

美的集團 (000333 CH)

國內復蘇足以抵禦海外訂單損失

美的 20 財年 1 季度業績表現穩健，主要歸因於：1) 出口訂單強勁；2) 表現較好的小家電以及電商佔比相對高；以及 3) 原材料價格下行和人民幣貶值。儘管出口訂單在未來幾個季度可能下跌，但相信國內市場可持續復蘇。我們維持買入評級，下調目標價至 72.80 人民幣，基於 17 倍 21 財年預測市盈率（之前為 18 倍 20 財年預測市盈率），對比中國/國際同業平均的 16 倍/14 倍。

- **19 財年淨利潤符合預期：市場份額及毛利率增長強勁。**美的 19 財年的淨利潤同比增長 20%，高於彭博預測 2%/低於招銀國際證券預測 1%。雖然去年 4 季度銷售增長放緩至 7%，但淨利潤同比提速至 24%，主要受惠於毛利率上升受：空調銷售增加（線下市場份額+4ppt 至 29%/線上市場份額+7ppt 至 30%），高端產品銷售上升，人民幣貶值及原材料價格下行所帶動。
- **20 財年 1 季度業績穩健，略勝同業表現。**美的 1 季度的淨利潤只是同比下滑 23%，在疫情影響下算是穩健，略好於同業海爾智家的-41%，蘇泊爾的-41%和格力的-69%，主要歸因於：1) 產品結構改善，小家電受疫情催化反而受惠，大家電則受到嚴重衝擊（例如空調）；以及 2) 出口訂單同比大增 26%。
- **公司預期 20 財年銷售/淨利潤下降 3-5%，主要受國內市場逐漸復蘇，以及出口不穩所影響。**我們認為公司能達成指引目標，因為：1) 4 月份小家電銷售已回復正常水平，年中 28 種新產品推出相信能帶動銷售；2) 今年空調價格戰料將持續，但受影響更多是小品牌如奧克斯及其他。雖然美的空調於 19 財年的平均銷售價錄得雙位數跌幅，但仍能搶佔更多的市場份額；3) 出口訂單在 2-3 季度或持續減少（截至今年 4 月取消/暫停訂單佔總銷售約 3%），但我們估計公司在美國/歐洲國家的業務佔總銷售不到 20%，因此影響比較有限；4) 毛利率應可維持穩定，受惠於原材料成本下降以及人民幣貶值。不過，機械人及自動化產品（主要為庫卡）銷售或於 20 財年下跌，因外圍環境不穩，客戶投放於技術革新的資本開支也有減少。
- **維持買入評級，下調目標價至 72.80 元人民幣（34%上行空間）。**我們重申買入評級，原因包括：1) 公司目前股價已反映負面因素，復蘇進度理想；2) 受惠於公司的產品結構，第 1 季度業績改善將持續至第 2 季度。我們將 20/21 財年的預測淨利潤分別下調 18%/11%，以反映疫情影響和海外訂單減少而導致銷售下降。我們的新目標價對應 17 倍 21 財年預測市盈率（此前是 18 倍 20 財年預測市盈率）。公司現價的 20/21 財年預測市盈率為 16 倍/13 倍（中國同業平均 19 倍/16 倍），PEG 為 1.6 倍（中國同業平均 1.8 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)	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
市場預期每股收益(人民幣)	不適用	不適用	3.62	4.18	4.82
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 (%)	24.4	23.8	20.8	22.2	21.6
淨負債比率 (%)	21.6	26.8	11.3	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	RMB72.80
(此前目標價)	RMB75.33)
潛在升幅	+34.3%
當前股價	RMB54.20

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)	376,611
3 月平均流通量(百萬元人民幣)	1,672.16
52 周內股價高/低(人民幣)	61.00/46.30
總股本(百萬)	6,985.4

資料來源：彭博

股東結構

美的控股	31.67%
通過深/滬港通的持股	15.98%
中國證券金融公司	2.84%
方洪波先生	1.96%
員工激勵計劃	1.18%
自由流通	46.37%

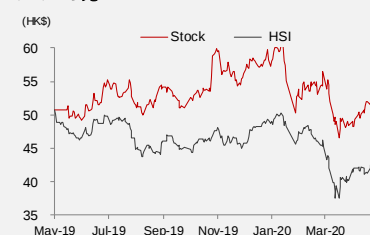
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.0%	10.2%
3-月	0.8%	14.8%
6-月	-9.4%	3.9%
12-月	10.5%	33.7%

資料來源：彭博

(RMB) 走勢



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	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

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)	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(不包括員工管理費用)	(21,826)	(25,151)	(23,127)	(25,433)	(26,097)
管理費用(不包括員工成本, 其它運營費用)	(11,553)	(9,955)	(9,233)	(10,298)	(10,368)
其它運營費用	(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
年初現金及現金等價物	22,221	15,981	49,166	54,841	66,250
匯兌	(2,072)	20,976	-	-	-
年末現金及現金等價物	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
現金及現金等價物	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。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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。

本報告包含的任何信息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。

如需要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)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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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士。

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《證券與期貨法案》(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。