

美的集团 (000333 CH)

国内复苏足以抵御海外订单损失

美的 20 财年 1 季度业绩表现稳健，主要归因于：1) 出口订单强劲；2) 表现较好的小家电以及电商占比相对高；以及 3) 原材料价格下行和人民币贬值。尽管出口订单在未来几个季度可能下跌，但相信国内市场可持续复苏。我们维持买入评级，下调目标价至 72.80 人民币，基于 17 倍 21 财年预测市盈率（之前为 18 倍 20 财年预测市盈率），对比中国/国际同业平均的 16 倍/14 倍。

- **19 财年净利润符合预期：市场份额及毛利率增长强劲。**美的 19 财年的净利润同比增长 20%，高于彭博预测 2%/低于招银国际证券预测 1%。虽然去年 4 季度销售增长放缓至 7%，但净利润同比提速至 24%，主要受惠于毛利率上升受：空调销售增加（线下市场份额+4ppt 至 29%/线上市场份额+7ppt 至 30%），高端产品销售上升，人民币贬值及原材料价格下行所带动。
- **20 财年 1 季度业绩稳健，略胜同业表现。**美的 1 季度的净利润只是同比下滑 23%，在疫情影响下算是稳健，略好于同业海尔智家的-41%，苏泊尔的-41%和格力的-69%，主要归因于：1) 产品结构改善，小家电受疫情催化反而受惠，大家电则受到严重冲击（例如空调）；以及 2) 出口订单同比大增 26%。
- **公司预期 20 财年销售/净利润下降 3-5%，主要受国内市场逐渐复苏，以及出口不稳所影响。**我们认为公司能达成指引目标，因为：1) 4 月份小家电销售已回复正常水平，年中 28 种新产品推出相信能带动销售；2) 今年空调价格战料将持续，但受影响更多是小品牌如奥克斯及其他。虽然美的的空调于 19 财年的平均销售价录得双位数跌幅，但仍能抢占更多的市场份额；3) 出口订单在 2-3 季度或持续减少（截至今年 4 月取消/暂停订单占总销售约 3%），但我们估计公司在美国/欧洲国家的业务占总销售不到 20%，因此影响比较有限；4) 毛利率应可维持稳定，受惠于原材料成本下降以及人民币贬值。不过，机械人及自动化产品（主要为库卡）销售或于 20 财年下跌，因外围环境不稳，客户投放于技术革新的资本开支也有减少。
- **维持买入评级，下调目标价至 72.80 元人民币（34%上行空间）。**我们重申买入评级，原因包括：1) 公司目前股价已反映负面因素，复苏进度理想；2) 受惠于公司的产品结构，第 1 季度业绩改善将持续至第 2 季度。我们将 20/21 财年的预测净利润分别下调 18%/11%，以反映疫情影响和海外订单减少而导致销售下降。我们的新目标价对应 17 倍 21 财年预测市盈率（此前是 18 倍 20 财年预测市盈率）。公司现价的 20/21 财年预测市盈率为 16 倍/13 倍（中国同业平均 19 倍/16 倍），PEG 为 1.6 倍（中国同业平均 1.8 倍）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
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
市场预期每股收益(人民币)	不适用	不适用	3.62	4.18	4.82
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(%)	24.4	23.8	20.8	22.2	21.6
净负债比率(%)	21.6	26.8	11.3	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB72.80
(此前目标價)	RMB75.33)
潜在升幅	+34.3%
当前股价	RMB54.20

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)	376,611
3 月平均流通量(百万人民币)	1,672.16
52 周内股价高/低(人民币)	61.00/46.30
总股本(百万)	6,985.4

资料来源：彭博

股东结构

美的控股	31.67%
通过深/沪港通的持股	15.98%
中国证券金融公司	2.84%
方洪波先生	1.96%
员工激励计划	1.18%
自由流通	46.37%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.0%	10.2%
3-月	0.8%	14.8%
6-月	-9.4%	3.9%
12-月	10.5%	33.7%

资料来源：彭博

(RMB) 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	Rating	(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	72.78	54.20	34%	413,117	Dec-19	15.9	12.7	3.2	2.7	23.4	1.6	3.0	
Gree Electric	000651 CH	NR	n/a	54.46	n/a	357,475	Dec-19	13.6	11.7	2.8	2.5	19.9	2.1	4.5	
Haier Smart Home	600690 CH	NR	n/a	15.22	n/a	110,723	Dec-19	12.2	10.1	1.8	1.6	15.9	2.3	2.4	
Haier Electronics	1169 HK	NR	n/a	21.25	n/a	59,856	Dec-19	13.8	11.7	1.8	1.6	27.6	(1.1)	2.1	
Hisense JA	921 HK	NR	n/a	7.40	n/a	13,118	Dec-19	7.4	5.5	1.0	0.9	17.1	6.2	3.9	
Hisense HA	000921 CH	NR	n/a	9.86	n/a	13,117	Dec-19	9.6	8.4	1.4	1.2	17.1	(4.9)	2.9	
Whirlpool China	600983 CH	NR	n/a	4.88	n/a	4,081	Dec-19	n/a	n/a	n/a	n/a	(10.6)	n/a	n/a	
Zhejiang Aishida	002403 CH	NR	n/a	7.98	n/a	3,050	Dec-19	12.6	15.8	1.1	1.1	2.1	n/a	4.0	
Bear Electric	002959 CH	NR	n/a	101.70	n/a	13,316	Dec-19	36.3	28.8	6.3	5.4	25.2	2.3	1.3	
Ecovacs Robotics	603486 CH	NR	n/a	20.34	n/a	12,528	Dec-19	36.5	27.9	4.2	3.9	3.6	0.7	0.2	
JS Global Lifestyle	1691 HK	BUY	9.97	9.19	8%	31,312	Dec-19	23.7	18.2	2.9	2.5	n/a	1.1	0.8	
Joyoung	002242 CH	NR	n/a	30.88	n/a	25,854	Dec-19	25.8	22.0	5.7	5.2	20.3	2.0	2.7	
Hangzhou Robam	002508 CH	NR	n/a	32.52	n/a	33,675	Dec-19	18.3	16.1	3.8	3.3	22.5	2.1	2.4	
Zhejiang Supor	002032 CH	NR	n/a	65.30	n/a	58,506	Dec-19	26.0	21.8	6.6	5.7	25.7	2.7	2.3	
Vatti Corporation	002035 CH	NR	n/a	11.40	n/a	10,812	Dec-19	12.2	10.8	2.7	2.3	23.4	1.7	3.0	
Xinbao Electrica	002705 CH	NR	n/a	28.41	n/a	24,845	Dec-19	27.4	22.9	4.6	4.0	17.2	1.4	1.6	
								Avg.	19.4	16.3	3.3	2.9	16.7	1.4	2.5
								Med.	15.9	15.8	2.9	2.5	19.9	1.8	2.4
International Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances															
Whirlpool Corp	WHR US	NR	n/a	108	n/a	52,281	Dec-19	10.6	8.2	1.8	1.7	29.5	(1.9)	4.6	
Ingersoll-Rand Plc	IR US	NR	n/a	27	n/a	88,190	Dec-19	24.3	18.1	2.0	1.8	9.0	0.7	0.4	
Smith (A.O.) Corp	AOS US	NR	n/a	44	n/a	54,914	Dec-19	24.8	20.2	4.4	n/a	19.8	11.7	2.3	
Helen Of Troy	HELE US	NR	n/a	165	n/a	32,373	Feb-20	20.1	18.5	n/a	n/a	14.1	n/a	n/a	
Cree Inc	CREE US	NR	n/a	41	n/a	34,721	Jun-19	n/a	n/a	2.3	2.2	(14.3)	n/a	n/a	
Irobot Corp	IRBT US	NR	n/a	60	n/a	13,011	Dec-19	342.0	29.0	2.5	2.4	7.6	(57.3)	0.0	
Electrolux Ab	ELUXB SS	NR	n/a	134	n/a	32,721	Dec-19	38.2	10.7	1.8	1.6	11.3	2.3	4.3	
Seb Sa	SK FP	NR	n/a	108	n/a	45,408	Dec-19	20.5	13.3	2.1	1.9	16.9	3.7	1.4	
Koninklijke Philips	PHIA NA	NR	n/a	40	n/a	299,772	Dec-19	20.9	17.9	2.7	2.6	9.5	0.9	2.2	
Daikin Industries	6367 JP	NR	n/a	13525	n/a	289,735	Mar-19	20.8	20.1	2.5	2.3	13.1	3.0	1.2	
Panasonic Corp	6752 JP	NR	n/a	790	n/a	141,648	Mar-19	9.5	12.0	0.9	0.9	15.2	(1.0)	3.9	
Sony Corp	6758 JP	NR	n/a	6806	n/a	627,269	Mar-19	14.3	15.9	2.0	1.8	16.4	(1.5)	0.6	
Hitachi	6501 JP	NR	n/a	3139	n/a	221,907	Mar-19	31.5	4.8	1.0	0.9	6.1	0.9	3.1	
Sharp Corp	6753 JP	NR	n/a	1171	n/a	45,565	Mar-19	10.1	12.0	1.8	1.7	17.3	(7.1)	1.7	
Fujitsu General	6755 JP	NR	n/a	1724	n/a	13,769	Mar-20	18.6	14.3	1.5	1.4	5.3	0.6	1.7	
Lg Electronics	066570 KS	NR	n/a	55500	n/a	57,318	Dec-19	8.3	6.4	0.6	0.6	0.2	0.0	1.4	
Samsung Elect.	005930 KS	NR	n/a	49200	n/a	1,853,590	Dec-19	13.3	8.9	1.2	1.1	7.6	0.6	3.0	
Woongjin Coway	021240 KS	NR	n/a	60300	n/a	28,084	Dec-19	11.0	10.1	3.2	2.7	30.7	1.1	2.9	
								Avg.	37.6	14.1	2.0	1.7	12.0	(2.7)	2.2
								Med.	20.1	13.3	2.0	1.7	12.2	0.6	1.9

资料来源：彭博及招银国际证券预测

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	259,665	278,216	273,269	303,586	326,704
暖通空調	109,3	119,6	113,6	123,8	133,7
消費電器	102,9	109,4	108,3	123,5	132,2
機器人及自動化系統	25,678	25,192	24,688	26,416	28,001
其他	21,599	23,930	26,562	29,750	32,725
銷售成本	(188,165)	(197,914)	(195,410)	(215,581)	(233,334)
毛利	71,500	80,302	77,859	88,006	93,370
其它收入	1,870	750	1,081	595	1,295
營運支出	(49,035)	(53,781)	(51,753)	(56,235)	(58,532)
折舊和攤銷	(378)	(2,485)	(2,327)	(2,322)	(2,348)
員工成本	(15,276)	(16,179)	(17,053)	(18,170)	(19,707)
銷售及分銷成本(不包括員工成本)	(21,826)	(25,151)	(23,127)	(25,433)	(26,097)
管理費用(不包括員工成本)	(11,553)	(9,955)	(9,233)	(10,298)	(10,368)
其它營運費用	(3)	(12)	(12)	(12)	(12)
息稅前收益	24,336	27,272	27,188	32,366	36,133
融資成本淨額	1,823	2,232	338	1,776	2,471
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	(386)	426	547	1,518	1,634
稅前利潤	25,773	29,929	28,073	35,660	40,237
所得稅	(4,123)	(4,652)	(4,211)	(5,349)	(6,036)
減:非控制股東權益	1,420	1,066	137	759	1,143
淨利潤	20,231	24,211	23,725	29,552	33,058

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	24,336	27,272	27,188	32,366	36,133
折舊和攤銷	2,346	4,477	4,242	4,229	4,293
營運資金變動	1,282	11,800	94	255	602
已繳納所得稅	(13,73)	(14,89)	(4,211)	(5,349)	(6,036)
其它	13,637	9,939	1,591	3,948	4,728
經營活動所得現金流	27,861	38,590	28,903	35,448	39,720
資本開支	(5,612)	(3,452)	(3,390)	(3,767)	(4,053)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	2,098	4,027	-	-	-
其它	(15,12)	(23,68)	(5,000)	(5,000)	-
投資活動所得現金淨額	(18,64)	(23,10)	(8,390)	(8,767)	(4,053)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(854)	8,474	(3,000)	(4,000)	-
支付股息	(9,303)	(11,056)	(11,131)	(10,619)	(13,228)
其它	(3,230)	(692)	(706)	(653)	(623)
融資活動所得現金淨額	(13,387)	(3,274)	(14,837)	(15,273)	(13,851)
現金增加淨額	(4,168)	12,209	5,675	11,409	21,816
年初現金及現金等价物	22,221	15,981	49,166	54,841	66,250
匯兌	(2,072)	20,976	-	-	-
年末現金及現金等价物	15,981	49,166	54,841	66,250	88,066

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	81,012	85,473	89,621	94,159	93,919
固定資產	25,542	24,855	25,021	25,576	26,353
無形資產和商譽	45,287	43,691	42,674	41,656	40,639
預付租金	5,648	9,994	14,994	19,994	19,994
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	4,535	6,932	6,932	6,932	6,932
流動資產	182,689	216,483	221,156	239,495	266,983
現金及現金等价物	16,201	49,363	55,038	66,448	88,263
存貨	29,645	32,443	32,033	35,339	38,250
貿易和其他應收款	31,946	30,998	30,447	33,825	36,401
預付款	2,216	2,246	2,206	2,451	2,638
其它流動資產	102,68	101,43	101,43	101,43	101,43
流動負債	130,231	144,318	140,410	143,595	149,869
銀行貸款	8,137	7,224	4,224	224	224
應付款	60,227	66,427	65,587	72,357	78,316
應計費用和其他應付款	3,346	3,801	3,733	4,147	4,463
應付稅款	3,875	5,096	5,096	5,096	5,096
其它流動負債	54,646	61,770	61,770	61,770	61,770
非流動負債	41,016	50,141	50,141	50,141	50,141
銀行貸款	32,091	41,298	41,298	41,298	41,298
遞延收入	89	34	34	34	34
遞延所得稅	4,422	4,556	4,556	4,556	4,556
其它	4,413	4,253	4,253	4,253	4,253
少數股東權益	9,382	5,827	5,964	6,723	7,866
淨資產總額	83,072	101,669	114,263	133,196	153,026
股東權益	83,072	101,669	114,263	133,196	153,026

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
暖通空調	42.1	43.0	41.6	40.8	40.9
消費電器	39.7	39.4	39.7	40.7	40.5
機器人及自動化系統	9.9	9.1	9.0	8.7	8.6
其他	8.3	8.6	9.7	9.8	10.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	27.5	28.9	28.5	29.0	28.6
經營利潤率	9.4	9.8	9.9	10.7	11.1
稅前利潤率	9.9	10.8	10.3	11.7	12.3
淨利潤率	7.8	8.7	8.6	9.8	10.1
有效稅率	16.0	15.5	15.0	15.0	15.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
速動比率(x)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
現金比率(x)	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
平均庫存周轉天數	58	60	60	60	60
平均應收款周轉天數	45	41	41	41	41
平均應付帳款天數	117	123	123	123	123
債務/股本比率(%)	49	48	40	31	27
淨負債/股東權益比率(%)	30	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	24.4	23.8	20.8	22.2	21.6
資產回報率	7.7	8.0	7.6	8.9	9.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	3.1	3.6	3.5	4.3	4.7
每股股息(人民幣)	1.3	1.7	1.6	2.0	2.2
每股賬面價值(人民幣)	12.6	15.4	17.2	19.8	22.6

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。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。