

美的集團 (000333 CH)

下半年銷售增長保守，但利潤率提升可期

美的上半年市場份額大幅增加，主要受惠於其空調產品的技術突破及多品牌策略。在原材料價格有所改善以及人民幣匯率下跌的情況下，我們對下半年淨利潤增長感樂觀。我們維持「買入」評級，並上調目標價至 64.96 元人民幣，基於 20 財年市盈率 16 倍（此前為 19 財年 18 倍），對應 1.1 倍 PEG。

■ **上半年淨利潤增長 17%，略超預期。**美的淨利潤同比增長 17% 至 152 億元人民幣，符合招銀國際預測，但較彭博預期高 2%。公司銷售增長 8%，與預期相符。淨利潤主要受強勁毛利率增長支撐，在 2019 上半年上升 2.3 個百分點至 29.5%（2018 上半年為 27.2%），原因包括：1）原材料成本下降（銅、鋁、鋼分別下跌 6%、5% 和 8%），而美的因自營生產率高，因此較同業更受惠於此項因素；2）匯率利好出口（年初至今人民幣下跌 5%），以及 3）美的多品牌戰略（2018 年 10 月推出高端定位品牌 COLMO、2019 年 3 月推出 Midea PRO 系列、互聯網品牌 BUGU / 布穀、以及 2019 年推出針對年輕群組的 WAHIN/華凌品牌。然而，由於更高的廣告促銷和研發費用，淨利率比率僅增加 0.8 個百分點至 9.9%。

■ **2019 上半年取得佳績（尤其是空調）。**儘管空調整體行業銷售下跌約 4%，但美的空調銷售在上半年同比增長約 12%（線下/線上市場份額上升至 27%/30%，而 2018 年為 25%/23%）。我們認為這成果歸因於其創新產品（例如推出更多配備“無風感”技術的產品，和產品獲得了 2019 年 AWE 艾普蘭金獎）。洗衣機/冰箱/小家電上半年錄得約 6%/10%/低個位數銷售增長，相對行業約 3%/1%/5% 的增長率。

■ **雖然下半年銷售增長保守，但利潤率提升可期。**公司在 2019 年目標銷售增長為 5-10%，並預期錄得毛利率會有改善，以及更快的淨利潤增長。管理層表示，2019 年 7 月/8 月的空調銷售增長放緩至 10% 左右。不過，由於原材料價格持續走軟，加上目前管道庫存約為 500-600 萬件貨（行業整體 2,000-3,000 萬件），屬於健康水準，故我們認為空調的利潤率應該會繼續提高，並毋須擔心銷售放緩。此外，我們看到出口業務的毛利率還有潛在上升空間，因人民幣兌美元匯率已在 2019 年下半年進一步貶值。KUKA 上半年銷售未達預期，但管理層相信銷售及稅前利潤率均會在下半年有所改善。

■ **維持買入評級，並上調目標價至 64.96 元人民幣（20% 上升空間）。**我們的新目標價是基於 20 財年市盈率 16 倍（此前為 19 財年 18 倍）。我們將 19/20/21 財年的淨利潤上調 1.9%/1.1%/0.2%，以反映：1）空調銷售增加，2）原材料成本及匯率下降，以及 3）研發費用增加。公司目前 19/20 財年預測市盈率為 15 倍/13 倍，19 財年預測股息率為 2.6%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	240,712	259,665	278,728	309,486	343,792
同比增長 (%)	51.3	7.9	7.3	11.0	11.1
淨收入 (百萬元人民幣)	17,284	20,231	23,728	27,408	31,786
每股盈利 (元人民幣)	2.632	3.051	3.547	4.060	4.662
每股盈利變動 (%)	15.5	15.9	16.2	14.5	14.8
市盈率 (倍)	20.6	17.8	15.3	13.4	11.6
市帳率 (倍)	4.3	3.9	3.3	2.8	2.4
股息率 (%)	2.2	2.4	2.6	3.0	3.4
權益收益率 (%)	22.8	23.1	23.6	23.1	22.8
淨負債/股東權益比率 (%)	21.6	26.8	11.3	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	RMB64.96
(此前目標價)	RMB62.65)
潛在升幅	+19.8%
當前股價	RMB54.21

中國家電行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元人民幣)	376,158
3 月平均成交量(百萬元人民幣)	1368.19
52 周內股價高/低(人民幣)	56.35/34.10
總股本(百萬)	6,938.9

資料來源：彭博

股東結構

美的控股	31.91%
通過深/滬港通的持股	16.23%
中國證券金融公司	2.86%
方洪波先生	1.98%
員工激勵計畫	1.18%
自由流通	45.84%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.2%	3.5%
3-月	10.4%	11.5%
6-月	14.0%	22.9%
12-月	34.5%	35.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

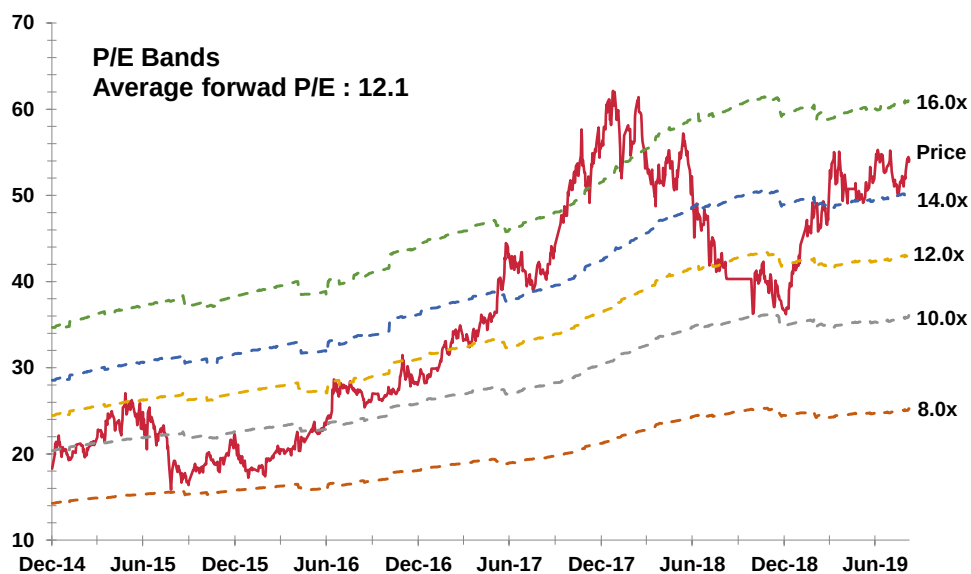
估值

圖 1: 同業估值對比

			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

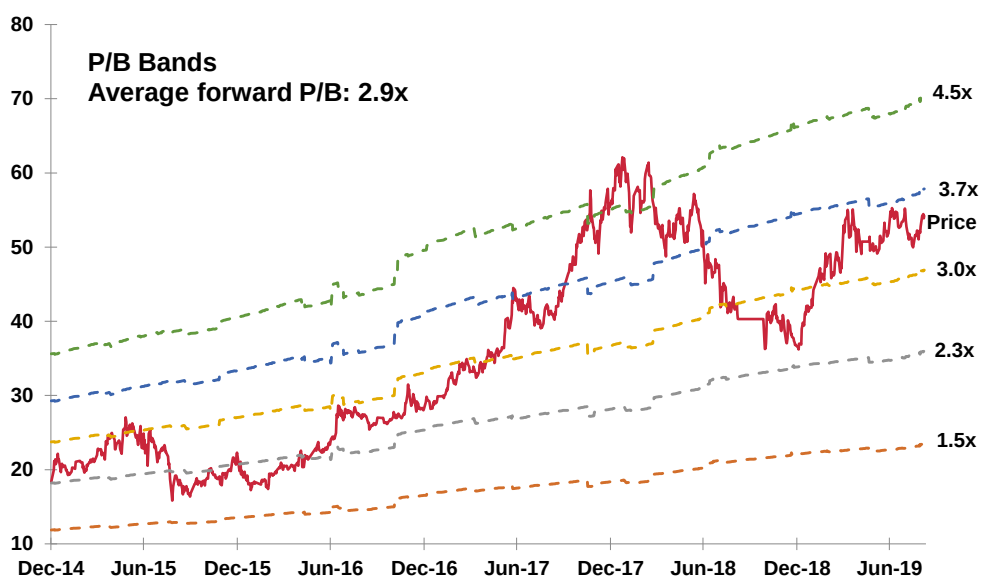
資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 2：12 個月預測市盈率區間



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 3：12 個月預測市賬率區間



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)	(10,911)
其它	1,464	(3,230)	(607)	(770)	(700)
融資活動所得現金淨額	19,652	(13,387)	(10,169)	(13,206)	(15,610)
現金增加淨額	9,355	(4,168)	11,474	9,425	10,935
年初現金及現金等價物	17,196	22,221	15,981	27,455	36,880
匯兌	(4,329)	(2,072)	-	-	-
年末現金及現金等價物	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
現金及現金等價物	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
每股帳面價值 (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

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(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

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。