

美的集团 (000333 CH)

下半年销售增长保守，但利润率提升可期

美的上半年市场份额大幅增加，主要受惠于其空调产品的技术突破及多品牌策略。在原材料价格有所改善以及人民币汇率下跌的情况下，我们对下半年净利润增长乐观。我们维持「买入」评级，并上调目标价至 64.96 元人民币，基于 20 财年市盈率 16 倍（此前为 19 财年 18 倍），对应 1.1 倍 PEG。

■ **上半年净利润增长 17%，略超预期。**美的净利润同比增长 17% 至 152 亿元人民币，符合招银国际预测，但较彭博预期高 2%。公司销售增长 8%，与预期相符。净利润主要受强劲毛利率增长支撑，在 2019 上半年上升 2.3 个百分点至 29.5%（2018 上半年为 27.2%），原因包括：1）原材料成本下降（铜、铝、钢分别下跌 6%、5% 和 8%），而美的因自营生产率高，因此较同业更受惠于此项因素；2）汇率利好出口（年初至今人民币下跌 5%），以及 3）美的多品牌战略（2018 年 10 月推出高端定位品牌 COLMO、2019 年 3 月推出 Midea PRO 系列、互联网品牌 BUGU / 布谷、以及 2019 年推出针对年轻群组的 WAHIN/华凌品牌。然而，由于更高的广告促销和研发费用，净利率比率仅增加 0.8 个百分点至 9.9%。

■ **2019 上半年取得佳绩（尤其是空调）。**尽管空调整体行业销售下跌约 4%，但美的空调销售在上半年同比增长约 12%（线下/在线市场份额上升至 27%/30%，而 2018 年为 25%/23%）。我们认为这成果归因于其创新产品（例如推出更多配备“无风感”技术的产品，和产品获得了 2019 年 AWE 艾普兰金奖）。洗衣机/冰箱/小家电上半年录得约 6%/10%/低个位数销售增长，相对行业约 3%/1%/5% 的增长率。

■ **虽然下半年销售增长保守，但利润率提升可期。**公司在 2019 年目标销售增长为 5-10%，并预期录得毛利率会有改善，以及更快的净利润增长。管理层表示，2019 年 7 月/8 月的空调销售增长放缓至 10% 左右。不过，由于原材料价格持续走软，加上目前管道库存约为 500-600 万件货（行业整体 2,000-3,000 万件），属于健康水平，故我们认为空调的利润率应该会继续提高，并毋须担心销售放缓。此外，我们看到出口业务的毛利率还有潜在上升空间，因人民币兑美元汇率已在 2019 年下半年进一步贬值。KUKA 上半年销售未达预期，但管理层相信销售及税前利润率均会在下半年有所改善。

■ **维持买入评级，并上调目标价至 64.96 元人民币（20% 上升空间）。**我们的新目标价是基于 20 财年市盈率 16 倍（此前为 19 财年 18 倍）。我们将 19/20/21 财年的净利润上调 1.9%/1.1%/0.2%，以反映：1）空调销售增加，2）原材料成本及汇率下降，以及 3）研发费用增加。公司目前 19/20 财年预测市盈率为 15 倍/13 倍，19 财年预测股息率为 2.6%。

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	278,728	309,486	343,792
同比增长(%)	51.3	7.9	7.3	11.0	11.1
净收入(百万元人民币)	17,284	20,231	23,728	27,408	31,786
每股盈利(元人民币)	2.632	3.051	3.547	4.060	4.662
每股盈利变动(%)	15.5	15.9	16.2	14.5	14.8
市盈率(倍)	20.6	17.8	15.3	13.4	11.6
市帐率(倍)	4.3	3.9	3.3	2.8	2.4
股息率(%)	2.2	2.4	2.6	3.0	3.4
权益收益率(%)	22.8	23.1	23.6	23.1	22.8
不良贷款率(%)	21.6	26.8	11.3	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB64.96
(此前目标價)	RMB62.65)
潜在升幅	+19.8%
当前股价	RMB54.21

中国家电行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万元人民币)	376,158
3 月平均流通量(百万元人民币)	1368.19
52 周内股价高/低(人民币)	56.35/34.10
总股本(百万)	6,938.9

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%

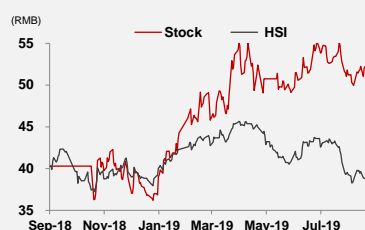
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	3.5%
3-月	10.4%	11.5%
6-月	14.0%	22.9%
12-月	34.5%	35.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

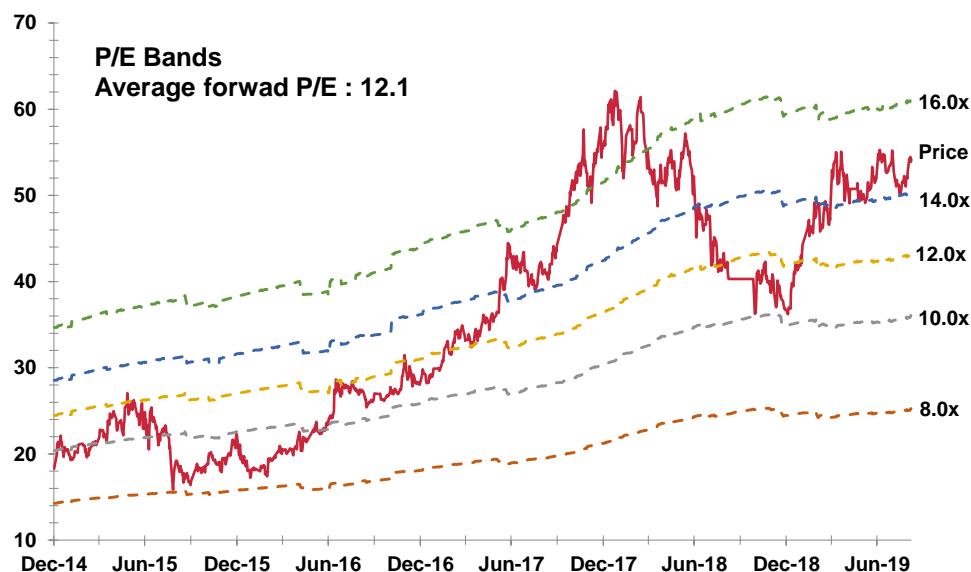
估值

图 1: 同业估值对比

			12m TP	Price	Up/ Down-	Mkt. Cap	Year	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	3yrs PEG (x)	Yield (%)
Company	Ticker	Rati ng	(LC)	(LC)	side	(HKDmn)	End	FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	FY1E	FY1E
A+ H shares Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances														
Midea Group	000333 CH	BUY	64.96	54.21	20%	414,362	Dec-18	15.3	13.4	3.3	2.8	26.2	1.0	2.9
Gree Electronics	000651 CH	NR	n/a	58.80	n/a	389,651	Dec-18	12.5	11.3	3.3	2.9	31.8	1.7	4.2
Haier Smart Home	600690 CH	NR	n/a	16.02	n/a	109,870	Dec-18	12.3	11.0	2.2	1.9	20.0	1.6	2.4
Haier Electronics	1169 HK	NR	n/a	21.70	n/a	60,912	Dec-18	12.0	11.9	2.0	1.7	16.9	1.5	2.1
Hisense JA	921 HK	NR	n/a	8.30	n/a	15,396	Dec-18	6.2	5.4	1.2	1.1	20.8	0.6	4.6
Hisense HA	000921 CH	NR	n/a	11.64	n/a	15,394	Dec-18	9.9	8.8	1.9	1.6	20.8	1.0	3.6
Whirlpool China	600983 CH	NR	n/a	5.34	n/a	4,508	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	(2.1)	n/a	n/a
Zhejiang Aishida	002403 CH	NR	n/a	8.23	n/a	3,176	Dec-18	18.1	16.0	1.2	1.1	6.9	1.5	1.9
Joyoung	002242 CH	NR	n/a	23.46	n/a	19,831	Dec-18	21.3	18.6	4.5	4.1	22.3	2.1	3.2
Hangzhou Robam	002508 CH	NR	n/a	26.99	n/a	28,216	Dec-18	16.0	14.4	3.6	3.2	26.5	2.2	3.2
Zhejiang Supor	002032 CH	NR	n/a	70.40	n/a	63,678	Dec-18	29.6	25.1	8.2	7.0	31.4	2.1	1.7
Vatti Corporation	002035 CH	NR	n/a	10.94	n/a	10,625	Dec-18	12.6	11.2	3.0	2.5	29.1	1.4	2.7
Xinbao Electrica	002705 CH	NR	n/a	12.17	n/a	10,745	Dec-18	15.8	13.6	2.3	2.0	16.2	1.1	3.2
Avg.								15.1	13.4	3.1	2.7	20.5	1.5	3.0
Med.								14.0	12.6	2.6	2.3	20.8	1.5	3.1
International Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances														
Whirlpool Corp	WHR US	NR	n/a	144	n/a	71,646	Dec-18	9.5	8.6	3.2	2.6	35.7	(0.0)	3.3
Ingersoll-Rand Plc	IR US	NR	n/a	122	n/a	230,259	Dec-18	19.0	17.1	4.0	3.7	20.5	1.5	1.8
Smith (A.O.) Corp	AOS US	NR	n/a	48	n/a	61,611	Dec-18	20.1	17.8	4.7	4.2	24.4	6.5	1.9
Helen Of Troy	HELE US	NR	n/a	150	n/a	29,545	Feb-19	18.4	17.3	n/a	n/a	16.6	n/a	n/a
Cree Inc	CREE US	NR	n/a	46	n/a	38,421	Jun-19	318.2	44.7	2.3	2.0	(18.3)	(1.8)	n/a
Irobot Corp	IRBT US	NR	n/a	62	n/a	13,699	Dec-18	16.4	15.4	3.0	2.8	16.7	1.4	0.0
Electrolux Ab	ELUXB SS	NR	n/a	222	n/a	55,988	Dec-18	14.0	11.3	2.7	2.4	19.2	1.0	4.0
Seb Sa	SK FP	NR	n/a	144	n/a	62,666	Dec-18	16.3	14.6	3.0	2.6	21.9	2.5	1.6
Koninklijke Philips	PHIA NA	NR	n/a	43	n/a	337,166	Dec-18	23.2	20.0	3.2	3.0	11.6	1.0	2.0
Daikin Industries	6367 JP	NR	n/a	14075	n/a	302,648	Mar-19	20.5	18.7	2.6	2.4	14.0	2.0	1.2
Panasonic Corp	6752 JP	NR	n/a	850	n/a	153,031	Mar-19	10.4	9.8	1.0	0.9	15.4	(1.6)	3.6
Sony Corp	6758 JP	NR	n/a	6360	n/a	593,348	Mar-19	14.6	13.3	1.9	1.7	23.8	(1.6)	0.6
Hitachi	6501 JP	NR	n/a	3923	n/a	278,371	Mar-19	8.5	7.7	1.0	0.9	7.2	0.2	2.6
Sharp Corp	6753 JP	NR	n/a	1186	n/a	46,322	Mar-19	10.5	10.5	1.8	1.5	31.1	11.4	1.3
Fujitsu General	6755 JP	NR	n/a	1780	n/a	14,269	Mar-19	15.9	14.4	1.6	1.4	7.4	0.7	1.6
Lg Electronics	066570 KS	NR	n/a	62000	n/a	66,723	Dec-18	10.5	6.9	0.7	0.7	5.6	0.9	1.2
Samsung Elect.	005930 KS	NR	n/a	46300	n/a	1,817,675	Dec-18	14.6	11.4	1.2	1.2	11.6	(1.6)	3.1
Woongjin Coway	021240 KS	NR	n/a	83500	n/a	40,524	Dec-18	15.8	14.5	5.0	4.4	34.8	2.8	4.3
Avg.								32.0	15.2	2.5	2.3	16.6	1.5	2.1
Med.								15.9	14.4	2.6	2.4	16.7	1.0	1.8

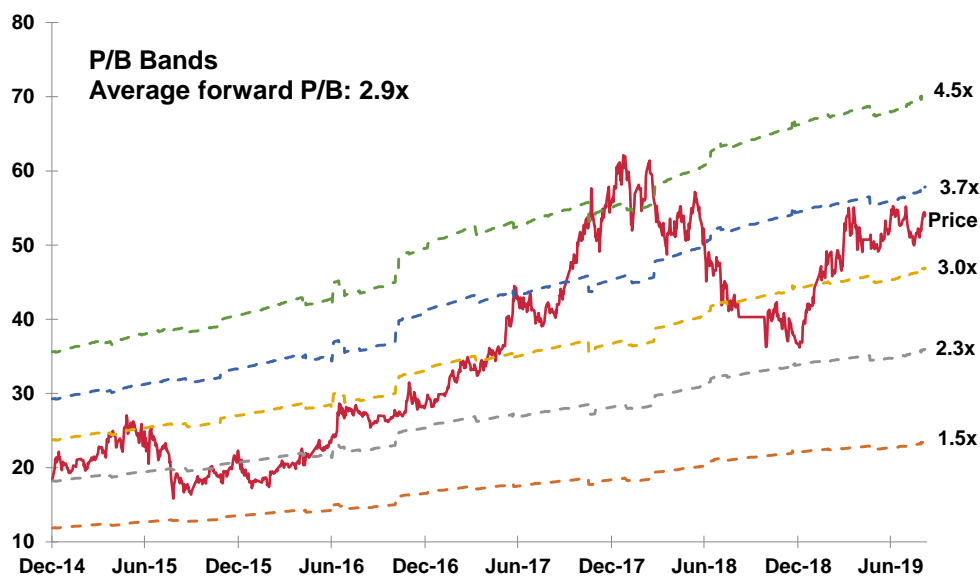
资料来源：彭博及招银国际证券预测

图 2：12 个月预测市盈率区间



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

图 3：12 个月预测市账率区间



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	240,712	259,665	278,728	309,486	343,792
暖通空調	95,352	109,395	120,334	131,164	142,969
消費電器	98,748	102,993	109,172	124,457	141,880
機器人及自動化系統	27,037	25,678	25,678	27,732	29,673
其他	19,575	21,599	23,543	26,133	29,269
銷售成本	(180,461)	(188,165)	(198,855)	(220,808)	(245,199)
毛利	60,252	71,500	79,873	88,678	98,592
其它收入	1,075	1,870	1,390	1,234	1,372
營運支出	(41,519)	(49,035)	(53,517)	(58,314)	(63,673)
折舊和攤銷	(4,374)	(378)	(2,522)	(2,557)	(2,644)
員工成本	(13,903)	(15,276)	(18,100)	(20,001)	(21,997)
銷售及分銷成本 (不包括員工成本折舊和攤銷)	(17,601)	(21,826)	(23,093)	(25,065)	(27,204)
管理費用 (不包括員工成本折舊和攤銷)	(5,638)	(11,553)	(9,799)	(10,688)	(11,825)
其它運營費用	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)
息稅前收益	19,807	24,336	27,746	31,599	36,291
融資成本淨額	(816)	1,823	1,367	1,174	1,003
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	2,863	(386)	279	928	1,719
稅前利潤	21,855	25,773	29,391	33,701	39,013
所得稅	(3,244)	(4,123)	(4,409)	(5,055)	(5,852)
減: 非控制股東權益	1,328	1,420	1,254	1,238	1,375
淨利潤	17,284	20,231	23,728	27,408	31,786

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	19,807	24,336	27,746	31,599	36,291
折舊和攤銷	6,275	2,346	4,689	4,773	4,984
營運資金變動	2,815	1,282	2,497	251	264
已繳納所得稅	(11,139)	(13,739)	(4,409)	(5,055)	(5,852)
其它	6,684	13,637	2,253	2,872	3,422
經營活動所得現金流	24,443	27,861	32,775	34,440	39,108
資本開支	(3,218)	(5,612)	(6,132)	(6,809)	(7,563)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	2,728	2,098	-	-	-
其它	(34,249)	(15,128)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
投資活動所得現金淨額	(34,740)	(18,642)	(11,132)	(11,809)	(12,563)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	26,096	(854)	(1,000)	(3,000)	(4,000)
支付股息	(7,908)	(9,303)	(8,562)	(9,437)	(10,91)
其它	1,464	(3,230)	(607)	(770)	(700)
融資活動所得現金淨額	19,652	(13,38)	(10,16)	(13,20)	(15,61)
現金增加淨額	9,355	(4,168)	11,474	9,425	10,935
年初現金及現金等价物	17,196	22,221	15,981	27,455	36,880
匯兌	(4,329)	(2,072)	-	-	-
年末現金及現金等价物	22,221	15,981	27,455	36,880	47,814

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	78,296	81,012	87,455	94,491	102,070
固定資產	25,655	25,542	27,972	30,993	34,559
無形資產和商譽	44,071	45,287	44,301	43,315	42,329
預付租金	5,245	5,648	10,648	15,648	20,648
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	3,325	4,535	4,535	4,535	4,535
流動資產	169,811	182,689	197,063	213,850	232,983
現金及現金等价物	22,575	16,201	27,675	37,100	48,035
存貨	29,444	29,645	29,964	33,272	36,948
貿易和其他應收款	28,383	31,946	34,364	38,156	42,385
預付款	1,672	2,216	2,379	2,641	2,934
其它流動資產	87,737	102,68	102,68	102,68	102,68
流動負債	119,092	130,231	134,627	139,241	143,702
銀行貸款	2,830	8,137	7,137	4,137	137
應付款	60,353	60,227	65,377	72,594	80,614
應計費用和其他應付款	3,361	3,346	3,592	3,988	4,430
應付稅款	3,544	3,875	3,875	3,875	3,875
其它流動負債	49,005	54,646	54,646	54,646	54,646
非流動負債	46,090	41,016	41,016	41,016	41,016
銀行貸款	32,986	32,091	32,091	32,091	32,091
遞延收入	251	89	89	89	89
遞延所得稅	3,973	4,422	4,422	4,422	4,422
其它	8,880	4,413	4,413	4,413	4,413
少數股東權益	9,188	9,382	10,637	11,875	13,250
淨資產總額	73,737	83,072	98,239	116,21	137,08
股東權益	82,925	92,455	108,87	128,08	150,33

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
暖通空調	39.6	42.1	43.2	42.4	41.6
消費電器	41.0	39.7	39.2	40.2	41.3
機器人及自動化系統	11.2	9.9	9.2	9.0	8.6
其他	8.1	8.3	8.4	8.4	8.5
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	25.0	27.5	28.7	28.7	28.7
經營利潤率	8.2	9.4	10.0	10.2	10.6
稅前利率	9.1	9.9	10.5	10.9	11.3
淨利潤率	7.2	7.8	8.5	8.9	9.2
有效稅率	14.8	16.0	15.0	15.0	15.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
平均庫存周轉天數	60	58	55	55	55
平均應收款周轉天數	43	45	45	45	45
平均應付帳款天數	122	117	120	120	120
債務 / 股本比率 (%)	49	44	37	29	22
淨負債/股東權益比率 (%)	22	27	11	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	20.8	21.9	21.8	21.4	21.1
資產回報率	7.0	7.7	8.3	8.9	9.5
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	2.63	3.05	3.55	4.06	4.66
每股股息 (人民幣)	1.20	1.30	1.42	1.62	1.86
每股賬面價值 (人民幣)	12.5	14.0	16.3	19.0	22.1

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的分析员，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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银证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。招银证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银证券编写，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风险。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。招银证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，未经招银证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士。