

美的集團 (000333 CH)

多元化產品組合和高效的員工激勵措施

概要。美的擁有出色和多樣化的產品組合，而且在小家電中具有相當的地位和優勢。受惠於其高效和進取的激勵措施，在創新產品和生產能力上都有壓倒性的優勢，我們給予首次買入的評級，目標價為人民幣 62.65 元，基於 18 倍的 19 財年的市盈率或 1.1 倍 PEG，有 21% 的上升空間。它目前的估值為 15 倍財年的市盈率。

- **擁有出色和多元化的產品組合，小家電的顯著的地位和優勢。**我們認為美的產品組合在眾多競爭對手為最佳，這是因為：1) 其產品多樣性（與格力相比），這將有效減少某類產品的潛在價格戰爆發和的需求急劇下降的負面影響，以及 2) 在小家電的領先優勢（與海爾青島相比），這可能為公司長遠的增長帶來強勁的動力，因為這一類別產品在中國沒有廣泛的滲透。
- **充足的發展空間，因為它在空調和洗衣機仍然只是排名等二。而在冰箱只是排名第三。**儘管美的已經是中國最大的家電企業，但在許多家電類別（例如空調，洗衣機，冰箱，熱水器等）中仍然只是排名第二或第三。這實際上意味著增長空間十分巨大。而且，美的的確擁有的遠超行業的業績增長記錄，例如冰箱在 2018 年是排名第三，市場份額為 11%，但在 2013 年的排名只是第 6，市場份額只有 7%。公司的空調產品在 19 年 1 季度取得了令人矚目的增長，受惠於強大的新產品系列的推出，而同期行業的銷售卻下降了約 5%。
- **高效的激勵計畫，以確保增長品質。**公司的股票期權和各種股票激勵措施已分發給超過 1,500 名美的高層管理人員，並制定了適當的財務目標。我們相信這可以釋放他們的原動力並保證任務的執行品質。
- **房地產市場的疲軟很可能持續，但竣工率的反彈對家電需求應該有所幫助。**我們認為建築面積的竣工的增長將與銷售面積的增長分離，並導致 19 財年/20 財年的家電銷量增長為 0%/5%。
- **給予首次買入評級，目標價為 62.65 人民幣（上升空間為 21%）。**目標價是基於 18 倍的 19 財年預測市盈率，比國際同業平均有約 3% 的折讓或比國內同業平均有約 18% 的溢價。與國內同業平均的 1.3 倍 PEG 相比，我們的目標價只為 1.1 倍。我們認為這樣的溢價是合理的，是由於 1) 行業領先的市場份額和品牌價值，以及 2) 持續地快於行業的增長和 3) 小家電的銷售佔比比其他龍頭更高，該股目前的估值為 15 倍 19 財年的預測市盈率，股息率為 3%。

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	279,242	310,245	344,837
同比增長 (%)	51.3	7.9	7.5	11.1	11.2
淨收入(百萬元人民幣)	17,284	20,231	23,286	27,106	31,708
每股盈利(元人民幣)	2.632	3.051	3.481	4.015	4.651
每股盈利變動 (%)	15.5	15.9	14.1	15.4	15.8
市盈率(倍)	19.7	17.0	14.9	12.9	11.1
市帳率(倍)	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3
股息率 (%)	2.3	2.5	2.7	3.1	3.6
權益收益率 (%)	22.8	23.1	23.2	23.0	22.9
淨負債/股東權益比率 (%)	21.6	26.8	11.5	0.1	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	RMB62.65
潛在升幅	+21.0%
當前股價	RMB51.77

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)	315,837
3 月平均交易量(百萬元人民幣)	1404.81
52 周內股價高/低(人民幣)	56.35/34.10
總股本(百萬)	6,932.3

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	4.1%	-0.8%
3-月	8.8%	9.2%
6-月	40.7%	25.2%
12-月	2.6%	1.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

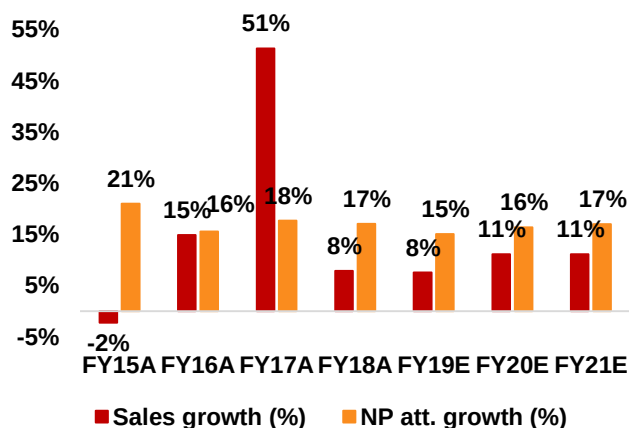
審計師：畢馬威

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
投票網址，投下您對招銀國際
研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

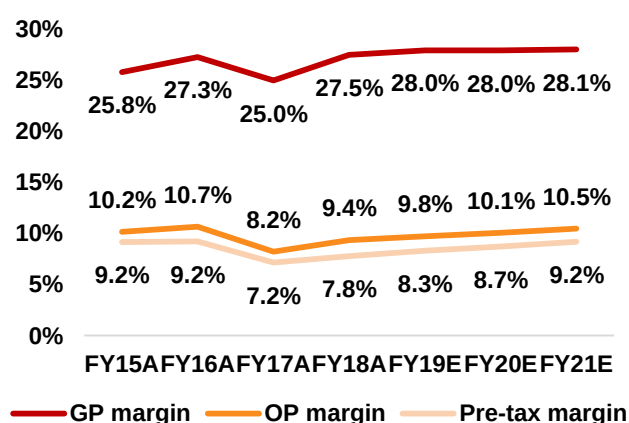
重要圖表

圖 1: 美的集團銷售額/淨利潤增長



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 毛利率/經營利潤率/淨利潤率



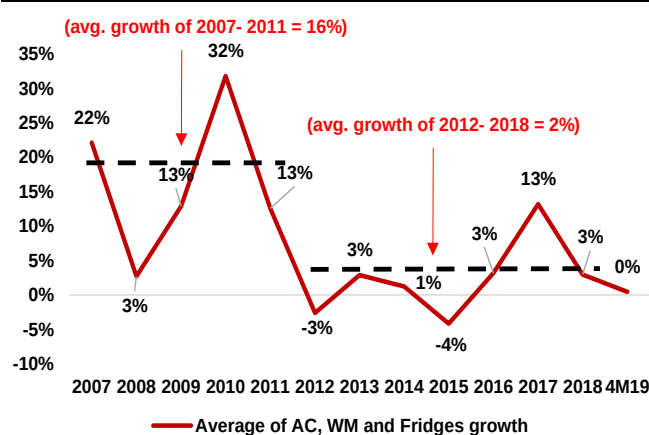
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 3: 我們預計建築面積竣工率將反彈



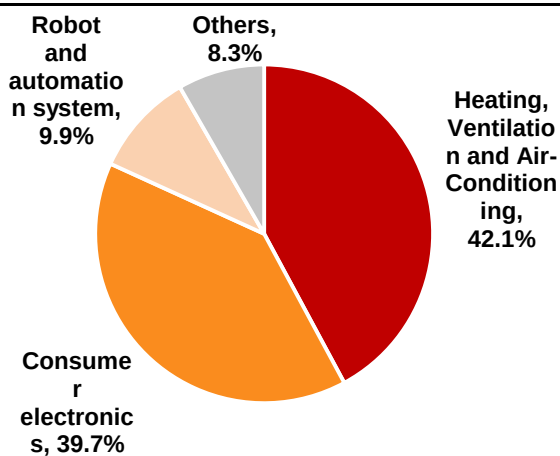
資料來源：國家統計局及招銀國際證券預測

圖 4: 家電補貼會對需求產生巨大影響



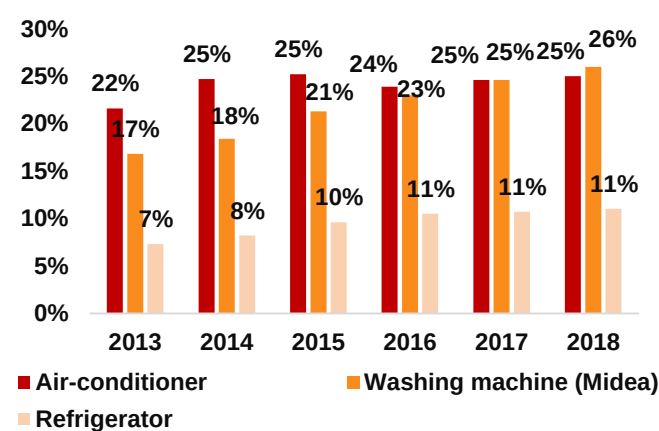
資料來源：產業在線及招銀國際證券預測

圖 5: 相當多元化的銷售組合



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 6: 市場份額一直攀升說明了美的集團的精益求精



資料來源：公司及招銀國際證券預測

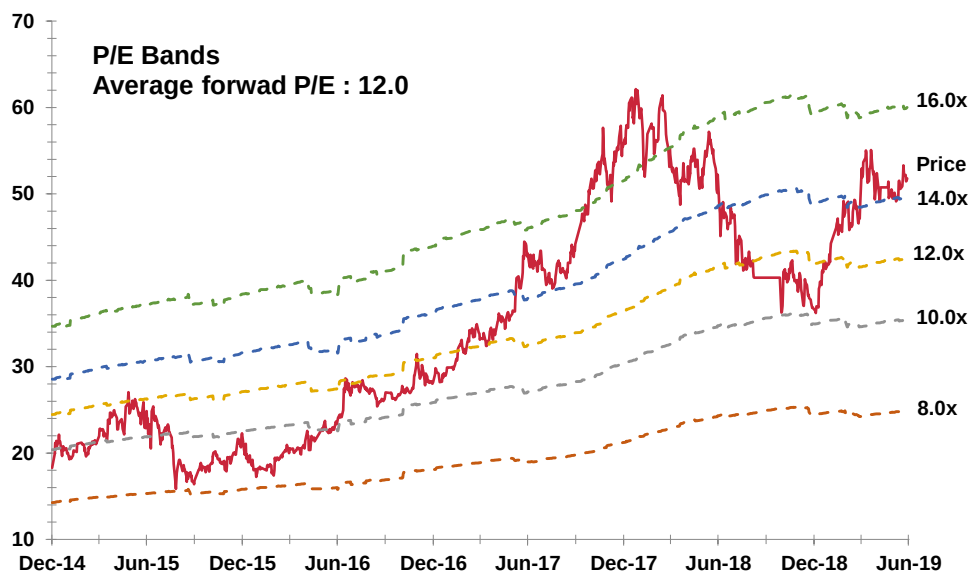
估值

圖 9: 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	(USDmn)	End	FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	FY1E	FY1E	
A+ H shares Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances															
Midea Group	000333 CH	BUY	62.65	51.77	21%	52,226	Dec-18	14.9	12.9	3.2	2.7	23.2	1.0	2.7	
Gree Electronics	000651 CH	NR	n/a	54.99	n/a	48,140	Dec-18	11.9	10.7	3.1	2.7	32.0	1.5	4.1	
Haier Smart Home	600690 CH	NR	n/a	17.32	n/a	15,671	Dec-18	13.0	11.5	2.4	2.0	20.3	1.3	2.3	
Haier Electronics	1169 HK	NR	n/a	21.50	n/a	7,718	Dec-18	12.1	11.3	1.8	1.6	17.0	1.3	2.1	
Hisense JA	921 HK	NR	n/a	9.58	n/a	2,194	Dec-18	6.9	5.9	1.4	1.2	20.8	0.5	4.2	
Hisense HA	000921 CH	NR	n/a	12.40	n/a	2,193	Dec-18	10.5	9.2	2.0	1.7	20.8	0.9	3.4	
Whirlpool China	600983 CH	NR	n/a	6.27	n/a	699	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	4.7	n/a	n/a	
Zhejiang Aishida	002403 CH	NR	n/a	8.50	n/a	433	Dec-18	17.3	15.2	1.2	1.1	6.9	1.1	2.4	
Joyoung	002242 CH	NR	n/a	21.28	n/a	2,376	Dec-18	19.4	16.8	4.0	3.7	19.9	1.8	3.8	
Hangzhou Robam	002508 CH	NR	n/a	27.13	n/a	3,747	Dec-18	15.8	14.0	3.6	3.1	25.0	1.6	3.2	
Zhejiang Supor	002032 CH	NR	n/a	75.99	n/a	9,082	Dec-18	31.6	26.8	8.6	7.2	28.8	2.0	1.6	
Vatti Corporation	002035 CH	NR	n/a	11.93	n/a	1,531	Dec-18	13.4	11.4	3.3	2.7	28.0	1.0	2.7	
Xinbao Electrica	002705 CH	NR	n/a	11.46	n/a	1,337	Dec-18	15.6	13.4	2.1	1.9	14.2	1.1	3.4	
								Avg.	15.2	13.3	3.0	2.7	20.1	1.3	3.0
								Med.	14.1	12.2	2.7	2.4	20.8	1.2	3.0
International Home Appliances - White goods, Kitchen and Small Appliances															
Whirlpool Corp	WHR US	NR	n/a	142	n/a	9,021	Dec-18	9.7	8.7	3.0	2.5	5.5	(0.0)	3.3	
Ingersoll-Rand Plc	IR US	NR	n/a	124	n/a	30,011	Dec-18	19.5	17.5	4.1	3.8	20.3	1.5	1.7	
Smith (A.O.) Corp	AOS US	NR	n/a	46	n/a	7,710	Dec-18	17.1	15.7	4.2	3.7	25.1	2.4	2.0	
Helen Of Troy	HELE US	NR	n/a	132	n/a	3,297	Feb-19	15.7	14.7	2.8	2.4	16.8	n/a	n/a	
Cree Inc	CREE US	NR	n/a	59	n/a	6,182	Jun-18	83.1	65.7	2.9	2.9	(13.3)	(0.5)	n/a	
Irobot Corp	IRBT US	NR	n/a	91	n/a	2,542	Dec-18	20.6	18.7	4.0	3.4	17.0	n/a	0.0	
Electrolux Ab	ELUXB SS	NR	n/a	239	n/a	7,952	Dec-18	14.3	12.0	2.9	2.6	15.0	0.9	3.7	
Seb Sa	SK FP	NR	n/a	157	n/a	8,973	Dec-18	17.1	15.4	3.2	2.8	21.6	2.2	1.5	
Koninklijke Philips	PHIA NA	NR	n/a	38	n/a	39,140	Dec-18	20.7	17.8	2.8	2.6	9.1	0.8	2.3	
Daikin Industries	6367 JP	NR	n/a	14415	n/a	39,248	Mar-19	20.8	18.9	2.7	2.4	13.9	2.1	1.1	
Panasonic Corp	6752 JP	NR	n/a	898	n/a	20,450	Mar-19	9.9	9.5	1.0	1.0	15.7	(2.2)	3.5	
Sony Corp	6758 JP	NR	n/a	5662	n/a	66,867	Mar-19	13.4	12.0	1.7	1.5	27.3	(1.3)	0.7	
Hitachi	6501 JP	NR	n/a	3959	n/a	35,571	Mar-19	8.8	7.9	1.0	0.9	6.8	0.3	2.6	
Sharp Corp	6753 JP	NR	n/a	1176	n/a	5,816	Mar-19	10.1	9.8	1.6	1.4	35.3	3.1	1.1	
Fujitsu General	6755 JP	NR	n/a	1687	n/a	1,712	Mar-19	15.2	13.5	1.5	1.3	8.3	0.7	1.6	
Lg Electronics	066570 KS	NR	n/a	79700	n/a	11,287	Dec-18	9.3	7.4	0.9	0.8	6.9	0.5	1.0	
Samsung Elect.	005930 KS	NR	n/a	46500	n/a	240,224	Dec-18	14.1	11.0	1.2	1.2	14.3	(1.7)	3.2	
Woongjin Coway	021240 KS	NR	n/a	83900	n/a	5,358	Dec-18	15.7	14.3	5.0	4.4	34.8	2.1	4.4	
								Avg.	18.6	16.1	2.6	2.3	15.6	0.7	2.1
								Med.	15.4	13.9	2.8	2.5	15.3	0.8	1.9

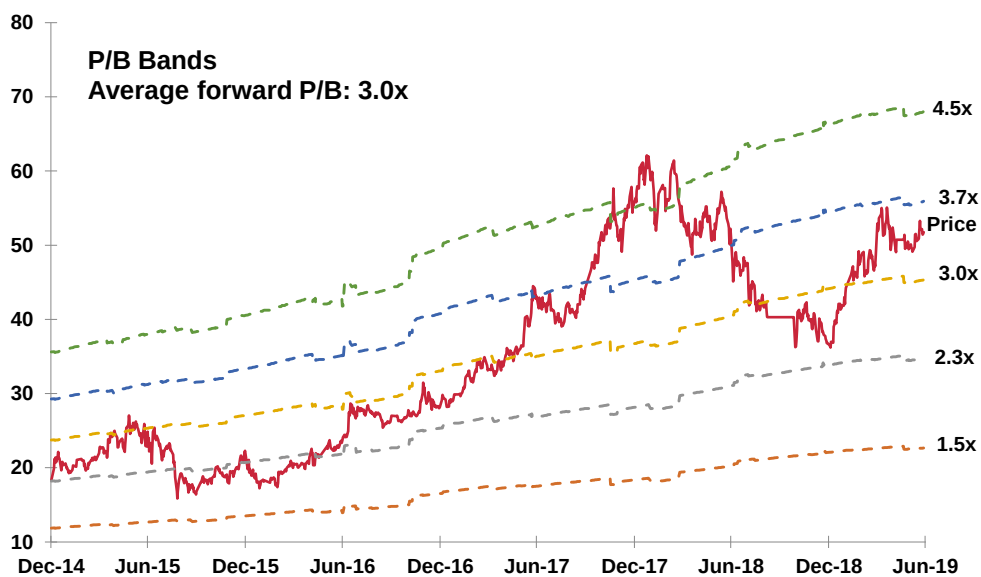
資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 10: 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 11: 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	279,242	310,245	344,837
暖通空調	95,352	109,395	115,958	126,395	137,770
消費電器	98,748	102,993	113,292	129,153	147,234
機器人及自動化系統	27,037	25,678	26,448	28,564	30,564
其他	19,575	21,599	23,543	26,133	29,269
銷售成本	(180,461)	(188,165)	(201,110)	(223,469)	(248,051)
毛利	60,252	71,500	78,132	86,776	96,787
其它收入	1,075	1,870	1,672	1,237	1,376
營運支出	(41,519)	(49,035)	(52,572)	(56,759)	(61,955)
折舊和攤銷	(4,374)	(378)	(2,522)	(2,557)	(2,645)
員工成本	(13,903)	(15,276)	(17,315)	(18,608)	(20,447)
銷售及分銷成本(不包括員工成本)	(17,601)	(21,826)	(23,136)	(25,127)	(27,288)
管理費用(不包括員工成本)	(5,638)	(11,553)	(9,595)	(10,463)	(11,571)
其它運營費用	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)
息稅前收益	19,807	24,336	27,232	31,255	36,207
融資成本淨額	(816)	1,823	1,362	1,164	995
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	2,863.32	(385.92)	279.24	930.73	1,724.19
稅前利潤	21,855	25,773	28,874	33,349	38,927
所得稅	(3,244)	(4,123)	(4,331)	(5,002)	(5,839)
減:非控制股東權益	1,328	1,420	1,257	1,241	1,379
淨利潤	17,284	20,231	23,286	27,106	31,708

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	27,232	31,255	36,207
折舊和攤銷	6,275	2,346	4,689	4,774	4,987
營運資金變動	2,815	1,282	2,837	294	263
已繳納所得稅	(11,139)	(13,739)	(4,331)	(5,002)	(5,839)
其它	6,684	13,637	2,249	2,865	3,419
經營活動所得現金流	24,443	27,861	32,676	34,186	39,037
資本開支	(3,218)	(5,612)	(6,143)	(6,825)	(7,586)
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)	(11,143)	(11,825)	(12,586)
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)	(9,261)	(10,790)
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)	(13,030)	(15,490)
現金增加淨額	9,355	(4,168)	11,364	9,330	10,961
年初現金及現金等價物	17,196	22,221	15,981	27,344	36,674
匯兌	(4,329)	(2,072)	-	-	-
年末現金及現金等價物	22,221	15,981	27,344	36,674	47,635

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	87,466	94,517	102,117
固定資產	25,655	25,542	27,982	31,020	34,605
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	197,360	214,146	233,371
現金及現金等價物	22,575	16,201	27,565	36,895	47,855
存貨	29,444	29,645	30,304	33,673	37,378
貿易和其他應收款	28,383	31,946	34,427	38,249	42,514
預付款	1,672	2,216	2,383	2,648	2,943
其它流動資產	87,737	102,681	102,681	102,681	102,681
流動負債	119,092	130,231	135,375	140,125	144,653
銀行貸款	2,830	8,137	7,137	4,137	137
應付款	60,353	60,227	66,118	73,469	81,551
應計費用和其他應付款	3,361	3,346	3,598	3,998	4,444
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	10,639	11,880	13,259
淨資產總額	73,737	83,072	97,797	115,642	136,560
股東權益	82,925	92,455	108,436	127,522	149,819

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	41.5	40.7	40.0
消費電器	41.0	39.7	40.6	41.6	42.7
機器人及自動化系統	11.2	9.9	9.5	9.2	8.9
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	28.0	28.0	28.1
經營利潤率	8.2	9.4	9.8	10.1	10.5
稅前利率	9.1	9.9	10.3	10.7	11.3
淨利潤率	7.2	7.8	8.3	8.7	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)	19	12	20	26	33
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	21.5	21.3	21.2
資產回報率	7.0	7.7	8.2	8.8	9.5
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	2.63	3.05	3.48	4.02	4.65
每股股息(人民幣)	1.20	1.30	1.39	1.61	1.86
每股帳面價值(人民幣)	12.59	14.04	16.30	18.98	22.08

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。