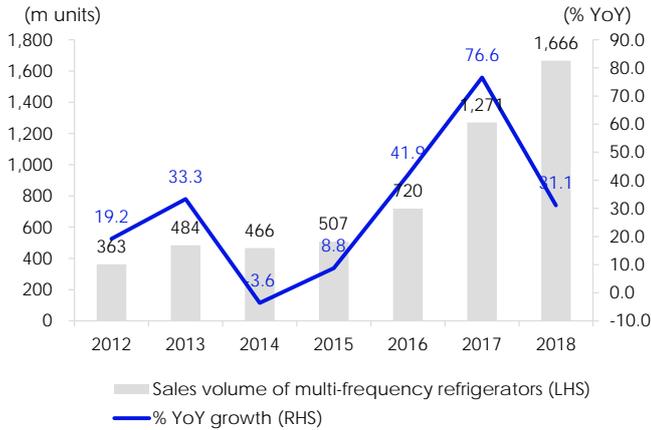
### 中国国内冰箱销量和预期增长



### 中国冰箱拥有量 (城市家庭 vs. 农村家庭)

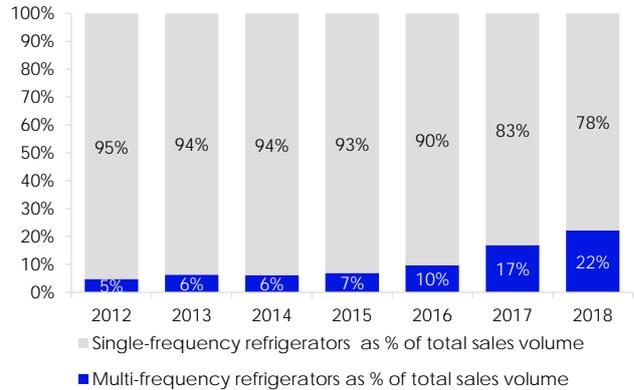


### 中国变频冰箱销量和增长



资料来源: 万得, 建银国际证券

### 冰箱: 按产品种类在中国销量分解



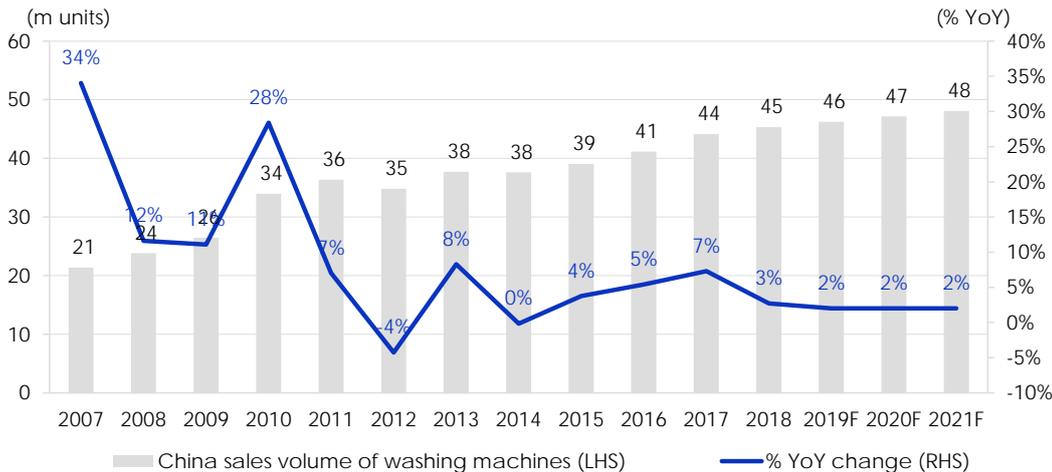
资料来源: 万得, 建银国际证券

### 洗衣机: 我们预测 2019-2021 年年复合年增长率为 5%

由于 2% 的销量增长和 3% 的平均售价增长, 我们预计洗衣机的销售额将在 2019-2021 年以 5% 的复合年增长率增长。据国家统计局统计, 2008 至 2018 年国内洗衣机国内销量年复合增长率为 7%, 达到 4,800 万台。与冰箱相似, 我们预计洗衣机的销售增长将受到更换和产品升级的推动。事实上, 消费者偏好有一个从顶置式洗衣机到前置式洗衣机的重大转变。由于这一变化, 前置式洗衣机占销量的百分比从 2012 年的 16% 增加到 2018 年的 39%, 我们预计这一趋势将持续下去。根据中国市场监测报告, 前置式洗衣机的平均售价约为顶置式产品的 2.4 倍 (每台 4,222 元人民币 vs 每台 1,731 元人民币)。

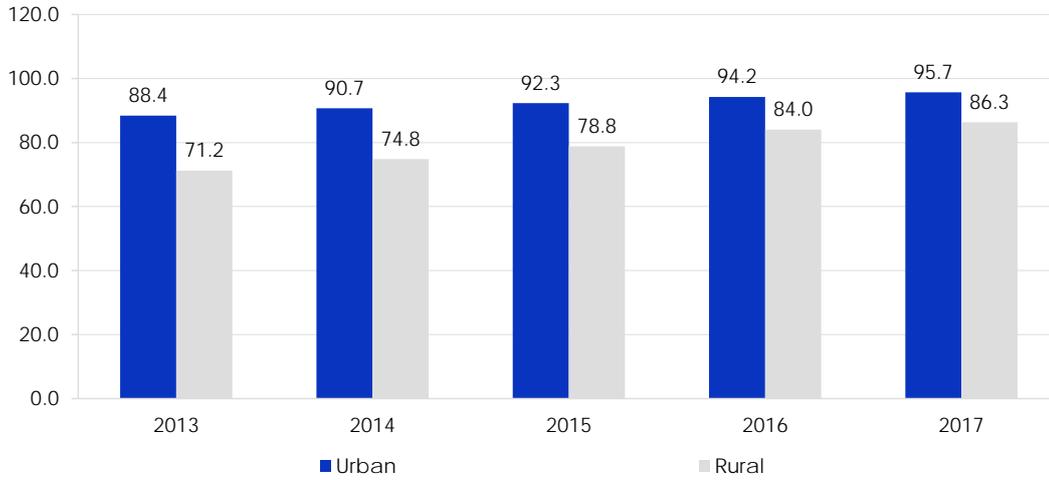
均价是主要增长动力

### 中国国内洗衣机销量和预期增长



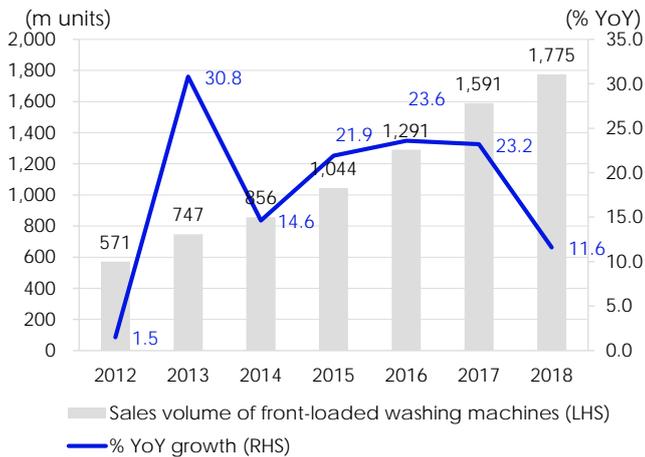
资料来源: 万得, 建银国际证券预测

### 中国洗衣机的拥有率（城市家庭 vs. 农村家庭）



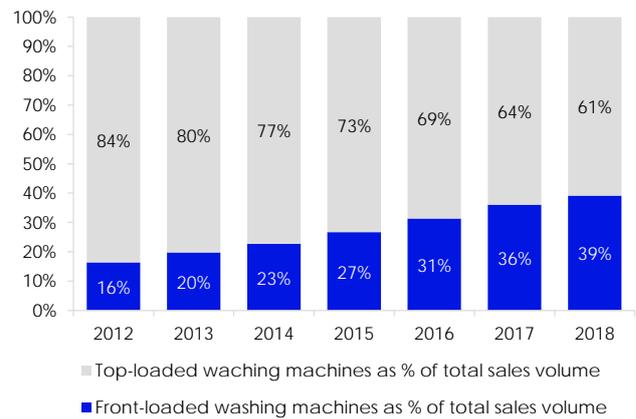
资料来源：国家统计局，建银国际证券

### 中国顶置式洗衣机销量和增长



资料来源：万得，建银国际证券

### 洗衣机：按产品类型划分中国销量



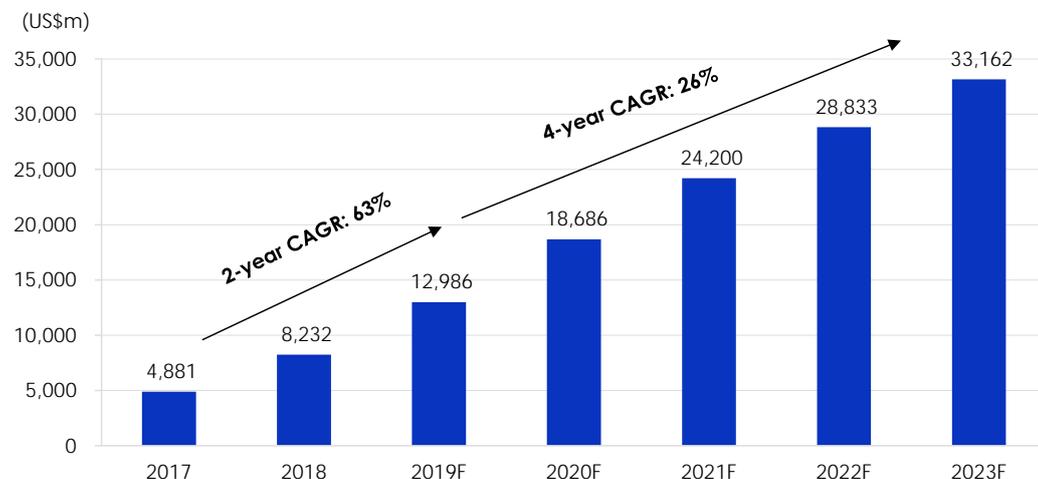
资料来源：万得，建银国际证券

## 智能家居应用提供长期增长潜力

随着物联网的日益普及，智能家电是大多数家电企业投入巨资的另一个领域。我们预计白色家电将是自这一趋势中受益的主要行业之一。根据 Statista 数据，2017-2019 年中国智能家居市场的复合年增长率达到 63%，达到 129.86 亿美元。Statista 还预计智能家居市场 2019-2023 年的复合年增长率将达到 26%至 331.62 亿美元。我们认为强劲的增长主要来自中国极低的覆盖率。根据同一资料来源，中国的覆盖率仍然相对较低为 7.7%，而主要发达国家如美国（33.2%）、挪威（28.5%）、荷兰（27.3%），丹麦（26.5%）和瑞典（26.3%）已经较高。随着消费者偏好的改变和物联网的更好使用，我们预计中国智能家居设备的普及率将在 2023 年之前增加到 24.8%。

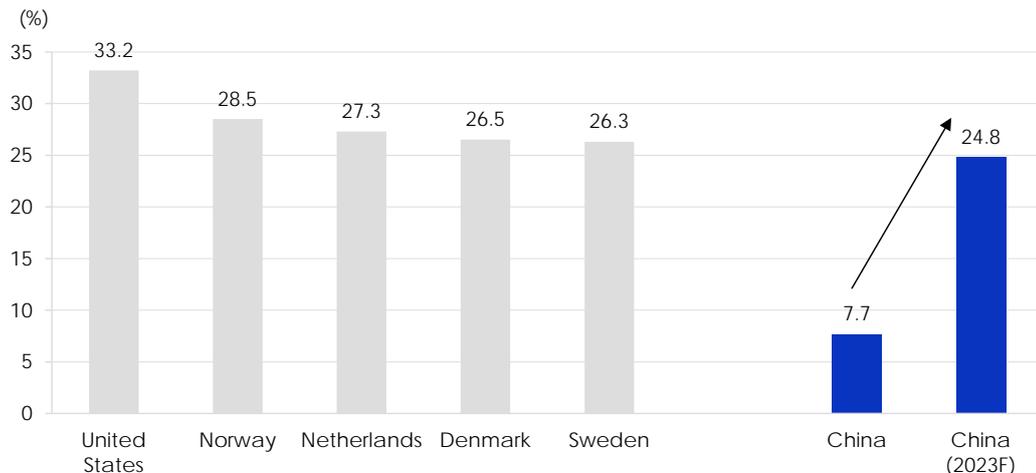
需求增长推动智能家居销售强劲增长

### 中国智能家居市场规模和增长



注：智能家居产品包括控制和连接应用、能源管理、安全性、舒适性和照明、智能家电和家庭娱乐。  
资料来源：Statista 分析和估算

各国智能家居产品渗透率 (2019)



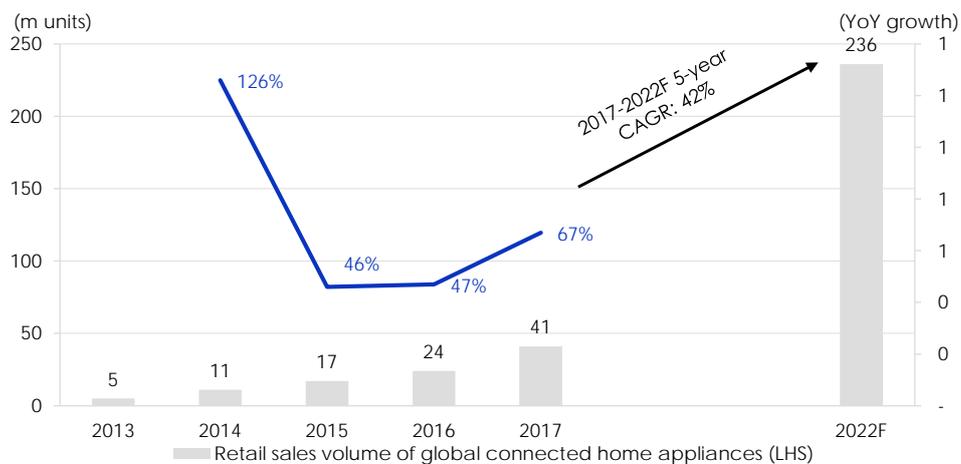
注：智能家居产品包括控制和连接应用、能源管理、安全性、舒适性和照明、智能家电和家庭娱乐。  
资料来源：Statista 分析和估算

2019年6月6日，中国向国内主要的电信网络运营商颁发了5G商业许可证。随着5G和智能家居技术应用的不断增加，我们预计将逐步从单一产品的智能转向系统智能。我们认为，智能将是未来家电业最重要的发展方向之一。我们预计智能家电将经历三个阶段的发展，从单一产品智能到智能家电系统，最终到智能家居系统的全面集成。随着技术的进步，家用电器产品将不再孤立，而是互相联系。这种连接可以应用于各种形式的智能家居系统，包括娱乐系统、空气系统、供水系统和安全系统等。所有这些都意味着对智能家居产品的持续和不断增长的需求。

根据欧睿研究数据，全球连接家用电器的零售量将从2017年的4,100万台激增至2022年的2.36亿台，复合年增长率达到42%。根据产品类别，智能家居应用主要用于空调，渗透率为46%，其次是洗衣机（28%）和冰箱（15%）。随着对强劲增长的预期，中国领先的家电企业正在通过推出各种智能家居平台和操作系统为新时代做好准备。例如，海尔推出了“U+智能生活平台”，美的推出了“M-Smart平台”。在我们看来，行业领先的参与者在开发更高质量和创新产品方面具有优势，因为他们拥有更强大的资源。据公司披露，美的、格力和海尔2018年的研发费用分别为人民币98.11亿元、72.68亿元和50.81亿元，分别占其收入的3.8%、3.7%和2.8%。

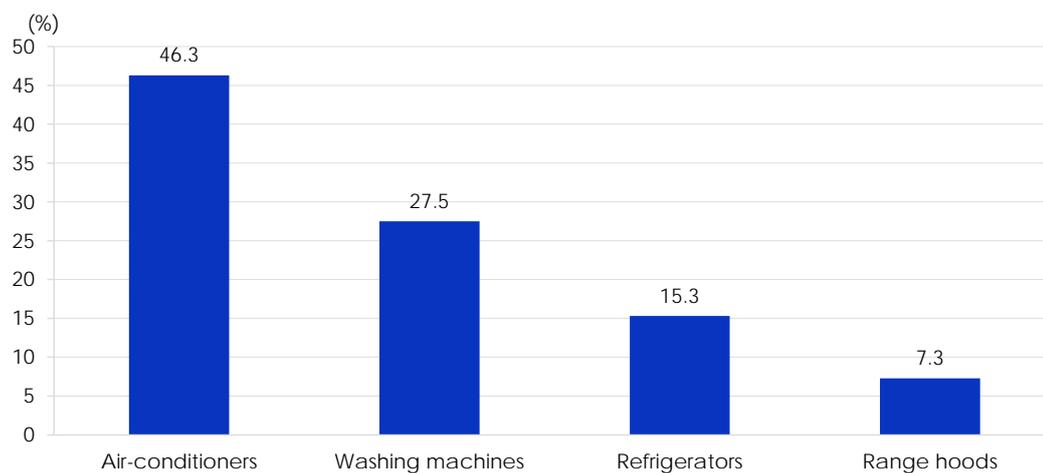
连接家用电器正在增长

### 全球连接家电设备零售额



资料来源: 欧睿信息

### 连接家用电器占产品零售总额的百分比 (2018)



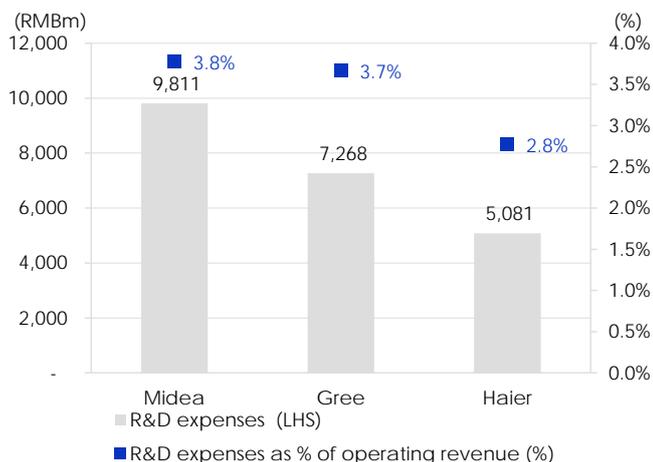
资料来源: 欧睿信息

### 智能家居应用和领先家电企业创新产品

公司	物联网概念	应用
美的	建立家用电器生态系统，并在整个过程中提供个性化服务，从操作系统到跨类智能使用，再到最前沿的售后服务。	<ul style="list-style-type: none"> <li>厨房用具 - 包括前所未有的高吸收性和智能蒸汽清洗技术的罩子系列，可有效解决清洁顽固厨房污渍的问题。</li> <li>卧室产品 - 可根据房间内发生的情况改变风速的风扇。它也可以连接到美的住宅空调，以便一起工作。</li> <li>卫浴产品 - 可以播放音乐的水热水器，其温度可通过蓝牙、Wifi 和应用程序控制。</li> <li>洗衣产品 - 世界上第一台带有升降地板的前装式洗衣机。</li> </ul>
海尔智家	建立三个领先的平台，包括 U + Smart Life 平台、COSMOplat 工业互联网云平台和 Shunguang 社交群组平台，专注于改善用户体验。	<ul style="list-style-type: none"> <li>空调 - 海尔健康自洁式空调；物联网中央空调的先驱。</li> <li>洗衣机 - 发明改进的空气净化技术</li> <li>洗衣机 - 三重物联网服装识别、智能洗涤、按需机器人和 KDF 清洁水洗</li> </ul>
格力	建立互联空调	<ul style="list-style-type: none"> <li>空调 - 1Hz 变频空调、R290 环保空调，自主研发的全直流变频 VRF 单元、永磁同步变频离心式冷水机组、2 级变频压缩机、PV 直驱逆变频离心式冷水机组、磁悬浮变频离心式冷水机等</li> </ul>

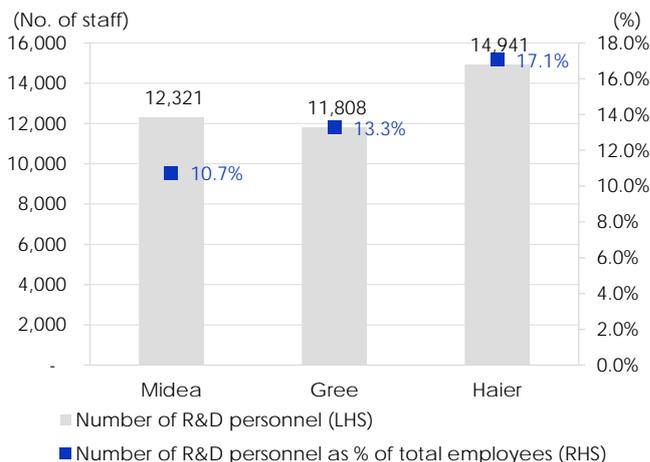
资料来源：公司资料，建银国际证券

### 主要企业对研发的坚定承诺



资料来源：公司资料，建银国际证券

### 研发人员占员工总数的百分比



资料来源：公司资料，建银国际证券

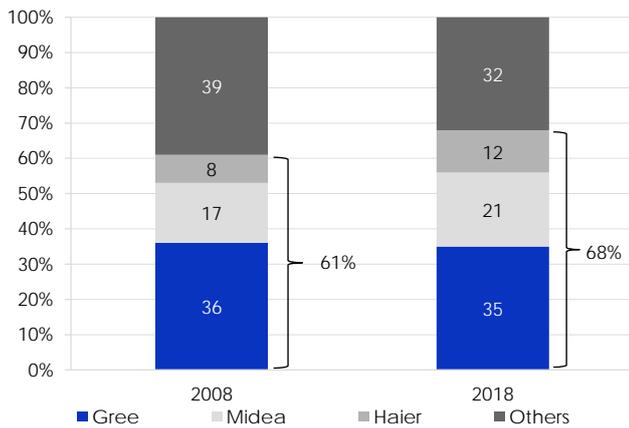
## 持续的市场整合

中国领先的家电企业，即美的、海尔和格力，在过去十年中巩固了其市场份额。我们将此归因于他们在进入白色家电行业后在提高规模经济、提升品牌知名度和全面渠道管理方面的先发优势。截至今天，这些竞争优势基本保持不变。虽然消费者偏好发生了变化，但我们预计这三家公司将继续赢得市场份额。更重要的是，白色家电制造需要大量的资本投资和高度复杂的工程。我们相信这些领先的参与者仍拥有最多的投资和资金来开发新产品以适应不断变化的消费需求。

凭借更高的研发能力，市场领导者将继续获得市场份额

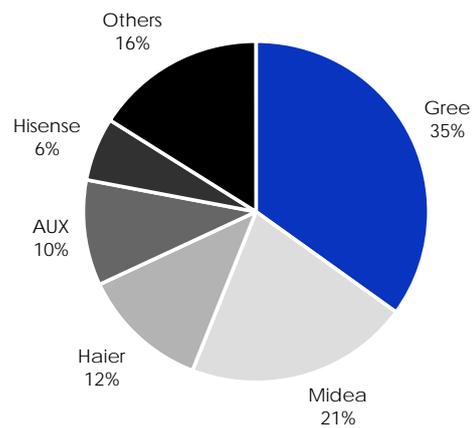
据欧睿研究称，过去十年，各类空调、冰箱和洗衣机的前三名的市场份额都有所增加。空调方面，格力保持其 35% 的市场领先地位，而美的/海尔获得了市场份额的增长，各自份额从 2008 年的 17%/8% 增加到 2018 年的 21%/12%。冰箱方面，海尔和美的继续分别以 40% 和 14% 的市场份额领先。虽然海尔继续在洗衣机行业获得市场份额，但收购小天鹅已使美的成为市场第二大市场企业，占 35%，比 2008 年的 6% 有显著增长。

中国空调：分品牌市场份额



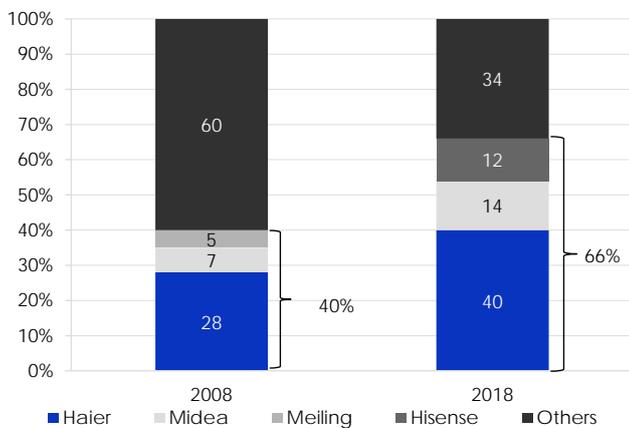
资料来源：欧睿信息，建银国际证券

中国空调销售市场份额 (2018 年)



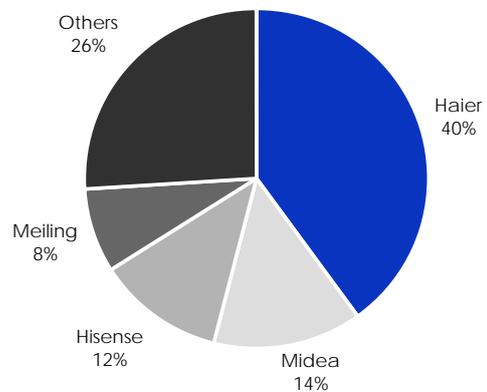
资料来源：欧睿信息，建银国际证券

中国冰箱：分品牌市场份额



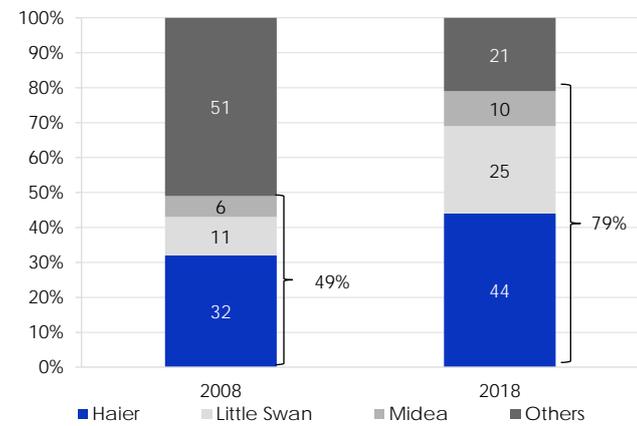
资料来源：欧睿信息，建银国际证券

中国冰箱销售市场份额 (2018 年)

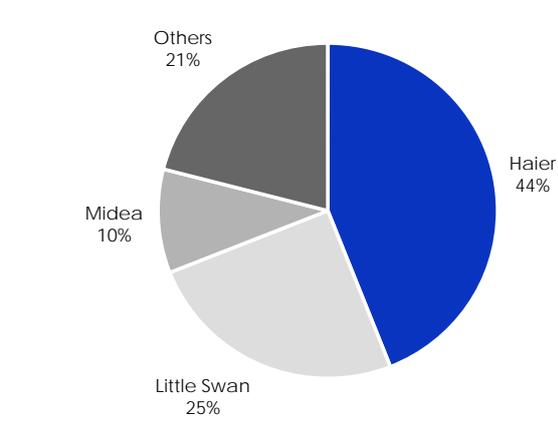


资料来源：欧睿信息，建银国际证券

### 中国洗衣机：按品牌市场份额



### 中国洗衣机销售市场份额 (2018年)

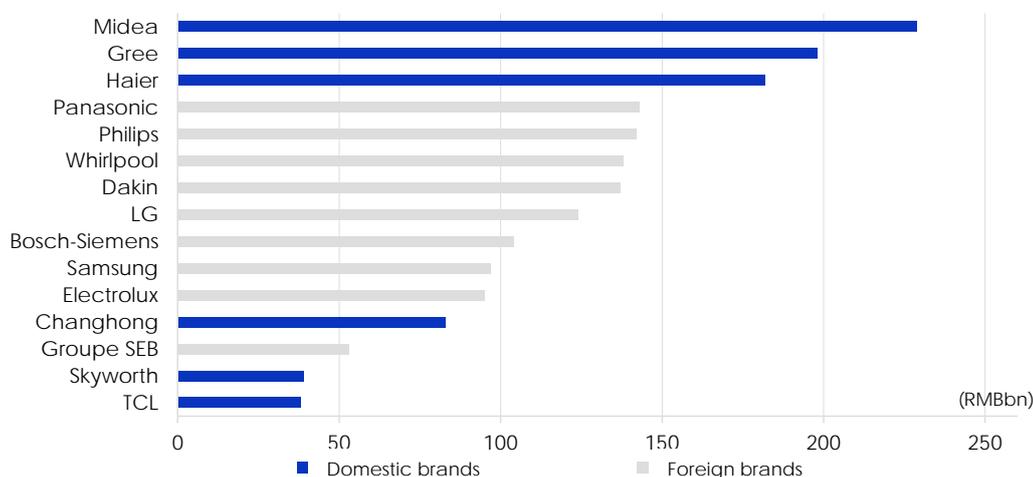


## 向海外寻求额外增长

我们认为，国内家电消费行业的增长在一定程度上受到中国家庭家电产品高渗透率的限制。为了寻求可持续增长，中国品牌正在全球范围内建立自己的覆盖面。过去十年中，中国品牌已经成功树立了自己的声誉，成为世界上一些主要家电制造商。截至今日，中国品牌占全球市场份额的50%以上。对外国品牌的几项重大收购也表明了中国品牌对在海外寻找外部增长机会的渴望。例如，美的2016年收购东芝和库卡、2016年海尔收购通用家电，2018年收购费舍尔和派克。这些海外扩张不仅使公司能够与国外制造技术相结合，还有助于提升品牌知名度，对其长期增长至关重要。展望未来，我们仍然看到西方国家的几个家电类别有吸引力的增长机会，例如欧洲的空调和冰箱以及美国的冰箱和洗衣设备。由于中国主要家电企业手中雄厚的现金，我们预计他们进行海外并购是有可能的，但由于这些收购商仍在致力于其先前收购的整合和效率提升，因此步伐将不会很快。

海外扩张提升中国品牌份额

### 中国品牌在全球家电行业处于领先地位



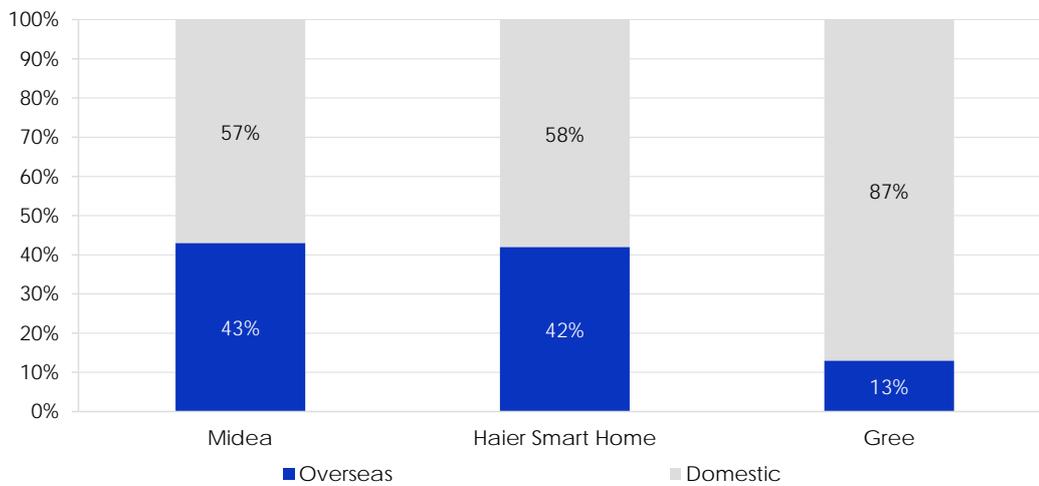
资料来源：公司资料，建银国际证券

### 中国领先家电品牌之品牌组合

	中国	美国	欧洲	APAC
美的	美的 小天鹅 比佛利 COLMO MDV 东芝 华凌	尤里卡 Eureka	Clivet Kuka	东芝 美的
海尔	海尔 GEA 斐雪派克 卡萨帝 统帅	MONOGRAM GEA	GEA Candy	斐雪派克 AQUA 海尔
格力	格力 TQSDT 晶弘	TQSDT	N/A	格力

资料来源：公司资料，建银国际证券

### 中国领先家电品牌海外收入贡献



资料来源：公司资料，建银国际证券

## 潜在刺激政策推动消费升级为近期利好

家庭消费是可持续经济增长的支柱之一。减税的影响将在接下来的几个季度开始显现，家用电器的消费驱动政策即将发布。总体而言，我们预计家庭消费增长将保持弹性和可持续性。将经济重新向消费和服务驱动的过程将加速。

**潜在利好政策有利于行业**

中国政府过去在全国范围内推出了多项优惠政策刺激对白色家电的需求。“家电下乡”计划于2007年12月启动，随后于2009年实施“以旧换新”计划和“节能补贴”计划。市场一直期待2019年实施新一轮刺激政策。国家发改委在2019年第一季度发布了关于促进汽车、家用电器和消费电子产品更新和消费的实施计划的咨询文件。通常预计新计划将类似于2009年的“以旧换新”计划，但总体影响目前还不容易衡量。

### 中国历史家电补贴计划

项目	日期	地区	目标客户	产品	补贴 (%占售价)	最大补贴金额 (人民币)
家电下乡计划	2007年12月至2011年12月	山东、河南和四川省	农村居民	彩色电视、冰箱、3C产品和洗衣机	13%	
	2008年12月至2012年12月	青海、内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等14个省份	农村居民	彩色电视、冰箱、3C产品和洗衣机	13%	
	2009年2月至2013年2月	全国	农村居民	彩色电视、冰箱、3C产品、洗衣机、电脑、热水器、空调、微波炉和感应炉	13%	
以旧换新计划	2009年6月至2011年12月	全国	城市居民	电视、冰箱、洗衣机、空调和电脑	10%	电视(400元), 冰箱(300元), 洗衣机(250元), 空调(350元)和电脑(400元)
节能补贴计划	2009年5月至2011年5月	全国	所有居民	节能空调	300-500元人民币/台	
	2012年6月至2013年5月	全国	所有居民	扩展到12个类别, 包括电视、冰箱、洗衣机和空调	3%-23%	

资料来源: 商务部, 建银国际证券

北京是第一个公布“家电补贴”计划的城市。2019年1月31日，北京市商务局宣布，将为购买电视、冰箱、洗衣机，空调、热水器，空气净化器，微波炉以及其他家用电子产品 15 个类别的节能产品提供 8-20%的补贴（或人民币 800 元的上限）。该计划于 2019 年 2 月生效，并将于 2022 年 1 月结束。我们认为，类似的支持措施将会在其他城市逐步推出，并由各地方政府公布更多刺激政策的细节。虽然这些支持性措施有助于提振整体的需求，但我们预计补贴计划整体影响可能不会像以前那样显著，因为主要白色家电的拥有率与之前的消费周期相比大幅增加。值得一提的是，在中国农村居民可支配收入增加的情况下，过去的优惠政策很容易刺激二线市场的消费需求；我们预计这一影响如今将会减少。

**潜在利好政策有利于行业发展**

**北京市最新刺激计划 (2019 年 2 月至 2022 年 1 月)**

产品	补贴比例 (%) (根据零售价格)	最高补贴金额 (元人民币)	
电视机	一级节能产品：13% 二级节能产品：8%	800	
冰箱			
洗衣机			
空调			
热水器			
微波炉			
抽油烟机			
家用燃气灶			
家用电磁炉			
电饭煲			
家用电扇			
抽水马桶			1 级和 2 级节水产品：20%
淋浴			
空气净化器	10%		
自行车			

资料来源：北京市商务局，建银国际证券

## 估值和选股

中国家电行业目前平均估值为 2019 年市盈率 16.2 倍和 2020 年 14.1 倍。我们以优于大市的评级首次覆盖美的集团 (000333 CH)，目标价为 63.50 元人民币（基于 2020 年 16 倍市盈率）。美的是我们在中国家电行业的首选。我们看好该公司多元化的产品组合、稳固的基本面和强大的并购记录。我们认为其溢价估值的合理性在于其全球市场领导地位、强劲的盈利增长以及良好的公司治理。

我们同样首次以优于大市覆盖海尔智家 (600690 CH)，目标价为人民币 20.30 元（基于 2020 年 14 倍市盈率），意味着 17% 的潜在上涨空间。我们预计该股将成为中国消费升级的主要受益者；同时，其强大的全球业务也意味着其强大的品牌资产价值。

### 建银国际覆盖中国家电企业主要投资亮点

#### 美的集团 (000333 CH, 首次覆盖, 优于大市)

最后收盘价: 53.90 元人民币*	• 多元化的产品组合提供了强劲的增长潜力
目标价: 63.50 元人民币	• 有效的管理激励计划; 良好的公司治理
上涨空间: 18%	• 强大的并购业绩记录

#### 海尔智家 (600690 CH, 首次覆盖, 优于大市)

最后收盘价: 17.31 元人民币*	• 消费升级的主要受益者
目标价: 20.30 元人民币	• 提高产品和品牌组合以提高利润率
上涨空间: 17%	• 100%代工自有品牌全球化以提高品牌资产

\*截至 2019 年 7 月 10 日收市  
资料来源: 建银国际证券预测

## 投资风险

**美的集团 - 下行风险:** 中国和海外零售市场弱于预期且原材料价格上涨高于预期。

**海尔智家 - 下行风险:** 海外效率弱于预期, 中国消费市场弱于预期。

消费家电行业估值

公司	股票代码	股价** (港元)	市值 (百万美元)	3个月平均 成交量 (百万美元)		每股盈利增 长 (%)		市盈率 (倍)		企业价值倍 数 (倍)		股息率 (%)	市帐率 (倍)	平均资 产回报 率 (%)	净现金/ 每股 (%)	净负债 率 (%)
				CY19	CY20	CY19	CY20	CY19	CY20	CY19	CY20					
<b>A 股上市公司</b>																
美的集团*	000333 CH	53.90	54,404	219.3	12.5	14.3	15.5	13.6	9.4	8.1	2.7	3.8	25.2	4	净现金	
格力电器	000651 CH	56.29	49,270	528.4	5.5	11.8	12.2	10.9	7.5	6.9	4.2	3.0	27.1	26	净现金	
海尔智家*	600690 CH	17.31	15,662	78.1	11.8	11.1	13.3	11.9	8.4	7.5	2.3	2.3	19.6	16	净现金	
苏泊尔	002032 CH	72.52	8,665	20.0	17.8	17.9	30.1	25.6	23.5	19.9	1.8	7.8	29.2	6	净现金	
老板电器	002508 CH	27.18	3,753	37.2	11.0	12.6	15.8	14.0	13.0	11.5	3.3	3.5	23.9	17	净现金	
九阳股份	002242 CH	20.09	2,243	15.2	10.8	15.2	18.3	15.9	14.4	12.7	4.1	3.6	20.2	4	净现金	
海信家电	000921 CH	12.70	2,207	16.7	16.4	14.8	10.8	9.4	6.2	5.3	3.5	1.9	19.0	净负债	49	
海帝股份	002035 CH	12.11	1,553	26.8	14.9	17.5	13.6	11.6	9.7	8.7	2.8	3.2	24.9	12	净现金	
新宝股份	002705 CH	11.35	1,324	7.2	18.9	16.6	15.4	13.2	6.8	5.8	3.6	2.0	13.8	净负债	3	
爱仕达	002403 CH	8.22	419	2.4	14.6	14.3	16.8	14.7	11.0	9.7	2.5	1.1	7.1	净负债	26	
<b>平均</b>					<b>13.4</b>	<b>14.6</b>	<b>16.2</b>	<b>14.1</b>	<b>11.0</b>	<b>9.6</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>21.0</b>			
<b>香港上市公司</b>																
海尔电器	1169 HK	21.65	7,766	12.6	15.3	7.0	11.7	10.9	7.0	6.3	1.9	2.0	17.6	36	净现金	
海信科隆	921 HK	9.15	2,207	2.1	21.9	17.2	6.3	5.4	6.2	5.3	4.0	1.4	19.5	净负债	49	
<b>平均</b>					<b>18.6</b>	<b>12.1</b>	<b>9.0</b>	<b>8.2</b>	<b>6.6</b>	<b>5.8</b>	<b>3.0</b>	<b>1.7</b>	<b>18.5</b>			
<b>全球同行</b>																
英格索兰	IR US	124.21	29,954	176.4	17.7	11.4	19.5	17.5	13.1	12.1	1.7	4.0	21.0	净负债	45	
惠而浦	WHR US	142.08	8,999	101.5	N/A	11.6	9.6	8.6	8.2	7.8	3.3	3.0	29.5	净负债	141	
A.O.史密斯	AOS US	44.77	7,485	91.3	2.9	8.4	16.7	15.4	11.0	10.3	2.0	4.1	25.0	6	净现金	
科锐	CREE US	59.73	6,286	102.7	N/A	51.0	74.7	49.5	24.9	19.9	N/A	6.3	0.3	2	净现金	
海伦特洛伊	HELE US	146.31	3,673	38.9	N/A	9.5	17.9	16.4	16.5	15.8	0.0	3.2	18.9	净负债	31	
Irobot	IRBT US	90.73	2,545	79.1	38.1	10.3	20.7	18.7	14.0	11.9	0.0	4.0	N/A	6	净现金	
飞利浦	PHIA NA	39.46	40,229	94.5	54.6	16.6	21.6	18.6	11.4	10.3	2.2	2.9	12.9	净负债	20	
SEB 集团	SK FP	160.70	9,080	9.1	8.9	11.1	17.5	15.7	10.7	9.9	1.4	3.3	19.3	净负债	68	
伊莱克斯	ELUXB SS	239.20	7,855	23.5	24.6	19.8	14.5	12.1	7.4	6.3	4.1	2.7	19.9	2	净现金	
索尼	6758 JP	5,931.00	69,717	376.5	N/A	(7.6)	11.9	12.9	5.5	5.3	0.1	1.8	16.8	19	净现金	
大金工业	6367 JP	14,145.00	38,333	95.1	N/A	9.1	20.7	19.0	11.5	10.9	0.3	2.7	13.7	净负债	16	
日立	6501 JP	4,074.00	36,434	125.8	N/A	24.8	10.3	8.2	4.6	4.1	0.5	1.1	11.2	2	净现金	
松下电器	6752 JP	926.40	21,011	57.6	N/A	(5.2)	9.4	10.0	4.0	4.0	0.8	1.1	11.9	净负债	6	
夏普	6753 JP	1,410.00	6,941	23.1	N/A	2.4	12.0	11.7	7.6	7.4	0.4	2.2	23.3	净负债	108	
富士通	6755 JP	1,706.00	1,724	6.7	N/A	16.2	16.3	14.0	7.0	6.3	0.4	1.5	9.5	18	净现金	
三星电子	005930 KS	46,350.00	235,249	405.4	(50.3)	25.9	14.4	11.5	3.7	3.2	3.2	1.2	8.5	31	净现金	
LG 电子	066570 KS	71,000.00	9,878	45.8	20.7	22.6	8.5	7.0	4.2	4.0	1.1	0.8	9.6	净负债	40	
熊津豪威	021240 KS	78,800.00	4,944	13.1	8.8	9.3	14.9	13.6	7.6	7.1	4.7	4.6	33.7	净负债	52	
<b>平均</b>					<b>14.0</b>	<b>13.7</b>	<b>18.4</b>	<b>15.6</b>	<b>9.6</b>	<b>8.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>16.8</b>			

\*建银国际预测，其余为彭博市场一致预期

\*\*截至 2019 年 7 月 10 日收市

资料来源：彭博，建银国际证券预测

## 海尔智家 | 600690 CH

### 消费升级的主要受益者

#### ► 升级产品和品牌提高利润率

#### ► 全球化以提升品牌资产

#### ► 首次覆盖给予优于大市评级和 20.30 元

**提高产品和品牌组合以提高利润。** 鉴于其在高端市场的领导地位，我们预计海尔智能家居将成为中国消费升级的主要受益者。值得注意的是，海尔的高端品牌卡萨帝在 2018 年的销售增长率达到了 44%，超过了所有其他品牌。如今的消费者愿意为具有更高质量、新技术、独特设计和多种功能的产品支付高价。凭借强大的市场需求和品牌知名度，我们看到了海尔整体平均售价的增长潜力。这意味着对利润率的积极影响。

**强大全球布局具有协同性。** 海尔智能家居建立全球平台的雄心是成功的，海外业务在 2018 年占其收入的 42%。我们对海尔的地域扩张持积极态度，因其有助于对冲中国经济的缓慢增长。此外，其强大的足迹也增强了其全球品牌资产，这是一个重要因素，因其使公司其作为全球领先的家用电器制造商的地位得到了巩固。同样值得注意的是，海尔是唯一一家在海外采用 100%OEM 生产模式的公司。目前，公司共拥有七个品牌，即海尔，卡萨帝、统帅，GEA（美国）、FPA（新西兰），AQUA（日本）和 Candy（意大利）。我们期待看到这些品牌之间的全球战略协同效应。在我们看来，海尔可以利用其全球研发和设计与创新平台，在整个供应链中与销售渠道产生协同效应。虽然海外的利润率相对较低。但我们预计这将有利于公司的长期增长。

**首次覆盖给予优于大市：** 由于收入增长 9.6%/9.1%，我们预计海尔 2019/2020 财年的净利润将增长 11.8%/11.1%。我们预计更好的产品组合和更高的海外业务效率将带来利润率的改善。我们以优于大市评级和目标价格人民币 20.30 元首次覆盖海尔智家，以 14 倍 2020 年市盈率为基础。我们认为其市场领先地位、均衡的地域组合和稳健的盈利增长前景是合理的。下行风险：海外效率增长弱于预期，中国消费市场弱于预期。

#### 预测和估值

年初至 12 月 31 日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入(百万元人民币)	163,429	183,317	200,914	219,154	238,085
同比(%)	37.2	12.2	9.6	9.1	8.6
净利润(百万元人民币)	6,908	7,440	8,319	9,242	10,351
同比(%)	37.0	7.7	11.8	11.1	12.0
全面摊薄每股盈利(元人民币)	1.13	1.16	1.31	1.45	1.63
同比(%)	37.0	3.2	12.1	11.1	12.0
市盈率	15.3	14.9	13.3	11.9	10.6
摊薄每股股息(人民币)	0.34	0.35	0.39	0.44	0.49
股息率(%)	2.0	2.0	2.3	2.5	2.8
市帐率(倍)	3.2	2.7	2.3	2.0	1.8
平均资产回报率(%)	41.5	20.5	19.6	18.9	18.5
净负债/股权(%)	(16.9)	(25.8)	(27.3)	(34.3)	(41.3)

资料来源：彭博，建银国际证券预测

### 优于大市 (首次覆盖)

现价：

**17.31 人民币**  
(截至 2019 年 7 月 11 日)

目标价：

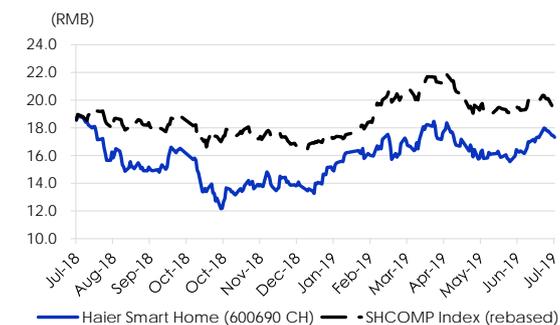
**20.30 人民币**  
(首次覆盖)

#### 重要数据

52 周股价高低	11.96–19.24 元人民币
市值(百万)	105,547 元人民币/15,357 美元
自由流通量(百万股)	6,097
公众持股率(%)	43
3 个月日均成交量(百万股)	31.8
3 个月日均成交量(百万美元)	78.1
12 个月预期收益率(%)	20

资料来源：彭博，建银国际证券预测

#### 股价相对于上证综合指数



资料来源：彭博

#### 股价表现

表现区间	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.4	(0.7)	(6.7)
相对于上证综合指数(%)	3.2	9.3	(9.8)

资料来源：彭博

**朱晓濛**

(852) 3911 8252

anitachu@ccbintl.com

**陈兆昌, CFA**

(852) 3911 8247

forrestchan@ccbintl.com

## 中国消费升级的主要受益者

鉴于其在高端市场的领导地位，我们预计海尔智能家居将成为中国消费升级的主要受益者。海尔在高端家电领域拥有强大的领导地位，其市场份额正在增长。根据中国市场监测报告，卡萨帝（海尔的高端品牌）在所有主要白色家电领域（平均售价超过人民币 10,000 元）都在增长市场份额，包括冰箱（同比增长 5 个百分点至 36%）、洗衣机（同比增长 8 个百分点至 77%）。2018 年该品牌的销售增长率达到 44%。中国消费者现在愿意为质量更高、技术更新、设计独特的产品付出高价。凭借强大的市场需求和品牌知名度，我们看到了海尔整体平均售价的增长潜力。这也意味着对利润率产生积极影响。

### 卡萨帝品牌在主要类别中获得市场份额

卡萨帝 (高端品牌)	市场份额 (2018)	同比变动(%)
冰箱 (高于 10,000 元人民币)	36%	+5.0
洗衣机 (高于 10,000 元人民币)	77%	+8.0
空调 (高于 10,000 元人民币)	43%	+7.7

资料来源：公司资料，中国市场观察

### 按价格区间洗衣机品牌市场份额

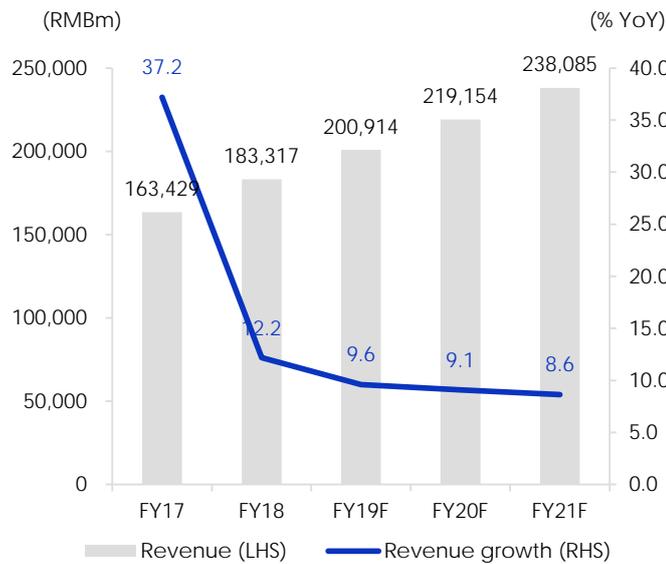
价格区间 (元人民币)	海尔	小天鹅	美的	西门子
> 5,500	42	17	1	16
3,500-5,500 元人民币	30	16	5	19
2,500 -3,500 元人民币	33	22	9	17
< 2,500 元人民币	31	17	15	1

资料来源：公司资料，中国市场观察

## 期待全球化过程中将产生协同效应

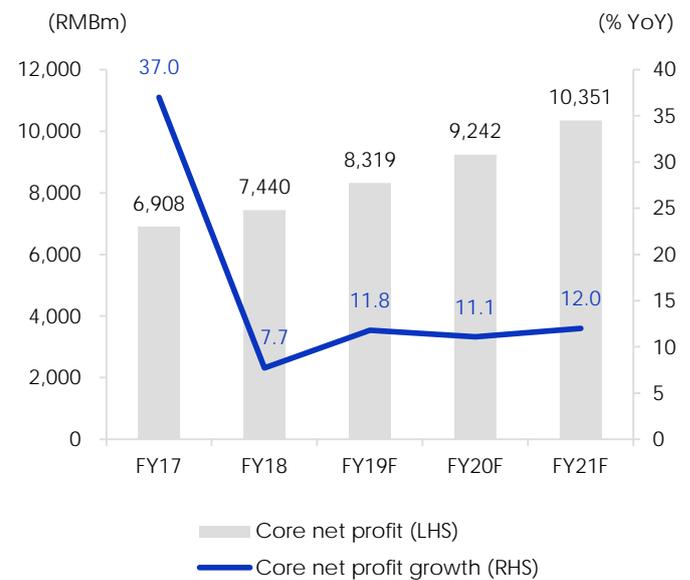
海尔智能家居建立全球平台的雄心是成功的，海外业务在 2018 年占其收入的 42%。我们对海尔的地域扩张持积极态度，因为它有助于对冲中国经济的缓慢增长。此外，其强大的全球覆盖也增强了全球品牌资产，这是一个重要因素，将使公司巩固其作为全球领先的家用电器制造商的地位。目前，该公司共拥有七个品牌，即海尔、卡萨帝、统帅、GEA（美国），FPA（新西兰），AQUA（日本）和 Candy（意大利）。我们期待品牌之间的全球战略协同效应。在我们看来，海尔可以利用其全球研发和设计与创新平台，在整个供应链中与销售渠道产生协同效应。虽然海外的利润率相对较低，但我们预计这将有利于公司的长期增长。

### 海尔智家：收入和增长



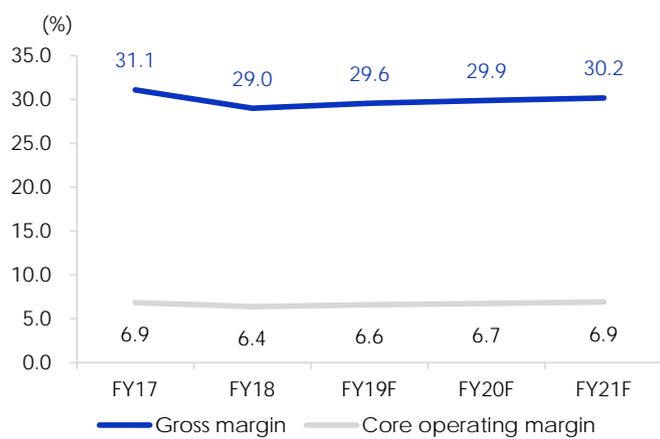
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 海尔智家：核心净利润和增长



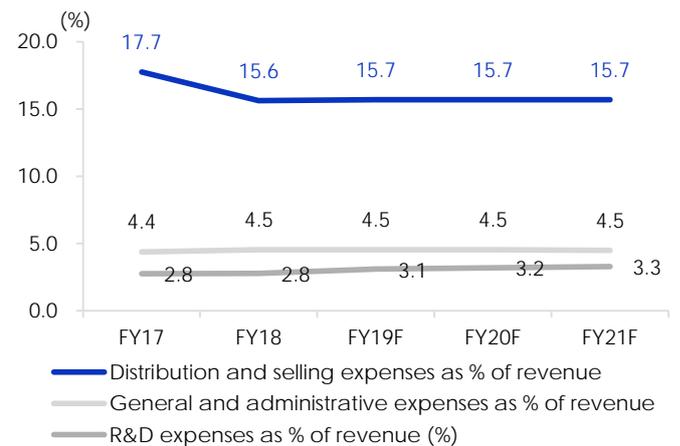
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 海尔智家：毛利率和营业利润率



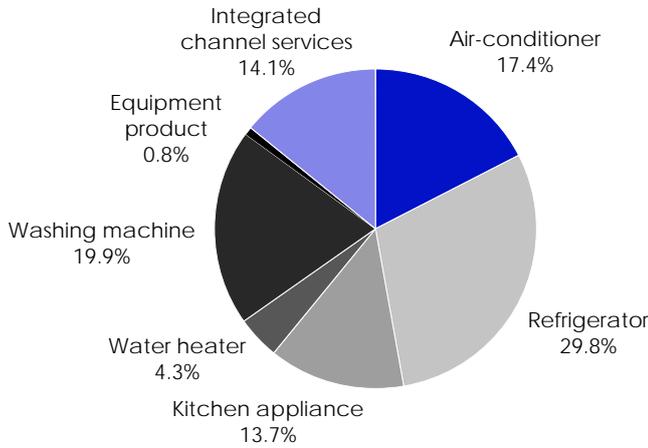
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 海尔智家：一般行政和销售费用率



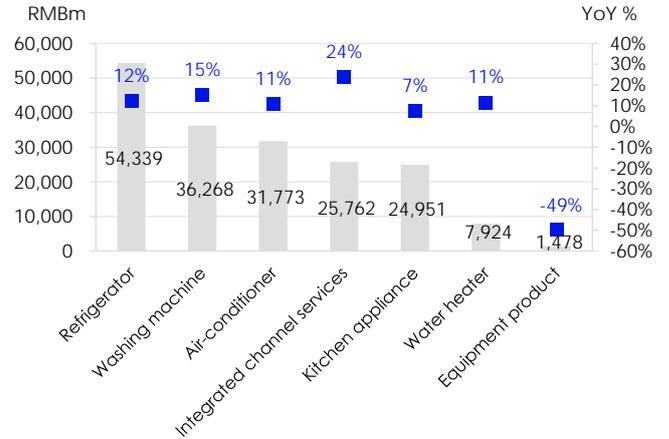
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

海尔智家：按类别划分的收入占比 (2018年)



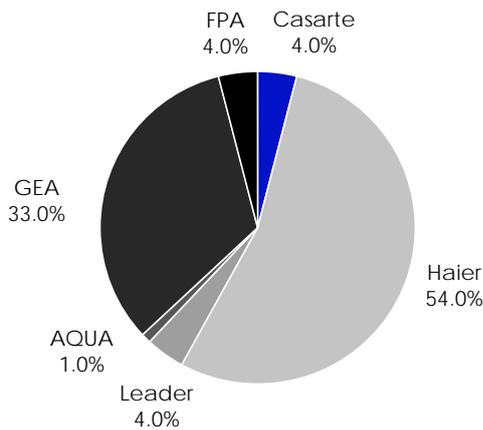
资料来源：公司资料

海尔智家：按类别收入增长 (2018年)



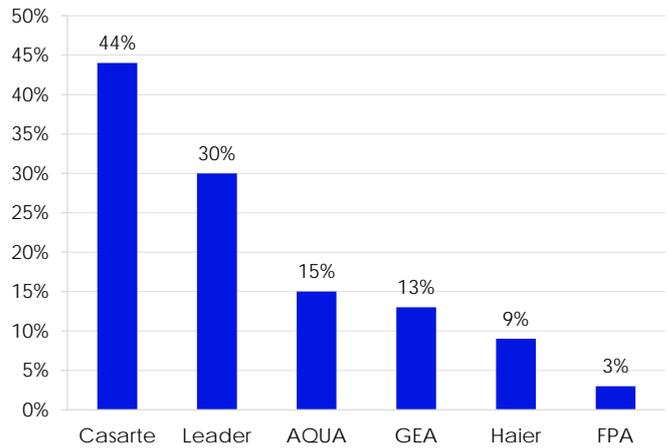
资料来源：公司资料

海尔智家：按品牌划分的收入占比 (2018)



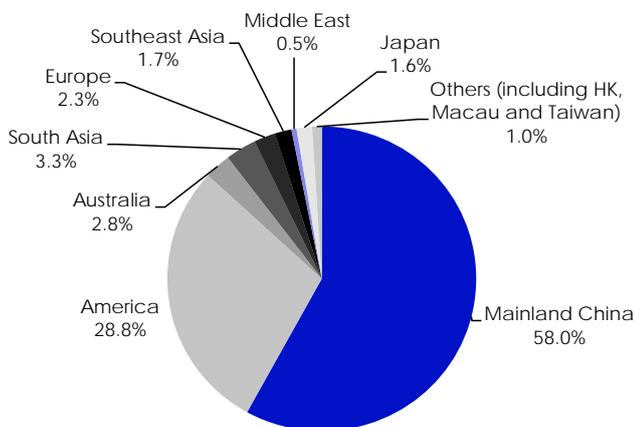
资料来源：公司资料

海尔智家：按品牌收入增长 (2018年)



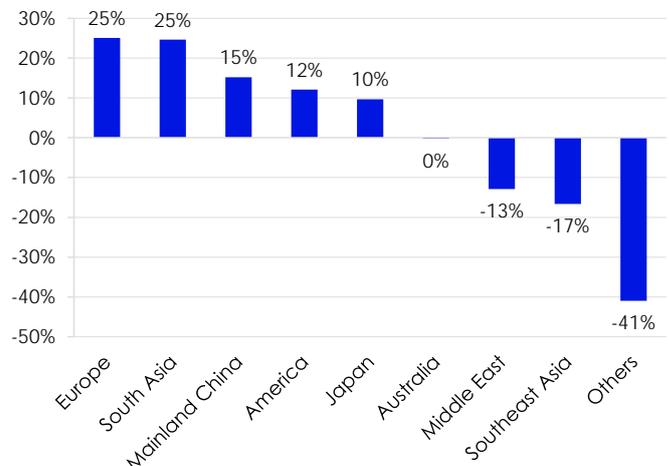
资料来源：公司资料

海尔智家：按地区划分的收入占比 (2018年)



资料来源：公司资料

海尔智家：按地区收入增长 (2018年)



资料来源：公司资料

## 盈利预测

在收入增长 9.6%/9.1%的支持下，我们预计海尔智家 2019/2020 年的净利润将增加 11.8%/11.1%达到 83.19/92.42 亿元人民币。我们预计主要得益于更好的产品和品牌组合以及中国和海外业务效率的提升，公司 2019/2020 年毛利率将分别增长 0.6/0.3 个百分点，经营利润率将同比增长 0.2/0.1 个百分点。

### 海尔智家：主要预测

(截至 12 月年底)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
<b>收入 (百万元人民币)</b>	<b>163,429</b>	<b>183,317</b>	<b>200,914</b>	<b>219,154</b>	<b>238,085</b>
空调	28,731	31,773	32,726	34,362	36,080
冰箱	48,487	54,339	59,230	63,968	69,086
厨房用具	23,238	24,951	28,693	32,423	35,990
热水炉	7,108	7,924	8,637	9,415	10,262
洗衣机	31,522	36,268	41,346	46,308	51,401
设备产品	2,922	1,478	1,596	1,724	1,862
综合渠道服务及其他	20,815	25,762	27,822	30,048	32,452
其他业务	606	822	863	907	952
<b>按产品种类收入比例 (%)</b>					
空调	17.6	17.3	16.3	15.7	15.2
冰箱	29.7	29.6	29.5	29.2	29.0
厨房用具	14.2	13.6	14.3	14.8	15.1
热水炉	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
洗衣机	19.3	19.8	20.6	21.1	21.6
设备产品	1.8	0.8	0.8	0.8	0.8
综合渠道服务及其他	12.7	14.1	13.8	13.7	13.6
其他业务	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>按产品种类收入增速 (%)</b>					
空调	53.8	10.6	3.0	5.0	5.0
冰箱	33.7	12.1	9.0	8.0	8.0
厨房用具	22.2	7.4	15.0	13.0	11.0
热水炉	N/A	11.5	9.0	9.0	9.0
洗衣机	34.3	15.1	14.0	12.0	11.0
设备产品	10.2	-49.4	8.0	8.0	8.0
综合渠道服务及其他	12.5	23.8	8.0	8.0	8.0
其他业务	N/A	35.8	5.0	5.0	5.0
<b>总计</b>	<b>37.2</b>	<b>12.2</b>	<b>9.6</b>	<b>9.1</b>	<b>8.6</b>
<b>毛利率 (%)</b>					
空调	31.8	31.7	32.2	32.5	32.8
冰箱	32.0	30.4	31.0	31.4	31.7
厨房用具	37.8	31.0	31.5	31.8	32.1
热水炉	43.3	45.6	46.4	46.8	47.1
洗衣机	36.4	33.9	34.6	34.9	35.2
设备产品	5.3	12.9	13.2	13.4	13.7
综合渠道服务及其他	10.0	8.2	8.2	8.2	8.2
其他业务	91.3	78.4	78.7	78.7	78.7
<b>混合毛利率 (%)</b>	<b>31.1</b>	<b>29.0</b>	<b>29.6</b>	<b>29.9</b>	<b>30.2</b>
分销和销售成本占收入(%)	17.7	15.6	15.7	15.7	15.7
一般行政和管理费用占收入(%)	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
研发费用占收入(%)	2.8	2.8	3.1	3.2	3.3
核心营运利润(%) - 除政府补助	6.9	6.4	6.6	6.7	6.9
有效税率 (%)	14.0	16.0	16.0	16.0	16.0
<b>核心净利润 (百万元人民币)</b>	<b>6,908</b>	<b>7,440</b>	<b>8,319</b>	<b>9,242</b>	<b>10,351</b>
核心净利润增长(%)	37.0	7.7	11.8	11.1	12.0

核心净利润率(%) 4.2 4.1 4.1 4.2 4.3  
 资料来源: 历史年度为公司数据, 建银国际证券预测年度估计

**海尔智家: 损益表预测**

年初至 12 月 (百万元人民币)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	1Q18	1Q19
<b>收入</b>	<b>163,429</b>	<b>183,317</b>	<b>200,914</b>	<b>219,154</b>	<b>238,085</b>	<b>43,610</b>	<b>48,043</b>
同比(%)	37.2	12.2	9.6	9.1	8.6	15.5	10.2
销货成本	(112,607)	(130,154)	(141,513)	(153,638)	(166,231)	(30,999)	(34,031)
毛利润	50,822	53,162	59,401	65,516	71,853	12,610	14,012
同比(%)	37.5	4.6	11.7	10.3	9.7	11.0	11.1
<b>毛利率(%)</b>	<b>31.1</b>	<b>29.0</b>	<b>29.6</b>	<b>29.9</b>	<b>30.2</b>	<b>28.9</b>	<b>29.2</b>
其他收入	2,351	2,083	2,100	2,100	2,100	308	332
销售及一般行政开支	(41,493)	(42,915)	(47,835)	(52,397)	(57,063)	(9,601)	(10,835)
同比(%)	36.7	3.4	11.5	9.5	8.9	6.6	12.9
%占收入	25.4	23.4	23.8	23.9	24.0	22.0	22.6
核心营运利润	11,195	11,674	13,216	14,770	16,440	3,314	3,493
同比(%)	35.3	4.3	13.2	11.8	11.3	0.0	5.4
<b>核心营运利润率(%)</b>	<b>6.9</b>	<b>6.4</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>7.6</b>	<b>7.3</b>
包括折旧和摊销	3,107	3,140	3,482	3,900	4,058	-	-
息税摊销折旧前利润	15,214.3	15,708.4	17,298.0	19,269.9	21,098.3	-	-
同比(%)	0.0	3.2	10.1	11.4	9.5	-	-
息税折旧摊销前利润率(%)	9.3	8.6	8.6	8.8	8.9	-	-
利息收入	332	476	497	430	494	136	124
利息支出	(1,936)	(1,415)	(1,310)	(1,354)	(1,354)	(654)	(565)
税前利润	10,503	11,629	13,003	14,445	16,180	2,901	3,152
所得税	(1,475)	(1,859)	(2,078)	(2,309)	(2,586)	(461)	(486)
有效税率(%)	14.0	16.0	16.0	16.0	16.0	15.9	15.4
<b>净利润</b>	<b>6,908</b>	<b>7,440</b>	<b>8,319</b>	<b>9,242</b>	<b>10,351</b>	<b>1,953</b>	<b>2,136</b>
同比(%)	37.0	7.7	11.8	11.1	12.0	12.4	9.4
净利润率(%)	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4
<b>核心净利润</b>	<b>6,908</b>	<b>7,440</b>	<b>8,319</b>	<b>9,242</b>	<b>10,351</b>	<b>1,953</b>	<b>2,136</b>
同比(%)	37.0	7.7	11.8	11.1	12.0	12.4	9.4
核心净利润率(%)	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4

资料来源: 历史年度为公司数据, 建银国际证券预测年度估计

海尔智能家居拥有强大的现金流水平。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司在手现金净额为人民币 142.05 亿元。此外, 其强劲的经营现金流也足以满足其资本支出。我们预计海尔智家 2019 年的资本支出将保持 80 亿元人民币的高水平, 并分别在 2020 和 2021 年略微下调至 60 和 50 亿元人民币。以上所有这些都将转化为 2019/2020/2021 年 54.78/102.61/123.45 亿元人民币的自由现金流。海尔智能家居的股息支付政策稳定在 30%, 我们预计未来也将保持如此。

**强劲现金流水平**

海尔智家：资产负债表预测

年初至 12月(百万元人民币)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	1Q19
现金	34,988	36,045	39,287	47,050	56,618	35,978
已抵押银行存款	837	1,412	1,412	1,412	1,412	-
交易和应收账款	25,924	24,652	27,090	26,948	29,149	26,228
其他应收账款	1,192	1,627	1,783	1,945	2,113	1,910
库存	22,538	22,377	24,923	25,588	27,242	22,907
其他流动资产	5,103	8,148	8,148	8,148	8,148	9,507
<b>总流动资产</b>	<b>90,582</b>	<b>94,260</b>	<b>102,643</b>	<b>111,090</b>	<b>124,681</b>	<b>96,531</b>
房产、厂房及设备	17,202	17,320	20,899	22,123	22,248	18,344
预付租金	178	231	280	321	354	247
无形资产	8,227	9,209	10,099	10,934	11,717	11,135
商誉	20,345	21,156	21,156	21,156	21,156	22,532
建设中项目	1,611	3,873	3,873	3,873	3,873	4,375
投资房产	31	31	31	31	31	30
递延所得税资产	2,077	1,816	1,816	1,816	1,816	1,843
其他非流动资产	16,913	18,804	18,804	18,804	18,804	22,408
<b>总非流动资产</b>	<b>66,582</b>	<b>72,439</b>	<b>76,957</b>	<b>79,057</b>	<b>79,999</b>	<b>80,914</b>
短期借贷	10,879	6,299	6,299	6,299	6,299	7,849
交易和应付账款	42,616	47,385	50,317	49,863	52,153	47,452
其他应付账款	19,652	15,352	16,825	18,353	19,938	16,681
合约负债	0	5,482	5,482	5,482	5,482	3,451
应付税款	1,970	1,838	1,644	1,480	1,321	2,339
金融衍生工具	3	254	254	254	254	265
其他流动负债	6,192	3,471	3,471	3,471	3,471	9,297
<b>总流动负债</b>	<b>81,312</b>	<b>80,082</b>	<b>84,293</b>	<b>85,202</b>	<b>88,919</b>	<b>87,333</b>
长期贷款	16,036	15,541	15,541	15,541	15,541	13,578
长期应付款项	7,268	10,234	10,234	10,234	10,234	13,063
递延收入	497	644	644	644	644	622
递延所得税负债	344	405	405	405	405	822
其他非流动负债	3,858	4,664	4,664	4,664	4,664	4,866
<b>总非流动负债</b>	<b>28,003</b>	<b>31,488</b>	<b>31,488</b>	<b>31,488</b>	<b>31,488</b>	<b>32,951</b>
股东权益	33,300	39,402	45,486	52,229	59,803	41,077
少数股东权益	14,550	15,728	18,334	21,228	24,470	16,084
总股权	47,849	55,130	63,820	73,457	84,274	57,160
<b>负债和权益总额</b>	<b>157,164</b>	<b>166,700</b>	<b>179,600</b>	<b>190,147</b>	<b>204,680</b>	<b>177,445</b>
<b>总资产</b>	<b>157,164</b>	<b>166,700</b>	<b>179,600</b>	<b>190,147</b>	<b>204,680</b>	<b>177,445</b>
总负债	26,915	21,840	21,840	21,840	21,840	21,427
净负债(现金)	(8,073)	(14,205)	(17,447)	(25,210)	(34,778)	(14,551)
净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
资产回报率(%)	4.4	4.6	4.8	5.0	5.2	1.2
股权回报率(%)	20.7	20.5	19.6	18.9	18.5	5.2

资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

海尔智家：现金流量表预测

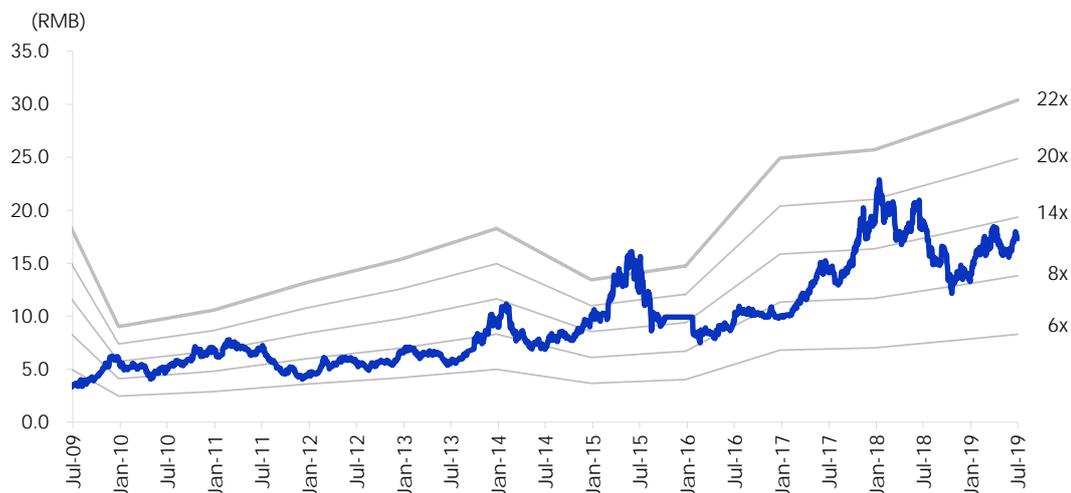
年初至 12月(百万元人民币)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
<b>息税折旧摊销前利润</b>	<b>15,214</b>	<b>15,708</b>	<b>17,298</b>	<b>19,270</b>	<b>21,098</b>
其他非现金项目调整	(1,637)	6,146	0	0	0
<b>营运资本变动</b>					
库存	(22,538)	160	(2,546)	(665)	(1,654)
应收账款	(25,924)	1,272	(2,438)	142	(2,201)
其他应收账款	(1,192)	(435)	(156)	(162)	(168)
应付账款	42,616	4,769	2,932	(454)	2,289
应收贸易账款和应收票据	19,652	(4,300)	1,474	1,528	1,585
已付税款	(7,884)	(8,930)	(2,273)	(2,473)	(2,745)
利息收入	332	476	497	430	494
已付利息	(1,936)	(1,415)	(1,310)	(1,354)	(1,354)
<b>营运现金流</b>	<b>16,704</b>	<b>18,934</b>	<b>13,478</b>	<b>16,261</b>	<b>17,345</b>
资本支出	(4,335)	(6,757)	(8,000)	(6,000)	(5,000)
<b>自由现金流</b>	<b>12,369</b>	<b>12,177</b>	<b>5,478</b>	<b>10,261</b>	<b>12,345</b>
其他投资现金流	(2,232)	(2,773)	0	0	0
固定资产处置	825	1,864	0	0	0
已付股息	(2,899)	(3,820)	(2,235)	(2,499)	(2,777)
相关企业进出	1,380	2,969	0	0	0
其他现金流	6,582	79	0	0	0
<b>净现金流</b>	<b>16,025</b>	<b>10,497</b>	<b>3,243</b>	<b>7,762</b>	<b>9,569</b>
借贷变化	(4,552)	(9,718)	0	0	0
<b>总现金流</b>	<b>11,473</b>	<b>779</b>	<b>3,243</b>	<b>7,762</b>	<b>9,569</b>

资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

## 估值和风险

我们以优于大市评级和人民币 20.30 元目标价首次覆盖海尔智家，给予 14 倍的 2020 年市盈率。我们认为从其市场领先地位、均衡的地域组合和稳健的盈利增长前景看是合理的。我们的目标估值也代表其 5 年历史平均水平。

### 海尔智家：12个月市盈率区间



资料来源：彭博，建银国际证券

### 海尔智家：12个月市盈率



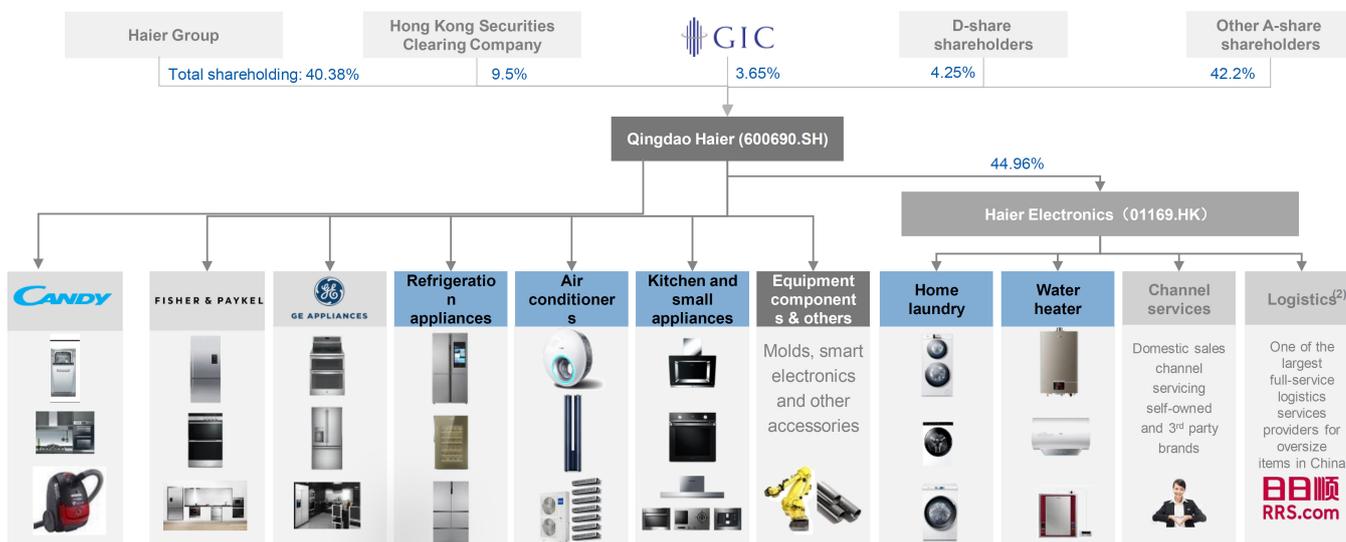
资料来源：彭博，建银国际证券

下行风险：海外效率提升弱于预期、中国消费市场弱于预期。

## 公司背景

海尔智能家居（原名青岛海尔）主要从事家用电器的研发、生产和销售；产品组合涵盖冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨房电器产品、小家电、U-home 智能家居企业等。公司为消费者提供一整套的智能家居解决方案，创造更好的生活体验，公司的渠道整合服务业务主要为客户提供全方位的服务，如分销、物流和售后服务、家用电器以及其他增值服务。公司还成功收购了日本三洋的白色家电业务、通用电器的家用电器业务、新西兰的 Fisher 和 Paykel 业务，持有墨西哥 MABE 公司 48.41% 的股权，并收购了意大利金鼎以建立其全球竞争力。通过不断优化资源整合能力和全球战略协同效应，公司实现了七大世界级品牌的布局 and 全球运营，包括海尔、卡萨帝、统帅、美国通用电器、新西兰 Fisher & Paykel、日本的 AQUA 和意大利金鼎。2018 年，海外业务收入占总收入的 42%，而近 100% 的收入来自自有品牌。

## 海尔智家股权结构和业务运营



As of 31 March 2019

公司于 2019 年 6 月从青岛海尔更名为海尔智能家居。资料来源：公司资料，建银国际证券

海尔智家 - 主要管理层背景

姓名	职位	性别	年龄	主要背景
梁海山	主席及首席执行官	男	53	- 梁先生是高级工程师.曾任青岛青岛海尔冰箱有限公司质量部门负责人、青岛海尔空调股份有限公司总经理、海尔集团高级副总裁、海尔集团轮值总裁。现任海尔集团董事会副主席、第九届董事会主席、青岛海尔股份有限公司总经理。
谭丽霞	副总裁	女	49	- 谭女士曾担任海尔空调电子进出口公司董事兼总经理助理、海尔空调电子进出口公司，综合部主管、副董事、海尔集团海外市场开发部副部长、部长，海尔集团财务管理部主管、海尔集团首席财务官。现任海尔集团执行副总裁、海尔金融控股有限公司董事长，青岛海尔公司第九届董事会副主席
彭剑锋	董事	男	58	
武常岐	董事	男	64	
周洪波	董事	男	57	- 周先生为 UniLink 董事长，北京汉邦科技股份有限公司董事会成员，东土科技有限责任公司兼职首席科学家。
刘海峰	董事	男	49	- 刘先生现任德宏资本总裁、KKR 全球合伙人、KKR 亚洲私募股权联席主管兼 KKR 大中华区首席执行官。
吴澄	独立董事	男	79	- 吴先生是中国工程院院士、信息与自动化专家，同时他也是一名教授。
戴德明	独立董事	男	57	
施天涛	独立董事	男	57	
宫伟	首次财务官、副总裁	男	46	- 宫先生为海尔集团财务管理人员。
明国珍	董事会秘书、副总裁	女	55	- 明女士是高级经济师。目前是该公司的副总经理兼董事会秘书。

资料来源：公司数据，建银国际证券

## 海尔智家 | 600690 CH – 财务概览

### 损益表

财年截至 12月31日(百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
空调	28,731	31,773	32,726	34,362	36,080
冰箱	48,487	54,339	59,230	63,968	69,086
厨房用具	23,238	24,951	28,693	32,423	35,990
热水炉	7,108	7,924	8,637	9,415	10,262
洗衣机	31,522	36,268	41,346	46,308	51,401
设备产品	2,922	1,478	1,596	1,724	1,862
综合渠道服务及其他	20,815	25,762	27,822	30,048	32,452
其他业务	606	822	863	907	952
<b>收入</b>	<b>163,429</b>	<b>183,317</b>	<b>200,914</b>	<b>219,154</b>	<b>238,085</b>
销货成本	(112,607)	(130,154)	(141,513)	(153,638)	(166,231)
<b>毛利</b>	<b>50,822</b>	<b>53,162</b>	<b>59,401</b>	<b>65,516</b>	<b>71,853</b>
其他收入	2,778	2,322	2,250	2,250	2,250
运营支出	(41,493)	(42,915)	(47,835)	(52,397)	(57,063)
<b>税前利润</b>	<b>12,107</b>	<b>12,569</b>	<b>13,816</b>	<b>15,370</b>	<b>17,040</b>
净财务收入(支出)	(1,604)	(939)	(813)	(924)	(860)
<b>税前利润</b>	<b>10,503</b>	<b>11,629</b>	<b>13,003</b>	<b>14,445</b>	<b>16,180</b>
税费	(1,475)	(1,859)	(2,078)	(2,309)	(2,586)
<b>总利润</b>	<b>9,028</b>	<b>9,771</b>	<b>10,925</b>	<b>12,136</b>	<b>13,594</b>
少数股东权益	(2,121)	(2,330)	(2,606)	(2,895)	(3,242)
<b>归属股东净利润</b>	<b>6,908</b>	<b>7,440</b>	<b>8,319</b>	<b>9,242</b>	<b>10,351</b>
<b>核心利润</b>	<b>6,908</b>	<b>7,440</b>	<b>8,319</b>	<b>9,242</b>	<b>10,351</b>
报告每股盈利(人民币)	1.13	1.17	1.31	1.45	1.63
摊薄每股盈利(人民币)	1.13	1.16	1.31	1.45	1.63
核心每股盈利(人民币)	1.13	1.17	1.31	1.45	1.63
股息(百万元人民币)	2,085	2,235	2,499	2,777	3,110
每股股息(人民币)	0.34	0.35	0.39	0.44	0.49

### 现金流量表

财年截至 12月31日(百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>税前利润</b>	<b>10,503</b>	<b>11,629</b>	<b>13,003</b>	<b>14,445</b>	<b>16,180</b>
摊销及贬值	3,107	3,140	3,482	3,900	4,058
调整净利息支出	1,604	939	813	924	860
调整非现金项目	(1,637)	6,146	-	-	-
人力成本变动	12,614	1,467	(735)	389	(148)
已付税款	(7,884)	(8,930)	(2,273)	(2,473)	(2,745)
<b>运营现金流</b>	<b>18,308</b>	<b>14,391</b>	<b>14,291</b>	<b>17,186</b>	<b>18,206</b>
固定资产减值	825	1,864	-	-	-
资本支出	(4,335)	(6,757)	(8,000)	(6,000)	(5,000)
投资	(2,232)	(2,773)	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(5,742)</b>	<b>(7,666)</b>	<b>(8,000)</b>	<b>(6,000)</b>	<b>(5,000)</b>
借贷变动	(4,552)	(9,718)	-	-	-
已付股息	(2,899)	(3,820)	(2,235)	(2,499)	(2,777)
其他	7,962	3,048	-	-	-
<b>财务现金流</b>	<b>510</b>	<b>(10,489)</b>	<b>(2,235)</b>	<b>(2,499)</b>	<b>(2,777)</b>
<b>现金流变动</b>	<b>13,077</b>	<b>(3,764)</b>	<b>4,056</b>	<b>8,687</b>	<b>10,429</b>
期初现金及等价物	23,878	34,988	36,045	39,287	47,050
<b>期末现金及等价物</b>	<b>34,988</b>	<b>36,045</b>	<b>39,287</b>	<b>47,050</b>	<b>56,618</b>
<b>自由现金流</b>	<b>12,369</b>	<b>12,177</b>	<b>5,478</b>	<b>10,261</b>	<b>12,345</b>

资料来源: 历史年度为公司数据, 建银国际证券预测年度估计

### 资产负债表

财年截至 12月31日(百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
现金及等价物	34,988	36,045	39,287	47,050	56,618
抵押存款、限制性现金	837	1,412	1,412	1,412	1,412
应收账款	27,117	26,279	28,873	28,893	31,262
库存	22,538	22,377	24,923	25,588	27,242
其他流动资产	5,103	8,148	8,148	8,148	8,148
<b>总流动资产</b>	<b>90,582</b>	<b>94,260</b>	<b>102,643</b>	<b>111,090</b>	<b>124,681</b>
物业、厂房及设备	17,380	17,550	21,179	22,444	22,602
无形资产	28,571	30,365	31,254	32,089	32,873
其他非流动资产	20,631	24,524	24,524	24,524	24,524
<b>总非流动资产</b>	<b>66,582</b>	<b>72,439</b>	<b>76,957</b>	<b>79,057</b>	<b>79,999</b>
<b>总资产</b>	<b>157,164</b>	<b>166,700</b>	<b>179,600</b>	<b>190,147</b>	<b>204,680</b>
短期借贷	10,879	6,299	6,299	6,299	6,299
贸易、票据应付款项	62,268	62,737	67,142	68,216	72,091
其他流动负债	8,165	11,046	10,852	10,688	10,529
<b>总流动负债</b>	<b>81,312</b>	<b>80,082</b>	<b>84,293</b>	<b>85,202</b>	<b>88,919</b>
长期借贷	16,036	15,541	15,541	15,541	15,541
<b>总流动负债</b>	<b>11,967</b>	<b>15,946</b>	<b>15,946</b>	<b>15,946</b>	<b>15,946</b>
<b>总非流动负债</b>	<b>28,003</b>	<b>31,488</b>	<b>31,488</b>	<b>31,488</b>	<b>31,488</b>
<b>总负债</b>	<b>109,315</b>	<b>111,569</b>	<b>115,781</b>	<b>116,690</b>	<b>120,406</b>
<b>股本</b>	<b>6,097</b>	<b>6,368</b>	<b>6,368</b>	<b>6,368</b>	<b>6,368</b>
拨备及留存利润	27,202	33,034	39,118	45,860	53,435
<b>股东权益</b>	<b>33,300</b>	<b>39,402</b>	<b>45,486</b>	<b>52,229</b>	<b>59,803</b>
少数股东权益	14,550	15,728	18,334	21,228	24,470
<b>总股本</b>	<b>47,849</b>	<b>55,130</b>	<b>63,820</b>	<b>73,457</b>	<b>84,274</b>
<b>权益和总负债</b>	<b>157,164</b>	<b>166,700</b>	<b>179,600</b>	<b>190,147</b>	<b>204,680</b>

### 财务比率

财年截至 12月31日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>增长(%)</b>					
营业收入		12.2	9.6	9.1	8.6
息税折旧及摊销前利润		3.2	10.1	11.4	9.5
息税前利润		3.8	9.9	11.2	10.9
净利润		7.7	11.8	11.1	12.0
核心净利润		7.7	11.8	11.1	12.0
<b>盈利(%)</b>					
毛利率	31.1	29.0	29.6	29.9	30.2
息税折旧摊销前利润率	9.3	8.6	8.6	8.8	8.9
息税前利润率	7.4	6.9	6.9	7.0	7.2
净利润率	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3
核心净利率	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3
税率	14.0	16.0	16.0	16.0	16.0
<b>效率(天)</b>					
库存周转天数	37	63	61	60	58
应收账款周转天数	29	50	47	45	43
应付账款周转天数	69	126	126	119	112
<b>益及杠杆比率(%)</b>					
平均资产收益率	8.8	4.6	4.8	5.0	5.2
平均每股收益率	41.5	20.5	19.6	18.9	18.5
净借贷(现金)/股权比	(16.9)	(25.8)	(27.3)	(34.3)	(41.3)
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1

## 美的集团 | 000333 CH

### 长期赢家

- ▶ 多元化的产品组合、强大增长潜力
- ▶ 高效管理激励机制
- ▶ 首次覆盖给予 63.50 元人民币目标价

多元化的产品组合提供了强大的增长潜力。我们认为美的多元化产品组合具有强大的增长潜力，我们期望公司可以通过利用品牌协同效应，与供应商和分销商进行价格谈判以及提高运营效率来实现这一目标。截至今日，公司拥有六大品牌，即美的、COLMO、华凌、东芝、小天鹅和富康，涵盖中国大众市场到高端家电市场。此外，在 2019 年上半年完成收购领先的高端洗衣机制造商小天鹅之后美的已成为中国最大的洗衣机制造商。另外，公司对家电行业内快速增长的小家电的曝光也是美的增长的最佳优势。鉴于价格具有竞争力的价格、优质的产品和强大的品牌知名度，我们预计美的将继续在中国家电市场获得市场份额。我们认为美的更高的自动化水平也是一个主要的竞争优势。

**具吸引力的管理激励计。**随着美的业务的增长，我们认为保持和激励其管理的有效方法之一是使他们的利益与公司的业绩保持一致，而美的通过其管理激励计划正在这样做。更重要的是我们认为，股票期权计划证明了公司在保护股东利益方面的良好公司治理。

**首次覆盖优于大市，目标价 63.50 元人民币。**根据收入 8.2%/9.3% 的增长，我们预计 2019/2020 年净利润将同比增长 12.5%/14.3%。我们首次覆盖美的给予表现优于大市，目标价为 63.50 元人民币（16 倍 2020 年市盈率）。我们相信，目标估值是由美的市场领导地位、稳固的基本面和良好的公司治理所证明的。下行风险：中国和海外零售市场弱于预期，原材料价格涨幅高于预期。

#### 预测及估值

年初至 12 月 31 日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入(百万元人民币)	241,919	261,820	283,362	309,689	338,830
同比(%)	51.3	8.2	8.2	9.3	9.4
净利润(百万元人民币)	17,284	20,231	22,764	26,025	30,115
同比(%)	17.7	17.1	12.5	14.3	15.7
全面摊薄每股盈利(元人民币)	2.63	3.05	3.47	3.97	4.59
同比(%)	15.1	15.9	13.7	14.3	15.7
市盈率	20.5	17.7	15.5	13.6	11.7
摊薄每股股息(人民币)	1.22	1.30	1.47	1.68	1.94
股息率(%)	2.3	2.4	2.7	3.1	3.6
市帐率(倍)	5.1	4.5	3.8	3.3	2.8
平均资产回报率(%)	46.9	25.8	25.2	24.7	24.4
净负债/股权(%)	(14.7)	6.3	(12.6)	(21.7)	(36.3)

资料来源：彭博，建银国际证券预测

### 优于大市 (首次覆盖)

现价：**53.90 人民币**  
(截至 2019 年 7 月 11 日)

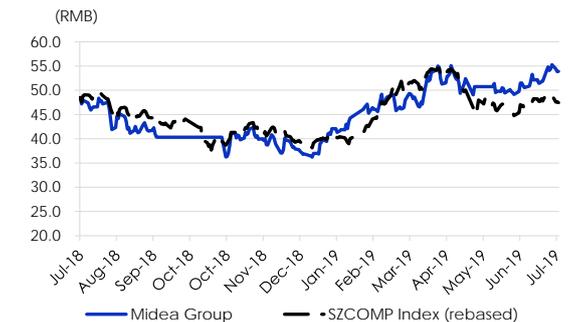
目标价：**▶ 63.50 人民币**  
(首次覆盖)

#### 重要数据

52 周股价高低	34.10-56.35 元人民币
市值(百万)	373,652 元人民币/54,299 美元
自由流通量(百万股)	6,932
公众持股率(%)	39
3 个月日均成交量(百万股)	29.4
3 个月日均成交量(百万美元)	222.6
12 个月预期收益率(%)	21

资料来源：彭博，建银国际证券预测

#### 股价相对于深证综合指数



资料来源：彭博

#### 股价表现

表现区间	1 月	3 月	12 月
绝对表现	8.3	(1.5)	11.1
相对于深证综合指数表现	3.8	11.3	13.3

资料来源：彭博

**朱晓滨**

(852) 3911 8252  
anitachu@ccbintl.com

**陈兆昌, CFA**

(852) 3911 8247  
forrestchan@ccbintl.com

## 多元化产品组合注入强大增长潜力

我们认为美的多元化产品组合具有强大的增长潜力，我们期望通过利用其品牌协同效应，与供应商和分销商进行价格谈判以及提高运营效率来实现这一目标。截至今日，该公司拥有六大品牌，即美的，COLMO，华凌，东芝，小天鹅，富康，覆盖中国大众市场到中国的高端家电市场。

美的品牌主要针对喜欢物有所值产品的客户。鉴于消费升级和中国年轻一代消费的增长，美的于2018年10月推出了提供AI应用产品的高端品牌“COLMO”，并利用其“华凌”品牌，一个年轻的家电品牌形象，期待在2019年上半年为获得客户提供吸引力。此外，为了在中高端家电市场获得市场份额，美的于2016年收购了东芝、2017年收购了小天鹅，并开发了自己的优质品牌比佛利。此外，它还试图建立自己的基于互联网的供应链和零售管理系统BUGU，以增强客户体验。我们将其归类为其互联网品牌的一部分。

### 美的中国的品牌系列

核心品牌	专业品牌	互联网品牌
COLMO	比佛利	BUGU
美的	东芝	
华凌	小天鹅	

资料来源：公司资料，建银国际证券

继2019年收购领先的高端洗衣机制造商小天鹅之后，美的已成为中国最大的洗衣机制造商。此外，其在家电行业内快速增长的小家电领域的覆盖也是美的成长的最佳点。鉴于具有竞争力的价格、优质的产品和强大的品牌知名度，我们预计美的将继续在中国各个领域获得市场份额。

### 美的产品和细分市场份额

产品种类	线下零售销售的市场份额排名（2018）
空调	2
洗衣设备	2*
冰箱	3
电饭煲	1
料理机	1
电压力锅	1
水净化器	1
电暖器	1
电磁炉	2
热水器	3
吸尘器	4
抽油烟机	4

\*\*美的在2019年上半年与小天鹅合并后已经成为最大市场参与者。

资料来源：中国市场观察

## 强大的兼并收购记录

美的于 2019 年上半年收购了领先的中高端洗衣机品牌小天鹅。我们预计公司将未来将专注于品牌的整合和效率提升。我们对管理层的执行能力充满信心。鉴于早于 2016 年收购了日本大型家用电器制造商东芝 80% 的股份，公司的行业整合进展顺利。美的成功在 2018 年成功转变了东芝的业务。公司还于 2017 年收购了德国领先的机器人制造商和自动化解决方案供应商 KUKA 的 95%，以实现产品多样化。我们预计更高的自动化利用率协同效应将于 2019 年及以后逐步实现。我们预计效率提升将成为美的 2019-2020 的主要关注点。

## 高效管理层激励机制

随着美的业务的增长，我们认为保持和激励其管理的有效方法之一是使其利益与公司的绩效保持一致，美的正在通过其管理激励计划来实现这一目标。我们认为股票期权计划也证明了公司在保护股东利益方面的良好公司治理。根据公司披露信息，在最新的激励计划中，已有 1,100 多名员工获得了总计 4,700 万股的股票期权。

### 美的：高效管理层激励机制

	第一批股票期权 激励计划	第二批股票期权 激励计划	第三批股票期权 激励计划	第四批股票期权 激励计划	第五批股票期权 激励计划	第六批股票期权 激励计划
授予日期	2014年2月	2015年5月	2016年5月	2017年5月	2018年4月	2019年5月
授予股票期权	3,751,875	66,195,000	32,905,000	90,185,800	54,420,000	47,140,000
行使价格(元人民币)	10.01	18.56	17.85	31.52	56.34	52.87
激励授予人数	518	583	735	1,354	1,328	1,146
					(对于第一批股票期权 激励计划的获益者)	
期权有效时期	3年	3年	3年	4年	6年	4年
归属期	2015-2017	2016-2018	2017-2019	2018-2021	2020-2023	2021-2024
行使股票期权	28,395,770	28,342,341	22,609,862	29,509,800	N/A	N/A

资料来源：公司资料，建银国际证券

## 盈利预测

我们预测美的 2019/2020 年的净利润将增长 12.5%/14.3%至 227.64/260.25 亿元人民币，同时收入增长 8.2%、利润率增长 9.3%。我们预计公司 2019/2020 年的毛利率增长 0.3 个百分点/0.5 个百分点，同比运营利润率增长 0.4/0.6 个百分点，主要得益于使用自动化带来的规模性和更高的效率。

### 美的集团：主要预测

(年初至 12 月)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
<b>收入 (百万元人民币)</b>	<b>241,919</b>	<b>261,820</b>	<b>283,362</b>	<b>309,689</b>	<b>338,830</b>
暖气、通风和空调系统 (HVAC)	107,940	123,750	133,651	145,679	158,790
消费者应用	102,986	106,077	114,563	123,728	133,626
机器人和自动化系统	27,150	25,767	27,055	29,761	32,737
其他业务	3,842	6,225	8,093	10,521	13,677
<b>按产品收入来源 (%)</b>					
暖气、通风和空调系统 (HVAC)	44.6	47.3	47.2	47.0	46.9
消费者应用	42.6	40.5	40.4	40.0	39.4
机器人和自动化系统	11.2	9.8	9.5	9.6	9.7
其他业务	1.6	2.4	2.9	3.4	4.0
<b>总收入</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>按产品收入增长 (%)</b>					
暖气、通风和空调系统 (HVAC)	40.8	14.6	8.0	9.0	9.0
消费者应用	28.1	3.0	8.0	8.0	8.0
机器人和自动化系统	N/A	-5.1	5.0	10.0	10.0
其他业务	N/A	62.0	30.0	30.0	30.0
<b>总收入</b>	<b>51.3</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>9.3</b>	<b>9.4</b>
<b>毛利率 (%)</b>					
暖气、通风和空调系统 (HVAC)	29.0	30.6	29.4	30.2	30.4
消费者应用	27.4	29.2	29.3	29.5	29.8
机器人和自动化系统	14.5	22.9	23.0	23.4	23.6
其他业务	14.5	19.7	18.0	18.0	18.0
<b>混合毛利率 (%)</b>	<b>25.4</b>	<b>28.1</b>	<b>28.4</b>	<b>28.9</b>	<b>29.0</b>
分销和销售成本占收入 (%)	11.1	11.9	12.0	11.9	11.8
一般行政和管理费用占收入 (%)	3.1	3.7	3.8	3.7	3.6
研发费用占收入 (%)	3.0	3.2	3.3	3.3	3.3
核心营运利润 (%) – 除政府补助	8.9	8.7	9.1	9.7	10.0
有效税率 (%)	14.8	16.0	16.0	16.0	16.0
<b>核心净利润 (百万元人民币)</b>	<b>17,284</b>	<b>20,231</b>	<b>22,764</b>	<b>26,025</b>	<b>30,115</b>
核心净利润增长 (% 同比)	17.7	17.1	12.5	14.3	15.7
核心净利润率 (%)	7.1	7.7	8.0	8.4	8.9

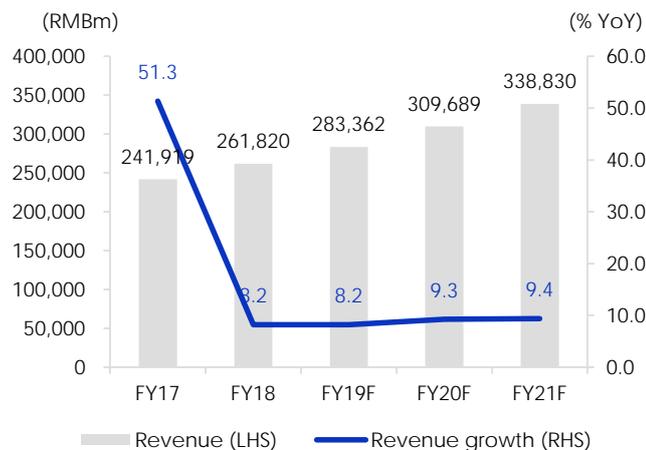
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

美的集团：损益表预测

年初至 12 月(百万元人民币)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	1Q18	1Q19
<b>收入</b>	<b>241,919</b>	<b>261,820</b>	<b>283,362</b>	<b>309,689</b>	<b>338,830</b>	<b>70,288</b>	<b>75,500</b>
同比(%)	51.3	8.2	8.2	9.3	9.4	17.2	7.4
销货成本	(180,461)	(188,165)	(202,822)	(220,336)	(240,550)	(51,869)	(53,878)
毛利润	61,458	73,655	80,540	89,353	98,281	18,418	21,623
同比(%)	39.0	19.8	9.3	10.9	10.0	21.1	17.4
<b>毛利率 (%)</b>	<b>25.4</b>	<b>28.1</b>	<b>28.4</b>	<b>28.9</b>	<b>29.0</b>	<b>26.2</b>	<b>28.6</b>
其他收入	4,174	931	2,100	2,200	2,200	212	(157)
销售及一般行政费用	(42,935)	(50,652)	(55,873)	(60,444)	(65,455)	(11,629)	(14,186)
同比(%)	51.3	18.0	10.3	8.2	8.3	0.0	22.0
占收入(%)	17.7	19.3	19.7	19.5	19.3	16.5	18.8
核心运营利润	21,611	22,823	25,772	30,113	34,031	6,811	7,247
同比(%)	17.8	5.6	12.9	16.8	13.0	0.0	6.4
<b>核心经营利润 (%)</b>	<b>8.9</b>	<b>8.7</b>	<b>9.1</b>	<b>9.7</b>	<b>10.0</b>	<b>9.7</b>	<b>9.6</b>
包括摊销和折旧	6,275	4,397	4,379	4,306	4,245	-	-
息税摊销折旧前利润	29,197	28,537	31,351	35,620	39,476	-	-
同比(%)	0.0	(2.3)	9.9	13.6	10.8	-	-
息税折旧摊销前利润率(%)	12.1	10.9	11.1	11.5	11.7	-	-
利息收入	1,144	2,156	2,706	2,520	3,813	299	953
利息支出	(967)	(704)	(678)	(678)	(678)	(190)	(225)
税前利润	21,855	25,773	29,001	33,155	38,365	6,789	7,719
所得税	(3,244)	(4,123)	(4,639)	(5,303)	(6,137)	(1,143)	(1,178)
有效税率(%)	14.8	16.0	16.0	16.0	16.0	16.8	15.3
<b>净利润</b>	<b>17,284</b>	<b>20,231</b>	<b>22,764</b>	<b>26,025</b>	<b>30,115</b>	<b>5,256</b>	<b>6,129</b>
同比(%)	17.7	17.1	12.5	14.3	15.7	20.8	16.6
净利润率(%)	7.1	7.7	8.0	8.4	8.9	7.5	8.1
<b>核心净利润</b>	<b>17,284</b>	<b>20,231</b>	<b>22,764</b>	<b>26,025</b>	<b>30,115</b>	<b>5,256</b>	<b>6,129</b>
同比(%)	17.7	17.1	12.5	14.3	15.7	20.8	16.6
核心净利润率(%)	7.1	7.7	8.0	8.4	8.9	7.5	8.1

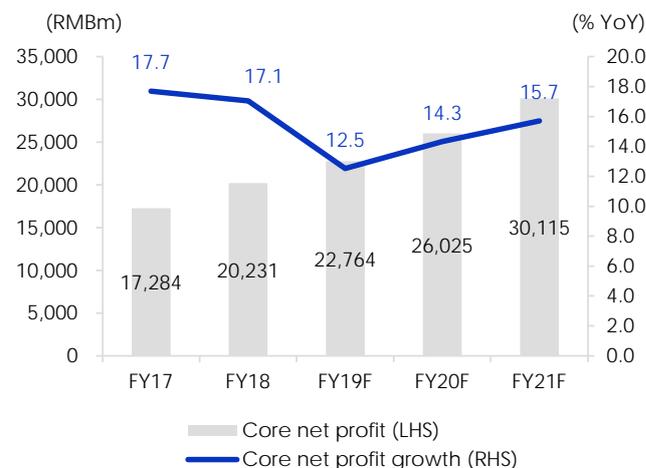
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 美的：收入及增长



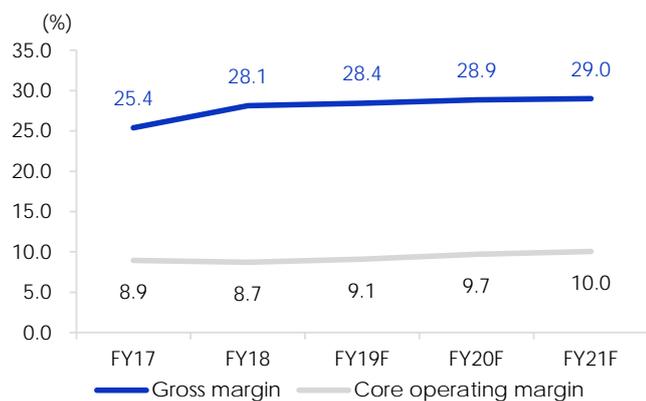
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 美的：核心利润及增长



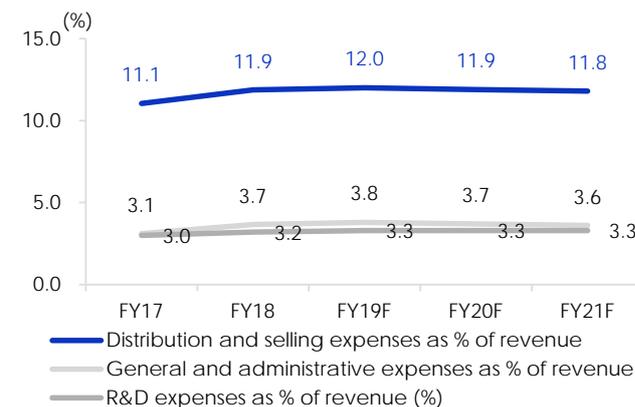
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 美的：毛利率和核心利润率



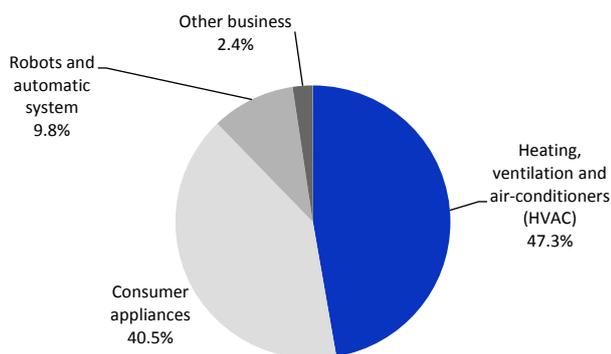
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

### 美的：一般行政开支和推广费用比率



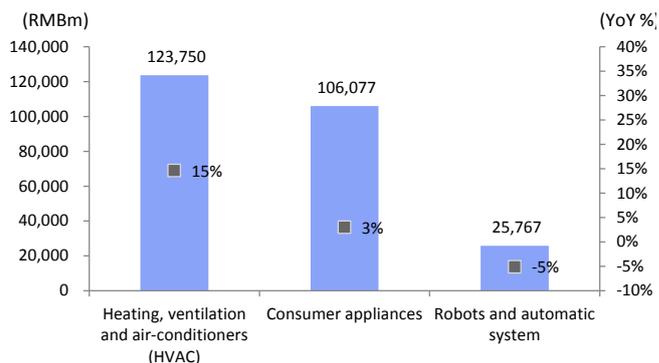
资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

美的：按类别划分收入细分（2018年）



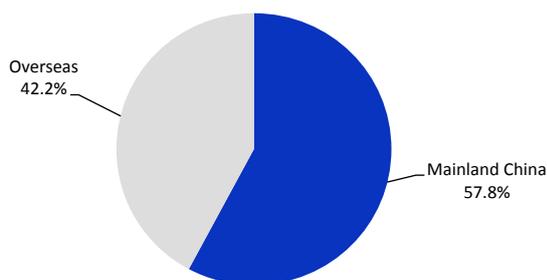
资料来源：公司资料

美的：按类别划分收入增长（2018年）



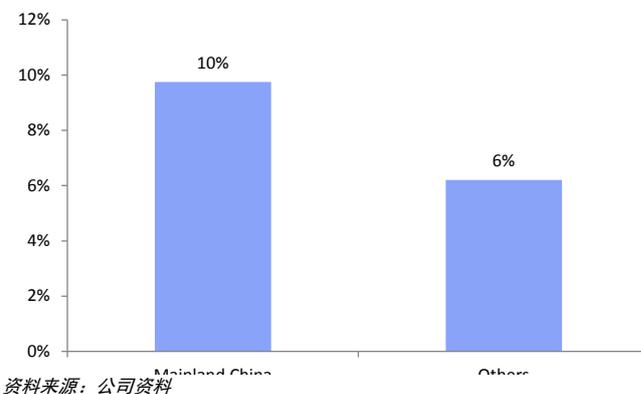
资料来源：公司资料

美的：各地区收入细分（2018年）



资料来源：公司资料

美的：各地区收入增长（2018年）



资料来源：公司资料

虽然过去几年中进行了一系列收购，但美的现金状况依然强劲。截至2018年12月31日，公司的净负债率为6%。展望未来，我们预计短期内不会有重大的并购活动，公司可能会在2019年末转为正净现金。我们预计2019/2020/2021的净现金为142.76亿元/280.73亿元/542.92亿元人民币。由于手头现金充裕，我们预计公司将维持42%的稳定派息政策。

稳定的股息率

**美的：资产负债表预测**

年初至 12月(百万元人民币)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
现金	48,274	27,888	47,337	61,134	87,353
应收账款	28,383	31,946	41,029	35,333	44,501
其他应收款项	4,482	5,187	5,614	6,136	6,713
库存	29,444	29,645	38,148	34,292	42,157
其他流动资产	59,227	88,022	88,022	88,022	88,022
<b>总流动资产</b>	<b>169,811</b>	<b>182,689</b>	<b>220,150</b>	<b>224,917</b>	<b>268,747</b>
房产、厂房及设备	22,601	22,437	21,791	21,235	20,756
预付房租	859	1,191	1,191	1,191	1,191
无形资产	15,167	16,187	16,454	16,704	16,938
商誉	28,904	29,100	29,100	29,100	29,100
建设中项目	880	2,078	2,078	2,078	2,078
投资房产	421	392	392	392	392
存款和预付款	2,634	2,713	2,713	2,713	2,713
递延所得税资产	4,023	4,421	4,421	4,421	4,421
其他非流动资产	2,808	2,492	2,492	2,492	2,492
<b>总非流动资产</b>	<b>78,296</b>	<b>81,012</b>	<b>80,633</b>	<b>80,326</b>	<b>80,081</b>
短期借贷	2,584	970	970	970	970
应付账款	60,353	60,227	79,804	63,867	83,758
其他应付账款	26,126	25,960	28,096	30,707	33,596
应付税款	3,544	3,875	3,444	3,012	2,603
衍生金融工具	90	756	756	756	756
其他流动负债	26,395	38,442	38,442	38,442	38,442
<b>总非流动负债</b>	<b>119,092</b>	<b>130,231</b>	<b>151,513</b>	<b>137,755</b>	<b>160,126</b>
长期借贷	32,986	32,091	32,091	32,091	32,091
长期应付账款	7,269	2,569	2,569	2,569	2,569
递延收入	536	648	648	648	648
递延收入税款	3,973	4,422	4,422	4,422	4,422
其他非流动负债	1,325	1,285	1,285	1,285	1,285
<b>总非流动负债</b>	<b>46,090</b>	<b>41,016</b>	<b>41,016</b>	<b>41,016</b>	<b>41,016</b>
股东权益	73,737	83,072	97,275	113,666	132,767
少数股东权益	9,188	9,382	10,980	12,806	14,919
<b>总股权</b>	<b>82,925</b>	<b>92,455</b>	<b>108,255</b>	<b>126,472</b>	<b>147,687</b>
<b>负债和权益总额</b>	<b>248,107</b>	<b>263,701</b>	<b>300,783</b>	<b>305,243</b>	<b>348,828</b>
<b>总资产</b>	<b>248,107</b>	<b>263,701</b>	<b>300,783</b>	<b>305,243</b>	<b>348,828</b>
<b>总负债</b>	<b>35,570</b>	<b>33,062</b>	<b>33,062</b>	<b>33,062</b>	<b>33,062</b>
<b>净负债 (现金)</b>	<b>(12,704)</b>	<b>5,173</b>	<b>(14,276)</b>	<b>(28,073)</b>	<b>(54,292)</b>
<b>净负债率 (%)</b>	<b>净现金</b>	<b>6</b>	<b>净现金</b>	<b>净现金</b>	<b>净现金</b>
<b>资产回报率 (%)</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	<b>8.1</b>	<b>8.6</b>	<b>9.2</b>
<b>股权回报率 (%)</b>	<b>23.4</b>	<b>25.8</b>	<b>25.2</b>	<b>24.7</b>	<b>24.4</b>

资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

**美的：现金流预测**

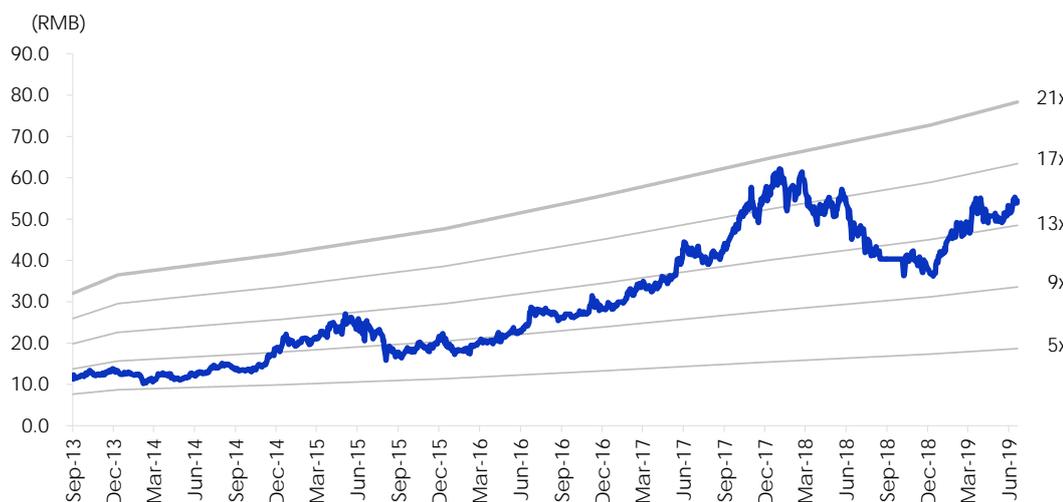
年初至 12 月 (百万元人民币)	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
<b>息税摊销折旧前利润</b>	<b>29,197</b>	<b>28,537</b>	<b>31,351</b>	<b>35,620</b>	<b>39,476</b>
非现金项目调整	137	5,521	0	0	0
<b>人工成本调整</b>					
库存	(7,730)	(77)	(8,503)	3,856	(7,865)
应收贸易账款和应收票据	(10,315)	(17,867)	(9,509)	5,175	(9,746)
应付贸易账款和应收票据	20,860	19,227	21,713	(13,326)	22,780
已付利息	(7,884)	(8,930)	(5,070)	(5,735)	(6,546)
已收利息	1,144	2,156	2,706	2,520	3,813
利息已付	(967)	(704)	(678)	(678)	(678)
<b>经营现金流</b>	<b>24,443</b>	<b>27,861</b>	<b>32,011</b>	<b>27,431</b>	<b>41,233</b>
资本支出	(124,036)	(86,640)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
<b>自由现金流</b>	<b>(99,593)</b>	<b>(58,779)</b>	<b>28,011</b>	<b>23,431</b>	<b>37,233</b>
其他投资现金流	87,770	2,098	0	0	0
固定资产减值	1,526	65,900	0	0	0
发行股权	1,668	2,713	0	0	0
已付股息	(7,908)	(9,303)	(8,562)	(9,634)	(11,014)
其他现金流	(204)	(5,943)	0	0	0
<b>净现金流</b>	<b>(16,741)</b>	<b>(3,314)</b>	<b>19,449</b>	<b>13,797</b>	<b>26,219</b>
借款变动	26,096	(854)	0	0	0
<b>现金流总额</b>	<b>9,355</b>	<b>(4,168)</b>	<b>19,449</b>	<b>13,797</b>	<b>26,219</b>

资料来源：历史年度为公司数据，建银国际证券预测年度估计

## 估值和风险

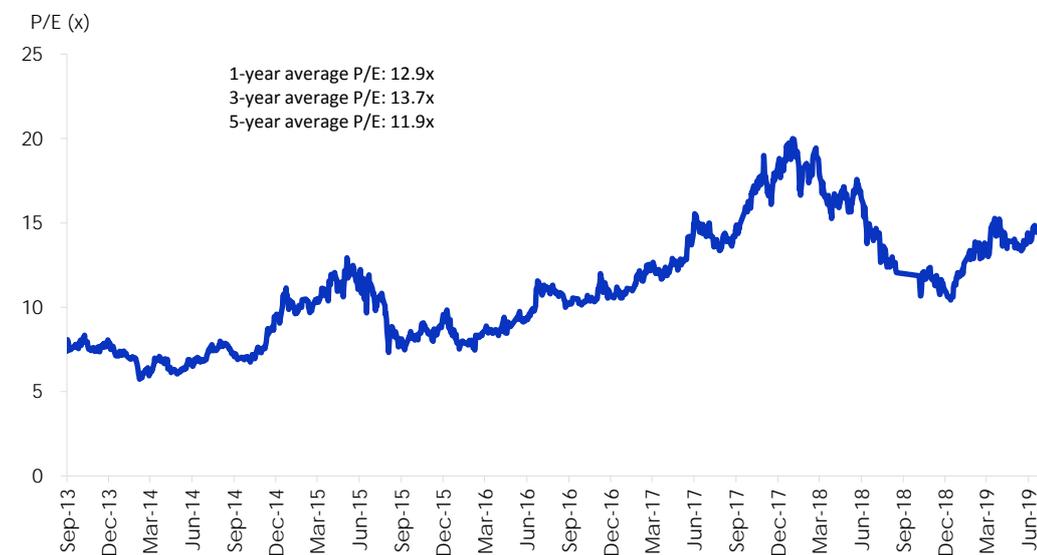
我们首次覆盖美的集团，基于2020年16倍市盈率给予人民币63.50元目标价。我们认为美的领先的市场地位、稳健的基本面、优于同行的盈利增长和良好的公司治理，使我们的目标估值合理。

### 美的：12个月市盈率区间



资料来源：彭博，建银国际证券

### 美的：12个月市盈率



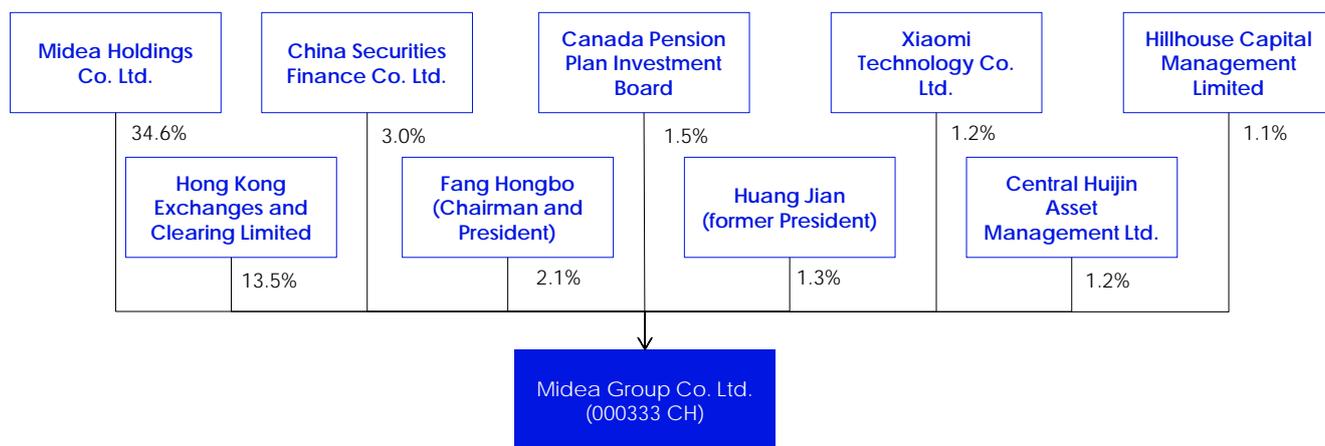
资料来源：彭博，建银国际证券

**下行风险：**中国和海外零售市场弱于预期，原材料价格涨幅高于预期。

## 公司背景

美的是一家拥有强大研发和创新能力的大型家电企业。公司建立了一个拥有 15 个海外制造基地、约 33,000 名海外员工和 24 个运营机构的全球平台，覆盖 200 多个国家和地区，拥有 22 种结算货币。公司提供多样化的产品和服务，包括以住宅空调和商用空调为中心的空调调节系统，以及以厨房用具、冰箱、洗衣设备和各种小家电为中心的消费电器。公司还提供以库卡和广东美的智能机器人有限公司为中心的机器人和工业自动化系统，以及安得物流科技有限公司作为服务平台的集成智能供应链解决方案。

### 美的：股权结构



资料来源：公司资料，建银国际证券

### 美的：主要管理层背景

姓名	职位	性别	年龄	主要背景
方洪波	董事长兼总裁	男	52	- 方先生于 1992 年加入美的，曾担任美的空调业务部总经理、美的制冷电器集团总裁、广东美的控股有限公司董事长兼总裁。方洪波先生同时也是本公司子公司无锡小天鹅股份有限公司的董事长及库卡公司监事会成员。
何剑峰	董事	男	52	- 何先生为美的集团董事。同时也是盈峰投资控股有限公司董事会主席兼总裁。
殷必彤	董事及副总裁	男	51	- 殷先生于 1999 年加入美的，曾担任住宅空调部总经理助理兼市场总监，以及无锡小天鹅股份有限公司总经理兼执行董事。他现任美的集团执行董事兼副总裁及美的住宅空调事业部总裁。
顾炎民	董事及副总裁	男	56	- 顾先生于 2000 年加入美的，曾任美的集团海外策略负责人、美的空调制冷集团海外战略与发展负责人、海外战略与发展负责人、海外业务发展负责人。现任本公司执行董事、副总裁兼库卡监事会主席。
于刚	董事	男	60	- 余先生曾担任亚马逊全球供应链副总裁兼戴尔全球采购副总裁。现为董事会执行主席、董事以及 111 集团联合创始人。
薛云奎	独立董事	男	55	
管清友	独立董事	男	42	
韩踐	独立董事	女	47	

资料来源：公司资料，建银国际证券

## 美的集团 | 000333 CH - 财务概览

### 损益表

财年截至 12月31日(百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
暖气、通风和空调系统 (HVAC)	107,940	123,750	133,651	145,679	158,790
消费者应用	102,986	106,077	114,563	123,728	133,626
机器人和自动化系统	27,150	25,767	27,055	29,761	32,737
其他业务	3,842	6,225	8,093	10,521	13,677
<b>收入</b>	<b>241,919</b>	<b>261,820</b>	<b>283,362</b>	<b>309,689</b>	<b>338,830</b>
销货成本	(180,461)	(188,165)	(202,822)	(220,336)	(240,550)
<b>毛利润</b>	<b>61,458</b>	<b>73,655</b>	<b>80,540</b>	<b>89,353</b>	<b>98,281</b>
其他收入	4,399	1,137	2,305	2,405	2,405
运营费用	(42,935)	(50,652)	(55,873)	(60,444)	(65,455)
<b>息税前利润</b>	<b>22,922</b>	<b>24,140</b>	<b>26,972</b>	<b>31,313</b>	<b>35,231</b>
净财务收入(支出)	(1,067)	1,634	2,028	1,842	3,134
<b>税前利润</b>	<b>21,855</b>	<b>25,773</b>	<b>29,001</b>	<b>33,155</b>	<b>38,365</b>
税费	(3,244)	(4,123)	(4,639)	(5,303)	(6,137)
<b>总利润</b>	<b>18,611</b>	<b>21,650</b>	<b>24,362</b>	<b>27,851</b>	<b>32,228</b>
少数股东权益	(1,328)	(1,420)	(1,597)	(1,826)	(2,113)
<b>归属股东净利润</b>	<b>17,284</b>	<b>20,231</b>	<b>22,764</b>	<b>26,025</b>	<b>30,115</b>
<b>核心利润</b>	<b>17,284</b>	<b>20,231</b>	<b>22,764</b>	<b>26,025</b>	<b>30,115</b>
报告每股盈利(人民币)	2.66	3.08	3.47	3.97	4.59
摊薄每股盈利(人民币)	2.63	3.05	3.47	3.97	4.59
核心每股盈利(人民币)	2.66	3.08	3.47	3.97	4.59
股息(百万元人民币)	7,901	8,562	9,634	11,014	12,745
每股股息(人民币)	1.20	1.30	1.47	1.68	1.94

### 现金流量表

财年截至 12月31日(百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>税前利润</b>	<b>21,855</b>	<b>25,773</b>	<b>29,001</b>	<b>33,155</b>	<b>38,365</b>
摊销及贬值	6,275	4,397	4,379	4,306	4,245
调整净利息支出	177	1,452	2,028	1,842	3,134
调整非现金项目	137	5,521	-	-	-
人力成本变动	2,815	1,282	3,701	(4,296)	5,169
已付税款	(7,884)	(8,930)	(5,070)	(5,735)	(6,546)
其他	1,067	(1,634)	(2,028)	(1,842)	(3,134)
<b>经营现金流</b>	<b>24,443</b>	<b>27,861</b>	<b>32,011</b>	<b>27,431</b>	<b>41,233</b>
固定资产减值	1,526	65,900	-	-	-
资本支出	(124,036)	(86,640)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
投资	87,770	2,098	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(34,740)</b>	<b>(18,642)</b>	<b>(4,000)</b>	<b>(4,000)</b>	<b>(4,000)</b>
借贷变动	26,096	(854)	-	-	-
发行股本	1,668	2,713	-	-	-
已付股息	(7,908)	(9,303)	(8,562)	(9,634)	(11,014)
其他	(204)	(5,943)	-	-	-
<b>财务现金流</b>	<b>19,652</b>	<b>(13,387)</b>	<b>(8,562)</b>	<b>(9,634)</b>	<b>(11,014)</b>
<b>现金流变动</b>	<b>9,355</b>	<b>(4,168)</b>	<b>19,449</b>	<b>13,797</b>	<b>26,219</b>
期初现金及等价物	12,514	21,832	17,952	37,401	51,198
<b>期末现金及等价物</b>	<b>48,274</b>	<b>27,888</b>	<b>47,337</b>	<b>61,134</b>	<b>87,353</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(99,593)</b>	<b>(58,779)</b>	<b>28,011</b>	<b>23,431</b>	<b>37,233</b>

资料来源: 历史年度为公司数据, 建银国际证券预测年度估计

### 资产负债表

财年截至 12月31日(百万元人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
现金及等价物	48,274	27,888	47,337	61,134	87,353
应收账款	32,865	37,134	46,643	41,468	51,214
库存	29,444	29,645	38,148	34,292	42,157
其他流动资产	59,227	88,022	88,022	88,022	88,022
<b>总流动资产</b>	<b>169,811</b>	<b>182,689</b>	<b>220,150</b>	<b>224,917</b>	<b>268,747</b>
房产、厂房及设备	23,460	23,629	22,983	22,426	21,947
无形资产	44,071	45,287	45,554	45,804	46,038
其他非流动资产	10,766	12,096	12,096	12,096	12,096
<b>总非流动资产</b>	<b>78,296</b>	<b>81,012</b>	<b>80,633</b>	<b>80,326</b>	<b>80,081</b>
<b>总资产</b>	<b>248,107</b>	<b>263,701</b>	<b>300,783</b>	<b>305,243</b>	<b>348,828</b>
短期借贷	2,584	970	970	970	970
应付货款	86,479	86,187	107,900	94,574	117,354
其他流动负债	30,029	43,074	42,643	42,211	41,802
<b>总流动负债</b>	<b>119,092</b>	<b>130,231</b>	<b>151,513</b>	<b>137,755</b>	<b>160,126</b>
长期借贷	33,523	32,739	32,739	32,739	32,739
其他非流动负债	12,567	8,277	8,277	8,277	8,277
<b>总非流动负债</b>	<b>46,090</b>	<b>41,016</b>	<b>41,016</b>	<b>41,016</b>	<b>41,016</b>
<b>总负债</b>	<b>165,182</b>	<b>171,247</b>	<b>192,528</b>	<b>178,771</b>	<b>201,142</b>
<b>股本</b>	<b>6,561</b>	<b>6,663</b>	<b>6,663</b>	<b>6,663</b>	<b>6,663</b>
<b>拨备及留存利润</b>	<b>67,176</b>	<b>76,409</b>	<b>90,612</b>	<b>107,003</b>	<b>126,104</b>
<b>股东权益</b>	<b>73,737</b>	<b>83,072</b>	<b>97,275</b>	<b>113,666</b>	<b>132,767</b>
少数股东权益	9,188	9,382	10,980	12,806	14,919
<b>总股本</b>	<b>82,925</b>	<b>92,455</b>	<b>108,255</b>	<b>126,472</b>	<b>147,687</b>
<b>权益和总负债</b>	<b>248,107</b>	<b>263,701</b>	<b>300,783</b>	<b>305,243</b>	<b>348,828</b>

### 财务比率

财年截至 12月31日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>增长(%)</b>					
营业收入		8.2	8.2	9.3	9.4
息税折旧及摊销前利润		(2.3)	9.9	13.6	10.8
息税前利润		5.3	11.7	16.1	12.5
净利润		17.1	12.5	14.3	15.7
核心净利润		17.1	12.5	14.3	15.7
<b>盈利(%)</b>					
毛利率	25.4	28.1	28.4	28.9	29.0
息税折旧摊销前利润率	12.1	10.9	11.1	11.5	11.7
息税前利润率	9.5	9.2	9.5	10.1	10.4
净利润率	7.1	7.7	8.0	8.4	8.9
核心净利率	7.1	7.7	8.0	8.4	8.9
税率	14.8	16.0	16.0	16.0	16.0
<b>效率(天)</b>					
库存周转天数	30	57	61	60	58
应收账款周转天数	21	42	47	45	43
应付账款周转天数	61	117	126	119	112
<b>收益&amp;杠杆(%)</b>					
平均资产收益率	13.9	7.9	8.1	8.6	9.2
平均每股收益	46.9	25.8	25.2	24.7	24.4
净借贷(现金)/股权比	(14.7)	6.3	(12.6)	(21.7)	(36.3)
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4

**评级定义：**

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在 -10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于 -10%

**分析师证明：**

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**免责声明：**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与其它第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件人亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和 / 或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任

何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**  
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097