

美的集團 (000333 CH)

內銷和出口前景樂觀

20年3季度美的業績明顯超於預期(就算不含一次性投資和公允價值收益),鑒於其具有極強競爭力的產品和強勁的出口訂單增長,我們對4季度相當樂觀。因此我們維持買入評級,並將目標價從上調至95.24元人民幣,相當於22倍21財年預測市盈率(此前為20倍)。國內/國際同業的平均水準為21倍/17倍。

- **20財年3季度業績表現強勁。**公司3季度的銷售額/淨利潤分別同比增長16%/32%至777/81億元人民幣,好於彭博預測9%/32%及招銀國際預測8%/27%。我們認為這歸因於:1)強勁的銷售增長(內銷及出口)以及2)可觀的投資及公允價值收益。毛利率同比下降3.4個百分點,主要是由於:1)將安裝費由從銷售費用歸入銷售成本以及2)電商銷售佔比增加。但即使不包括一次性投資和公允價值收益,經調整淨利潤仍然取得了19%的同比增長,也是超預期的。
- **內銷和出口銷售均加速增長,空調是主要驅動力。**公司內銷和出口銷售增速分別從上半年的下滑16%/0%改善至22%/18%。我們認為,國內銷售增長主要由於美的在空調產品的市場份額提升(根據AVC資料,線上市場增加3個百分點至33%,線下市場增加6個百分點至35%)。我們認為很大的關鍵新的創新技術,像無風感系列和180°旋轉風道等等。在我們看來,出口銷售的增長加速更多是行業整體的增長加速,因為20年9月冰箱/洗衣機/空調的銷售同比迅速增長57%/17%/15%。我們預測4季度銷售會增長14%,淨利潤會增長24%。但是,儘管勢頭強勁,我們也應該意識到由於近期人民幣升值,對毛利率也可能造成一些拖累。
- **庫卡業務開始復蘇。**庫卡在3季度實現了扭虧為盈,這無疑是超預期的,而且因為未來的訂單也錄得約20%的同比增長,因此4季度的銷售可能會恢復增長。
- **維持買入評級,將目標價上調至95.24元人民幣(上升空間為22%)。**我們重申買入評級是因為:1)領先行業的銷售增長;2)強勁的出口增長;3)持續的行業復蘇和估值提升。我們將2020/21/22年預測淨利潤分別微調了+7%/0%/0%,以考慮銷售增長的改善及毛利率的下降。我們的新目標價基於22倍的21財年預測市盈率(由於其增速持續比同行強勁,而從20倍提升至22倍)。該股目前的市盈率為18倍21年預測市盈率(國內同業平均為21倍)或1.9倍PEG(國內同業平均為2.9倍)。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	259,665	278,216	282,217	313,652	337,555
同比增長(%)	7.9	7.1	1.4	11.1	7.6
淨收入(百萬元人民幣)	20,231	24,211	25,615	29,875	33,767
每股盈利(元人民幣)	3.05	3.58	3.75	4.33	4.84
每股盈利變動(%)	15.9	17.2	4.9	15.5	11.9
市場預期每股收益(人民幣)	n/a	n/a	3.54	4.14	4.68
市盈率(倍)	25.5	21.8	20.8	18.0	16.1
市帳率(倍)	6.2	5.0	4.5	3.9	3.4
股息率(%)	1.7	2.2	2.2	2.6	2.9
權益收益率(%)	25.8	26.2	23.5	23.8	23.3
淨負債比率(%)	29.8	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源:公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	RMB95.24
(此前目標價)	RMB86.57)
潛在升幅	+22.3%
當前股價	RMB77.87

中國家電行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬元人民幣)	546,787
3月平均流通量(百萬元人民幣)	1,641.94
52周內股價高/低(人民幣)	82.50/46.30
總股本(百萬)	7,021.8

資料來源:彭博

股東結構

美的控股	31.56%
通過深/滬港通的持股	17.30%
中國證券金融公司	2.83%
方洪波先生	1.95%
員工激勵計畫	1.18%
自由流通	45.26%

資料來源:公司年報,彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.3%	4.9%
3-月	9.7%	11.2%
6-月	44.9%	16.2%
12-月	45.6%	7.9%

資料來源:彭博

股份表現



資料來源:彭博

審計師:普華永道

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	259,665	278,216	282,217	313,652	337,555
暖通空調	109,395	119,607	119,607	130,372	140,802
消費電器	102,993	109,487	113,866	129,808	138,894
機器人及自動化系統	25,678	25,192	22,421	23,990	25,430
其他	21,599	23,930	26,323	29,482	32,430
銷售成本	(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
營運支出	(49,035)	(53,781)	(45,557)	(49,355)	(51,060)
折舊和攤銷	(31,086)	(34,611)	(26,468)	(28,593)	(29,557)
員工成本	(8,135)	(9,520)	(9,051)	(9,485)	(9,550)
銷售及分銷成本 (不包括員工成本折舊和攤銷)	(9,811)	(9,638)	(10,027)	(11,265)	(11,941)
管理費用 (不包括員工成本折舊和攤銷)	(3)	(12)	(12)	(12)	(12)
其它運營費用	24,336	27,272	27,083	32,444	36,706
息稅前收益	1,823	2,232	845	2,352	3,039
融資成本淨額	-	-	-	-	-
合資及聯營企業	(386)	426	2,540	1,568	1,688
特殊項目	25,773	29,929	30,467	36,365	41,433
稅前利潤	(4,123)	(4,652)	(4,570)	(5,455)	(6,215)
所得稅	1,420	1,066	282	1,035	1,451
減: 非控制股東權益	20,231	24,211	25,615	29,875	33,767
淨利潤	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	24,336	27,272	27,083	32,444	36,706
折舊和攤銷	2,346	4,477	4,246	4,241	4,315
營運資金變動	1,282	11,800	1,771	412	674
已繳納所得稅	(13,739)	(14,898)	(4,570)	(5,455)	(6,215)
其它	13,637	9,939	3,620	4,138	4,935
經營活動所得現金流	27,861	38,590	32,150	35,781	40,415
資本開支	(5,612)	(3,452)	(3,502)	(3,892)	(4,188)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	2,098	4,027	-	-	-
其它	(15,128)	(23,682)	(5,000)	(5,000)	-
投資活動所得現金淨額	(18,642)	(23,108)	(8,502)	(8,892)	(4,188)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(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)
融資活動所得現金淨額	(13,387)	(3,274)	(14,367)	(15,683)	(13,580)
現金增加淨額	(4,168)	12,209	9,281	11,206	22,647
年初現金及現金等價物	22,221	15,981	49,166	58,447	69,654
匯兌	(2,072)	20,976	-	-	-
年末現金及現金等價物	15,981	49,166	58,447	69,654	92,301

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	81,012	85,473	89,728	94,378	94,251
固定資產	25,542	24,855	25,128	25,795	26,686
無形資產和高聲	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	228,337	246,869	275,432
現金及現金等價物	15,981	49,166	58,447	69,654	92,301
存貨	29,645	32,443	34,538	38,108	41,166
貿易和其他應收款	31,946	30,998	31,444	34,946	37,610
預付款	2,216	2,246	2,278	2,532	2,725
其它流動資產	102,901	101,629	101,629	101,629	101,629
流動負債	130,231	144,318	145,663	149,400	155,989
銀行貸款	8,137	7,224	4,224	224	224
應付款	60,227	66,427	70,717	78,025	84,288
應計費用和其他應付款	3,346	3,801	3,855	4,285	4,611
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	6,109	7,144	8,596
淨資產總額	83,072	101,669	116,153	134,562	154,957
股東權益	83,072	101,669	116,153	134,562	154,957

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	42.4	41.6	41.7
消費電器	39.7	39.4	40.3	41.4	41.1
機器人及自動化系統	9.9	9.1	7.9	7.6	7.5
其他	8.3	8.6	9.3	9.4	9.6
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	25.3	25.9	25.6
經營利潤率	9.4	9.8	9.6	10.3	10.9
稅前利率	9.9	10.8	10.8	11.6	12.3
淨利潤率	7.8	8.7	9.1	9.5	10.0
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	39	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	22.1	22.2	21.8
資產回報率	7.7	8.0	8.1	8.8	9.1
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	3.1	3.6	3.7	4.3	4.8
每股股息(人民幣)	1.3	1.7	1.7	2.0	2.2
每股帳面價值(人民幣)	12.6	15.4	17.5	20.0	22.8

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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。