

# 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感乐观。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 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 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
(此前目標價)	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(百万人民币)	376,158
3 月平均流通量(百万人民币)	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

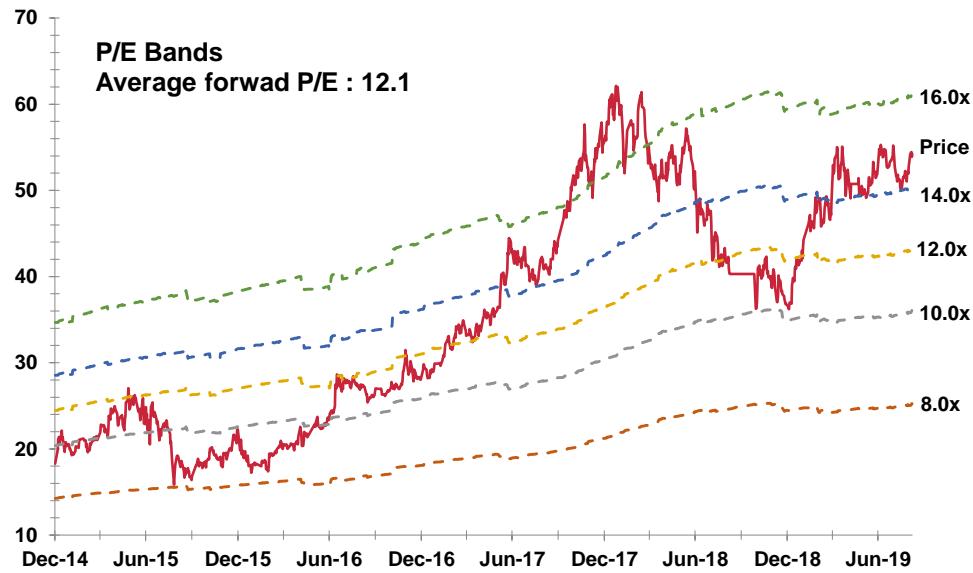
**估值**

图1：同业估值对比

Company	Ticker	Rating	12m TP	Price	Up/Down-	Mkt. Cap	Year	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	3yrs PEG (x)	Yield (%)	
			(LC)	(LC)	side	(HKDmn)	End	FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	FY1E	FY1E	
<b>A+H shares Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances</b>															
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
<b>International Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances</b>															
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

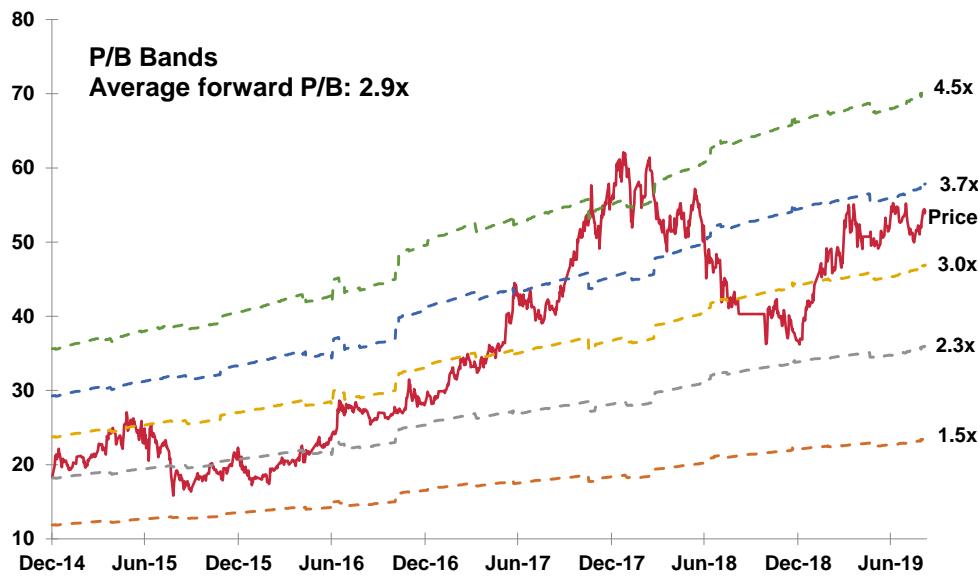
资料来源：彭博及招银国际证券预测

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



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	年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	240,712	259,665	278,728	309,486	343,792	息税前利润	19,807	24,336	27,746	31,599	36,291
暖通空调	95,352	109,395	120,334	131,164	142,969	折旧和摊销	6,275	2,346	4,689	4,773	4,984
消费电器	98,748	102,993	109,172	124,457	141,880	营运资金变动	2,815	1,282	2,497	251	264
机器人及自动化系统	27,037	25,678	25,678	27,732	29,673	已缴纳所得税	(11,139)	(13,739)	(4,409)	(5,055)	(5,852)
其他	19,575	21,599	23,543	26,133	29,269	其它	6,684	13,637	2,253	2,872	3,422
销售成本	(180,461)	(188,165)	(198,855)	(220,808)	(245,199)	经营活动所得现金流	24,443	27,861	32,775	34,440	39,108
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	资本开支	(3,218)	(5,612)	(6,132)	(6,809)	(7,563)
						联营公司	-	-	-	-	-
营运支出	(41,519)	(49,035)	(53,517)	(58,314)	(63,673)	利息收入	2,728	2,098	-	-	-
折旧和摊销	(4,374)	(378)	(2,522)	(2,557)	(2,644)	其它	(34,249)	(15,128)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
员工成本	(13,903)	(15,276)	(18,100)	(20,001)	(21,997)	投资活动所得现金净额	(34,740)	(18,642)	(11,132)	(11,809)	(12,563)
销售及分销成本(不包括员工成本折旧和摊销)	(17,601)	(21,826)	(23,093)	(25,065)	(27,204)						
管理费用(不包括员工成本折旧和摊销)	(5,638)	(11,553)	(9,799)	(10,688)	(11,825)	股份发行	-	-	-	-	-
其它运营费用	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	净借貸	26,096	(854)	(1,000)	(3,000)	(4,000)
息税前收益	19,807	24,336	27,746	31,599	36,291	支付股息	(7,908)	(9,303)	(8,562)	(9,437)	(10,91)
融资成本净额	(816)	1,823	1,367	1,174	1,003	其它	1,464	(3,230)	(607)	(770)	(700)
合资及联营企业	-	-	-	-	-	融资活动所得现金净额	19,652	(13,38)	(10,16)	(13,20)	(15,61)
特殊项目	2,863	(386)	279	928	1,719						
税前利润	21,855	25,773	29,391	33,701	39,013	现金增加净额	9,355	(4,168)	11,474	9,425	10,935
所得税	(3,244)	(4,123)	(4,409)	(5,055)	(5,852)	年初现金及现金等价物	17,196	22,221	15,981	27,455	36,880
减: 非控制股东权益	1,328	1,420	1,254	1,238	1,375	汇兑	(4,329)	(2,072)	-	-	-
净利润	17,284	20,231	23,728	27,408	31,786	年末现金及现金等价物	22,221	15,981	27,455	36,880	47,814

### 资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	78,296	81,012	87,455	94,491	102,070	销售组合(%)					
固定资产	25,655	25,542	27,972	30,993	34,559	暖通空调	39.6	42.1	43.2	42.4	41.6
无形资产和商誉	44,071	45,287	44,301	43,315	42,329	消费电器	41.0	39.7	39.2	40.2	41.3
预付租金	5,245	5,648	10,648	15,648	20,648	机器人及自动化系统	11.2	9.9	9.2	9.0	8.6
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-	其他	8.1	8.3	8.4	8.4	8.5
其它非流动资产	3,325	4,535	4,535	4,535	4,535	合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
流动资产	169,811	182,689	197,063	213,850	232,983	盈利能力比率					
现金及现金等价物	22,575	16,201	27,675	37,100	48,035	毛利率	25.0	27.5	28.7	28.7	28.7
存货	29,444	29,645	29,964	33,272	36,948	经营利润率	8.2	9.4	10.0	10.2	10.6
贸易和其他应收款	28,383	31,946	34,364	38,156	42,385	税前利润率	9.1	9.9	10.5	10.9	11.3
预付款	1,672	2,216	2,379	2,641	2,934	净利润率	7.2	7.8	8.5	8.9	9.2
其它流动资产	87,737	102,68	102,68	102,68	102,68	有效税率	14.8	16.0	15.0	15.0	15.0
流动负债	119,092	130,231	134,627	139,241	143,702	资产负债比率					
银行贷款	2,830	8,137	7,137	4,137	137	流动比率(x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
应付账款	60,353	60,227	65,377	72,594	80,614	速动比率(x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
应计费用和其他应付账款	3,361	3,346	3,592	3,988	4,430	现金比率(x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
应付税款	3,544	3,875	3,875	3,875	3,875	平均库存周转天数	60	58	55	55	55
其它流动负债	49,005	54,646	54,646	54,646	54,646	平均应收账款周转天数	43	45	45	45	45
非流动负债	46,090	41,016	41,016	41,016	41,016	平均应付账款天数	122	117	120	120	120
银行贷款	32,986	32,091	32,091	32,091	32,091	债务/股本比率(%)	49	44	37	29	22
递延收入	251	89	89	89	89	净负债/股东权益比率(%)	22	27	11	净现金	净现金
递延所得税	3,973	4,422	4,422	4,422	4,422	回报率(%)					
其它	8,880	4,413	4,413	4,413	4,413	资本回报率	20.8	21.9	21.8	21.4	21.1
少数股东权益	9,188	9,382	10,637	11,875	13,250	资产回报率	7.0	7.7	8.3	8.9	9.5
净资产总额	73,737	83,072	98,239	116,21	137,08	每股数据(人民币)					
股东权益	82,925	92,455	108,87	128,08	150,33	每股盈利(人民币)	2.63	3.05	3.55	4.06	4.66
						每股股息(人民币)	1.20	1.30	1.42	1.62	1.86
						每股账面价值(人民币)	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。