

美的电器 (000527.sz)

美的集团拟引入战略投资者，资本运作或有新期待

袁浩然 首席分析师
电话: 0755-82784042
eMail: yhr@gf.com.cn
执业编号: S0260511030001

公告内容:

10月20日美的电器发布公告:美的电器控股股东“美的集团”的股份结构可能发生变化。美的集团的部分股权拟对外转让。拟将其所持有的美的集团15.30%的股权转予天津融睿投资以及天津鼎晖嘉泰股权投资公司。本次股权转让完成后,美的控股将继续持有美的集团68.70%的股权,融睿投资将持有美的集团12.18%的股权,鼎晖投资将持有美的集团3.12%的股权。公司的控股股东及实际控制人均不发生变化。

2010年,美的集团销售收入超千亿,利润超过60亿,今年上半年收入超过800亿,增长55%,净利润30多亿。

公告解读: 资本运作或有新期待

从本次公告来看,公司未来可能会考虑美的集团整体上市,市场期待已久的小家电注入或许会通过其他方式实现。

此次股权转让如果顺利实施,我们认为可以实现下面几个目的:

- 1) 目前房地产调控严厉,流动性趋紧,通过出售部分股权,获取资金为美的地产及其他业务发展提供资金。
- 2) 为未来美的集团整体上市扫清障碍。如果美的集团要谋求整体上市,必须将地产剥离,并在财务上和美的集团保持独立,这需要另外的资金投入才能实现。
- 3) 通过引进战略投资者,改善公司治理结构,为公司下一步业务大发展打下基础。此次股权转让对象,天津融睿,其实际控制人是工银国际,背景深厚。另一转让对象为大名鼎鼎的鼎晖,这些高端战略投资者的进入会促进公司更上层楼。

盈利预测与估值评级

预计公司11,12年EPS分别为1.20元,1.65元,考虑到集团整合预期,按照11年18倍估值,目标价21.6元,维持“买入”评级。

风险提示: 集团资产注入时点尚具不确定性。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47278	74559	109305	140529	173410
增长率(%)	4.3%	57.7%	46.6%	28.6%	23.4%
EBITDA(百万元)	3699	3697	7052	10360	13884
净利润(百万元)	1892	3127	4060	5592	7699
增长率(%)	83.1%	65.3%	29.8%	37.7%	37.7%
每股收益(元)	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27
市盈率	25.51	17.36	12.47	9.05	6.57
市净率	5.11	4.40	2.48	1.95	1.50
EV/EBITDA	12.15	13.42	4.94	2.86	1.45

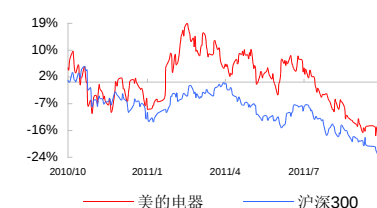
数据来源:广东美的电器股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.95元
合理价值	21.60元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-0.20	-18.88	-10.53
沪深300	-5.19	-16.99	-21.59

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	3384/3120
主要股东:	美的集团有限公司
主要股东持股比例	39.17%
流通A股比例	92.20%

财务比率

ROE	25.35%
ROA	8.48%
资产负债率	61.04%

2010 年报数据

1.公告内容

10月20日美的电器发布公告：美的电器控股股东“美的集团”的股份结构可能发生变化。美的集团的部分股权拟对外转让。

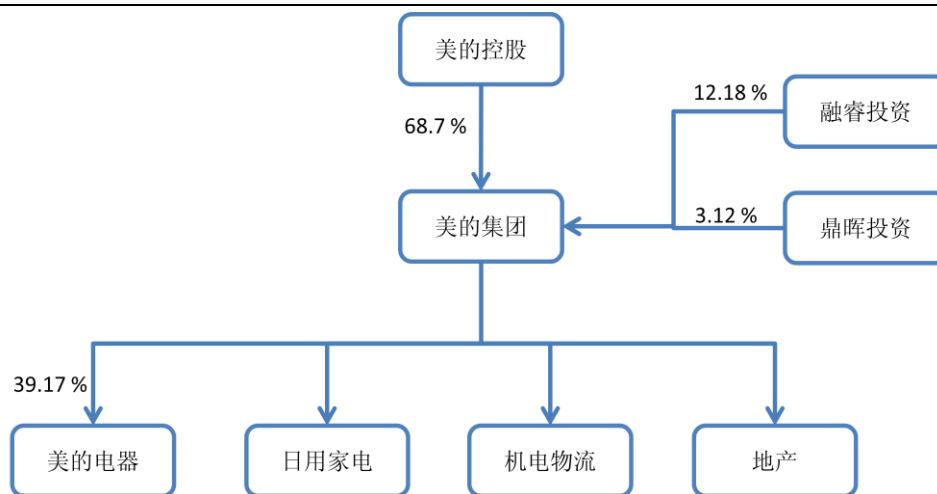
美的集团的控股股东美的投资控股，拟将其所持有的美的集团15.30%的股权转予天津融睿投资顾问合伙企业（有限合伙），其控制人为工银国际控股有限公司；以及天津鼎晖嘉泰股权投资合伙企业（有限合伙），其控制人为鼎晖股权投资管理（天津）有限公司。

本次股权转让完成后，美的控股将继续持有美的集团68.70%的股权，融睿投资将持有美的集团12.18%的股权，鼎晖投资将持有美的集团3.12%的股权。公司的控股股东及实际控制人均不发生变化。

美的集团创业于1968年，以家电业为主，涵盖房产、物流、金融等领域，旗下拥有4家上市公司、四大产业集团：制冷家电、日用家电、机电物流、地产。

2010年，美的集团销售收入超千亿（其中出口额50多亿美元），利润超过60亿，今年上半年收入超过800亿，增长55%，净利润30多亿。（注意：以上数据都包含了上市公司公众投资者在美的的权益，属于大集团整体概念，而此次股权转让显然不包括上市公司公众投资者权益。）

图1：转让完成后，集团股权结构图



数据来源：广发证券发展研究中心

2.公告解读

从本次公告来看，公司未来可能会考虑美的集团整体上市，市场期待已久的小家电注入或许会通过其他方式实现。

按最新市价，上市公司000527美的电器市值506亿，以此为参照，通过我们的各方了解和测算，美的集团各项资产，包括上市公司000527美的电器39.17%股权，小家电业务，物流机电业务，地产业务等等综合价值在450-550亿元，其15.3%股权大概价值

在68-83亿之间。

如果公司能够实现整体上市，美的集团资产价值加上其他流动股东，上市公司000527美的电器60.83%股权，合计静态价值在750-850亿之间。

此次股权转让如果顺利实施，我们认为可以实现下面几个目的：

2.1 目前房地产调控严厉，流动性趋紧，通过出售部分股权，获取资金为美的地产及其他业务发展提供资金。

2.2 为未来美的集团整体上市扫清障碍。如果美的集团要谋求整体上市，必须将地产剥离，并在财务上和美的集团保持独立，这需要另外的资金投入才能实现。

2.3 通过引进战略投资者，改善公司治理结构，为公司下一步业务大发展打下基础。此次股权转让对象，天津融睿，其实际控制人是工银国际，背景深厚。另一转让对象为大名鼎鼎的鼎晖，这些高端战略投资者的进入会促进公司更上层次。

3.盈利预测与估值评级

预计公司11，12年EPS分别为1.20元，1.65元，考虑到集团整合预期，按照11年18倍估值，目标价21.6元，维持“买入”评级。

风险提示

集团资产注入时点尚有不确定性。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	21,132	28,017	50,422	64,216	82,491
货币资金	3,855	5,803	18,757	24,986	33,815
应收及预付	11,282	11,326	19,136	23,508	29,394
存货	5,828	10,436	12,400	15,572	19,123
其他流动资产	167	452	130	150	159
非流动资产	10,526	14,037	14,966	16,775	16,414
长期股权投资	375	781	829	850	862
固定资产	5,694	7,672	9,160	9,426	8,875
在建工程	487	952	2,212	2,808	2,974
无形资产	2,852	3,301	1,739	1,956	2,156
其他长期资产	1,118	1,331	1,026	1,736	1,546
资产总计	31,658	42,054	65,389	80,991	98,904
流动负债	18,859	25,188	39,353	47,843	55,957
短期借款	540	729	2,559	3,644	2,940
应付及预收	14,278	19,231	28,494	35,298	43,417
其他流动负债	4,042	5,228	8,300	8,900	9,600
非流动负债	70	483	494	488	501
长期借款	0	394	394	394	394
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	89	100	94	107
负债合计	18,930	25,671	39,846	48,330	56,457
股本	2,080	3,120	3,385	3,385	3,385
资本公积	3,126	2,092	6,197	6,197	6,197
留存收益	4,261	7,109	10,830	16,422	24,121
归属母公司股东权益	9,451	12,336	20,412	26,004	33,703
少数股东权益	3,277	4,046	5,130	6,657	8,744
负债和股东权益	31,658	42,054	65,389	80,991	98,904

利润表

单位：百万元

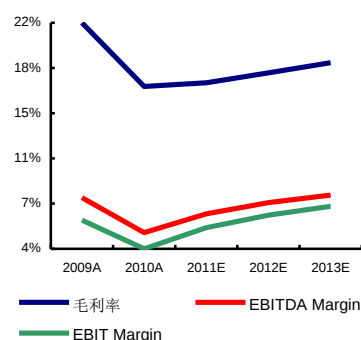
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47278	74559	109305	140529	173410
营业成本	36975	62114	90704	115543	141212
营业税金及附加	61	86	131	166	205
销售费用	5731	6943	9182	11523	14220
管理费用	1660	2663	3334	4272	5376
财务费用	222	464	169	188	148
资产减值损失	169	-16	87	64	-35
公允价值变动收益	27	118	2	30	19
投资净收益	32	134	259	159	65
营业利润	2520	2557	5959	8962	12368
营业外收入	396	2570	605	110	100
营业外支出	163	164	175	153	120
利润总额	2753	4963	6389	8919	12348
所得税	239	920	1246	1800	2563
净利润	2514	4043	5143	7119	9786
少数股东损益	622	916	1084	1527	2087
归属母公司净利润	1892	3127	4060	5592	7699
EBITDA	3699	3697	7052	10360	13884
EPS (元)	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27

资产负债率趋势

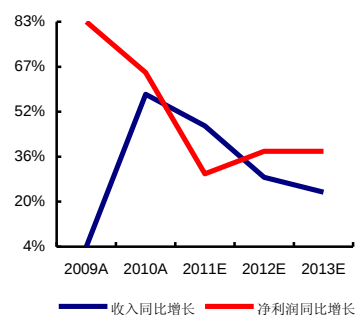


资产负债率 资产周转率

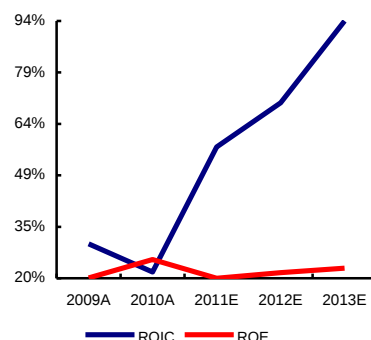
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

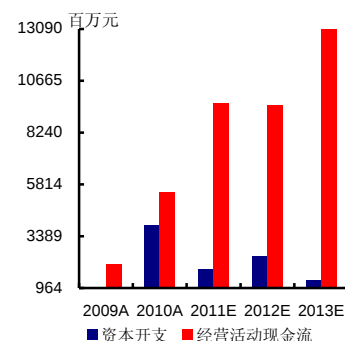
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,056	5,446	8,532	7,999	11,003
净利润	2,514	4,043	5,143	7,119	9,786
折旧摊销	847	945	1,097	1,336	1,486
营运资金变动	-1,139	696	2,450	138	-580
其它	-165	-238	-158	-593	311
投资活动现金流	-1,113	-4,212	-1,642	-2,322	-1,273
资本支出	-964	-3,905	-1,853	-2,456	-1,323
投资变动	-149	-307	209	104	31
其他	0	0	2	30	19
筹资活动现金流	744	185	6,064	552	-902
银行借款	2,664	3,001	1,830	1,086	-704
债券融资	-4,485	-2,418	-5	-4	4
股权融资	3,267	52	4,370	0	0
其他	-703	-450	-131	-530	-201
现金净增加额	1,688	1,419	12,954	6,229	8,829
期初现金余额	2,285	3,855	5,803	18,757	24,986
期末现金余额	3,973	5,274	18,757	24,986	33,815

主要财务比率

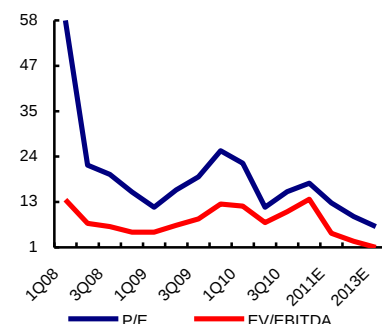
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.3%	57.7%	46.6%	28.6%	23.4%
营业利润	45.9%	1.5%	133.1%	50.4%	38.0%
归属于母公司净利润	83.1%	65.3%	29.8%	37.7%	37.7%
获利能力					
毛利率	21.8%	16.7%	17.0%	17.8%	18.6%
净利率	5.3%	5.4%	4.7%	5.1%	5.6%
ROE	20.0%	25.3%	19.9%	21.5%	22.8%
ROIC	29.8%	21.7%	57.6%	70.3%	93.8%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	61.0%	60.9%	59.7%	57.1%
净负债比率	-26.3%	-29.4%	-62.4%	-64.6%	-72.2%
流动比率	1.12	1.11	1.28	1.34	1.47
速动比率	0.77	0.60	0.89	0.93	1.04
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.02	2.03	1.92	1.93
应收账款周转率	12.44	16.37	14.81	15.30	15.13
存货周转率	6.74	7.64	7.32	7.42	7.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	1.00	1.20	1.65	2.27
每股经营现金流	0.99	1.75	2.52	2.36	3.25
每股净资产	4.54	3.95	6.03	7.68	9.96
估值比率					
P/E	25.5	17.4	12.5	9.1	6.6
P/B	5.1	4.4	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	12.2	13.4	4.9	2.9	1.4

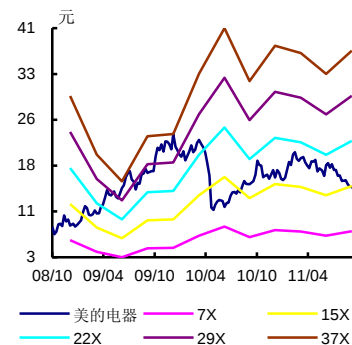
资本支出与经营活动现金流



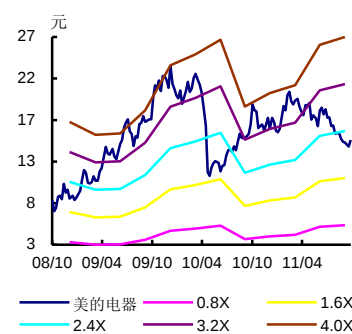
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

美的电器（000527.sz）：野蛮生长，百亿利润不是梦	郝雪梅	2011-09-14
美的电器（000527.sz）：规模优先战略已达，未来更加关注盈利提升	郝雪梅	2011-09-01
美的电器(000527.sz)：大趋势并没有改变	郝雪梅	2011-08-05

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。