

美的集团 (000333 CH)

内销和出口前景乐观

20年3季度美的业绩明显超于预期（就算不含一次性投资和公允价值收益），鉴于其具有极强竞争力的产品和强劲的出口订单增长，我们对4季度相当乐观。因此我们维持买入评级，并将目标价从上调至95.24元人民币，相当于22倍21财年预测市盈率（此前为20倍）。国内/国际同业的平均水平为21倍/17倍。

■ **20财年3季度业绩表现强劲。**公司3季度的销售额/净利润分别同比增长16%/32%至777/81亿元人民币，好于彭博预测9%/32%及招银国际预测8%/27%。我们认为这归因于：1) 强劲的销售增长(内销及出口)以及2) 可观的投资及公允价值收益。毛利率同比下降3.4个百分点，主要是由于：1) 将安装费由从销售费用归入销售成本以及2) 电商销售占比增加。但即使不包括一次性投资和公允价值收益，经调整净利润仍然取得了19%的同比增长，也是超预期的。

■ **内销和出口销售均加速增长，空调是主要驱动力。**公司内销和出口销售增速分别从上半年的下滑16%/0%改善至22%/18%。我们认为，国内销售增长主要由于美的在空调产品的市场份额提升（根据AVC数据，线上市场增加3个百分点至33%，线下市场增加6个百分点至35%）。我们认为很大的关键新的创新技术，像无风感系列和180°旋转风道等等。在我们看来，出口销售的增长加速更多是行业整体的增长加速，因为20年9月冰箱/洗衣机/空调的销售同比迅速增长57%/17%/15%。我们预测4季度销售会增长14%，净利润会增长24%。但是，尽管势头强劲，我们也应该意识到由于近期人民币升值，对毛利率也可能造成一些拖累。

■ **库卡业务开始复苏。**库卡在3季度实现了扭亏为盈，这无疑是超预期的，而且因为未来的订单也录得约20%的同比增长，因此4季度的销售可能会恢复增长。

■ **维持买入评级，将目标价上调至95.24元人民币（上升空间为22%）。**我们重申买入评级是因为：1) 领先行业的销售增长；2) 强劲的出口增长；3) 持续的行业复苏和估值提升。我们将2020/21/22年预测净利润分别微调了+7%/0%/0%，以考虑销售增长的改善及毛利率的下降。我们的新目标价基于22倍的21财年预测市盈率（由于其增速持续比同行强劲，而从20倍提升至22倍）。该股目前的市盈率为18倍21年预测市盈率（国内同业平均为21倍）或1.9倍PEG（国内同业平均为2.9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)	259,665	278,216	282,217	313,652	337,555
同比增长(%)	7.9	7.1	1.4	11.1	7.6
净收入(百万元人民币)	20,231	24,211	25,615	29,875	33,767
每股盈利(元人民币)	3.05	3.58	3.75	4.33	4.84
每股盈利变动(%)	15.9	17.2	4.9	15.5	11.9
市场预期每股收益(人民币)	n/a	n/a	3.54	4.14	4.68
市盈率(倍)	25.5	21.8	20.8	18.0	16.1
市帐率(倍)	6.2	5.0	4.5	3.9	3.4
股息率(%)	1.7	2.2	2.2	2.6	2.9
权益收益率(%)	25.8	26.2	23.5	23.8	23.3
净负债比率(%)	29.8	净现金	净现金	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	RMB95.24
(此前目标价)	RMB86.57)
潜在升幅	+22.3%
当前股价	RMB77.87

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)	546,787
3月平均流通量(百万元人民币)	1,641.94
52周内股价高/低(人民币)	82.50/46.30
总股本(百万)	7,021.8

资料来源：彭博

股东结构

美的控股	31.56%
通过深/沪港通的持股	17.30%
中国证券金融公司	2.83%
方洪波先生	1.95%
员工激励计划	1.18%
自由流通	45.26%

资料来源：公司年报，彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.3%	4.9%
3-月	9.7%	11.2%
6-月	44.9%	16.2%
12-月	45.6%	7.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	259,665	278,216	282,217	313,652	337,555
暖通空调	109,395	119,607	119,607	130,372	140,802
消费电器	102,993	109,487	113,866	129,808	138,894
机器人及自动化系统	25,678	25,192	22,421	23,990	25,430
其他	21,599	23,930	26,323	29,482	32,430
销售成本	(188,165)	(197,914)	(210,694)	(232,467)	(251,127)
毛利	71,500	80,302	71,523	81,184	86,428
其它收入	1,870	750	1,117	615	1,338
营运支出	(49,035)	(53,781)	(45,557)	(49,355)	(51,060)
折旧和摊销	(31,086)	(34,611)	(26,468)	(28,593)	(29,557)
员工成本	(8,135)	(9,520)	(9,051)	(9,485)	(9,550)
销售及分销成本 (不包括员工成本、折旧和摊销)	(9,811)	(9,638)	(10,027)	(11,265)	(11,941)
管理费用 (不包括员工成本、折旧和摊销)	(3)	(12)	(12)	(12)	(12)
其它运营费用	24,336	27,272	27,083	32,444	36,706
息税前收益	1,823	2,232	845	2,352	3,039
融资成本净额	-	-	-	-	-
合资及联营企业	(386)	426	2,540	1,568	1,688
特殊项目	25,773	29,929	30,467	36,365	41,433
税前利润	(4,123)	(4,652)	(4,570)	(5,455)	(6,215)
所得税	1,420	1,066	282	1,035	1,451
减: 非控制股东权益	20,231	24,211	25,615	29,875	33,767
净利润	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	24,336	27,272	27,083	32,444	36,706
折旧和摊销	2,346	4,477	4,246	4,241	4,315
营运资金变动	1,282	11,800	1,771	412	674
已缴纳所得税	(13,739)	(14,898)	(4,570)	(5,455)	(6,215)
其它	13,637	9,939	3,620	4,138	4,935
经营活动所得现金流	27,861	38,590	32,150	35,781	40,415
资本开支	(5,612)	(3,452)	(3,502)	(3,892)	(4,188)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	2,098	4,027	-	-	-
其它	(15,128)	(23,682)	(5,000)	(5,000)	-
投资活动所得现金净额	(18,642)	(23,108)	(8,502)	(8,892)	(4,188)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(854)	8,474	(3,000)	(4,000)	-
支付股息	(9,303)	(11,056)	(11,131)	(11,465)	(13,372)
其它	(3,230)	(692)	(235)	(218)	(208)
融资活动所得现金净额	(13,387)	(3,274)	(14,367)	(15,683)	(13,580)
现金增加净额	(4,168)	12,209	9,281	11,206	22,647
年初现金及现金等价物	22,221	15,981	49,166	58,447	69,654
汇兑	(2,072)	20,976	-	-	-
年末现金及现金等价物	15,981	49,166	58,447	69,654	92,301

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	81,012	85,473	89,728	94,378	94,251
固定资产	25,542	24,855	25,128	25,795	26,686
无形资产和商誉	45,287	43,691	42,674	41,656	40,639
预付租金	5,648	9,994	14,994	19,994	19,994
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	4,535	6,932	6,932	6,932	6,932
流动资产	182,689	216,483	228,337	246,869	275,432
现金及现金等价物	15,981	49,166	58,447	69,654	92,301
存货	29,645	32,443	34,538	38,108	41,166
贸易和其他应收款	31,946	30,998	31,444	34,946	37,610
预付款	2,216	2,246	2,278	2,532	2,725
其它流动资产	102,901	101,629	101,629	101,629	101,629
流动负债	130,231	144,318	145,663	149,400	155,989
银行贷款	8,137	7,224	4,224	224	224
应付款	60,227	66,427	70,717	78,025	84,288
应计费用和其他应付款	3,346	3,801	3,855	4,285	4,611
应付税款	3,875	5,096	5,096	5,096	5,096
其它流动负债	54,646	61,770	61,770	61,770	61,770
非流动负债	41,016	50,141	50,141	50,141	50,141
银行贷款	32,091	41,298	41,298	41,298	41,298
递延收入	89	34	34	34	34
递延所得税	4,422	4,556	4,556	4,556	4,556
其它	4,413	4,253	4,253	4,253	4,253
少数股东权益	9,382	5,827	6,109	7,144	8,596
净资产总额	83,072	101,669	116,153	134,562	154,957
股东权益	83,072	101,669	116,153	134,562	154,957

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
暖通空调	42.1	43.0	42.4	41.6	41.7
消费电器	39.7	39.4	40.3	41.4	41.1
机器人及自动化系统	9.9	9.1	7.9	7.6	7.5
其他	8.3	8.6	9.3	9.4	9.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	27.5	28.9	25.3	25.9	25.6
经营利润率	9.4	9.8	9.6	10.3	10.9
税前利率	9.9	10.8	10.8	11.6	12.3
净利润率	7.8	8.7	9.1	9.5	10.0
有效税率	16.0	15.5	15.0	15.0	15.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率 (X)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
现金比率 (X)	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
平均库存周转天数	58	60	60	60	60
平均应收款周转天数	45	41	41	41	41
平均应付帐款天数	117	123	123	123	123
债务/股本比率 (%)	49	48	39	31	27
净负债/股东权益比率 (%)	30	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	24.4	23.8	22.1	22.2	21.8
资产回报率	7.7	8.0	8.1	8.8	9.1
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	3.1	3.6	3.7	4.3	4.8
每股股息 (人民币)	1.3	1.7	1.7	2.0	2.2
每股账面价值 (人民币)	12.6	15.4	17.5	20.0	22.8

数据来源: 公司及招银国际证券预测

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、现在和将来与发表本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 个月的潜在涨幅在-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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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。