



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品:家用电器

刘会明

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012  
(8610) 6622 9084  
huiming.liu@bocichina.com

# 美的电器换股吸收合并方案 公布

## 换股吸收合并方案

美的集团以换股方式吸收合并美的电器(000527.CH/人民币 9.18, 买入), 即, 美的集团向美的电器除美的集团外的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的美的电器股票。其中, 美的集团所持美的电器股票不参与换股、也不行使现金选择权, 并且该等股票将在本次换股吸收合并完成后予以注销。本次换股吸收合并美的集团发行价为 44.56 元/股。美的电器换股价格为 15.96 元/股, 较定价基准日前 20 个交易日的美的电器股票交易均价 9.46 元/股溢价 68.71%。本次换股吸收合并的换股比例为 0.3582:1 (换股比例按照四舍五入原则保留四位小数), 即, 换股股东所持有的每 1 股美的电器股份可以换取 0.3582 股美的集团本次发行的股份。美的集团总股份数为 10 亿股, 本次换股吸收合并将发行 713,202,895 股股份, 全部用于吸收合并美的电器。此次发行股份数占发行完成后总股本的 41.63%, 发行市盈率为全面摊薄后的 11.01 倍。

## 现金选择权

为充分保护美的电器全体股东特别是中小股东权益, 将由现金选择权提供方美的电器异议股东提供现金选择权。具有现金选择权的异议股东是指在作出本次换股吸收合并决议的美的电器股东大会正式表决换股吸收合并议案时投出有效反对票, 并且一直持有代表该反对权利的股份直至现金选择权实施日, 同时在规定时间内履行申报程序的股东。行使现金选择权的美的电器异议股东, 可以就其有效申报的每 1 股美的电器股份, 在现金选择权实施日, 按照每股 10.59 元 (较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价 12%, 参考美的电器停牌以来至 2013 年 2 月 28 日上证综指的涨幅) 全部或部分申报行使现金选择权。

本次换股吸收合并尚需美的集团股东大会和美的电器股东大会通过, 以及相关商务部门和中国证监会等部门的批准。

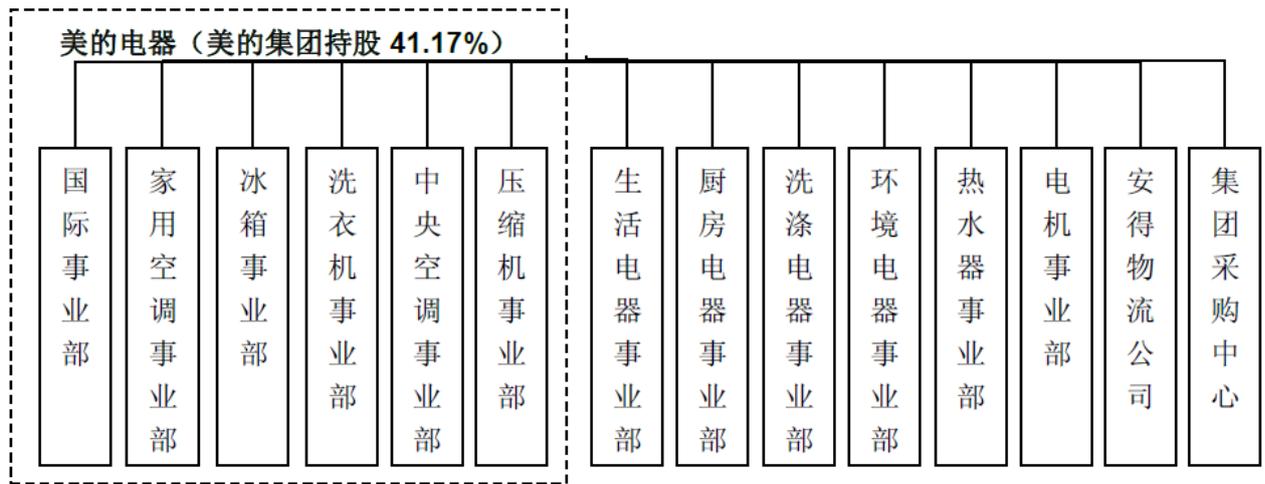
## 中小股东利益保护:

为保护中小股东利益, 集团采取了包括电器换股股东将享有小家电、电机、物流板块更高的估值水平; 换股溢价率远超停牌后可比公司涨幅, 远超其他换股吸并案例水平 (平均为 24%); 电器流通股股东享有净利润增厚; 集团上市后加大股东回报, 未来三年内每年现金分红不少于当年可分配利润 1/3; 美的电器 2012 年拟每 10 股派现 6 元, 共派现 20 亿, 分红收益率达 6.34%。

### 美的集团概况

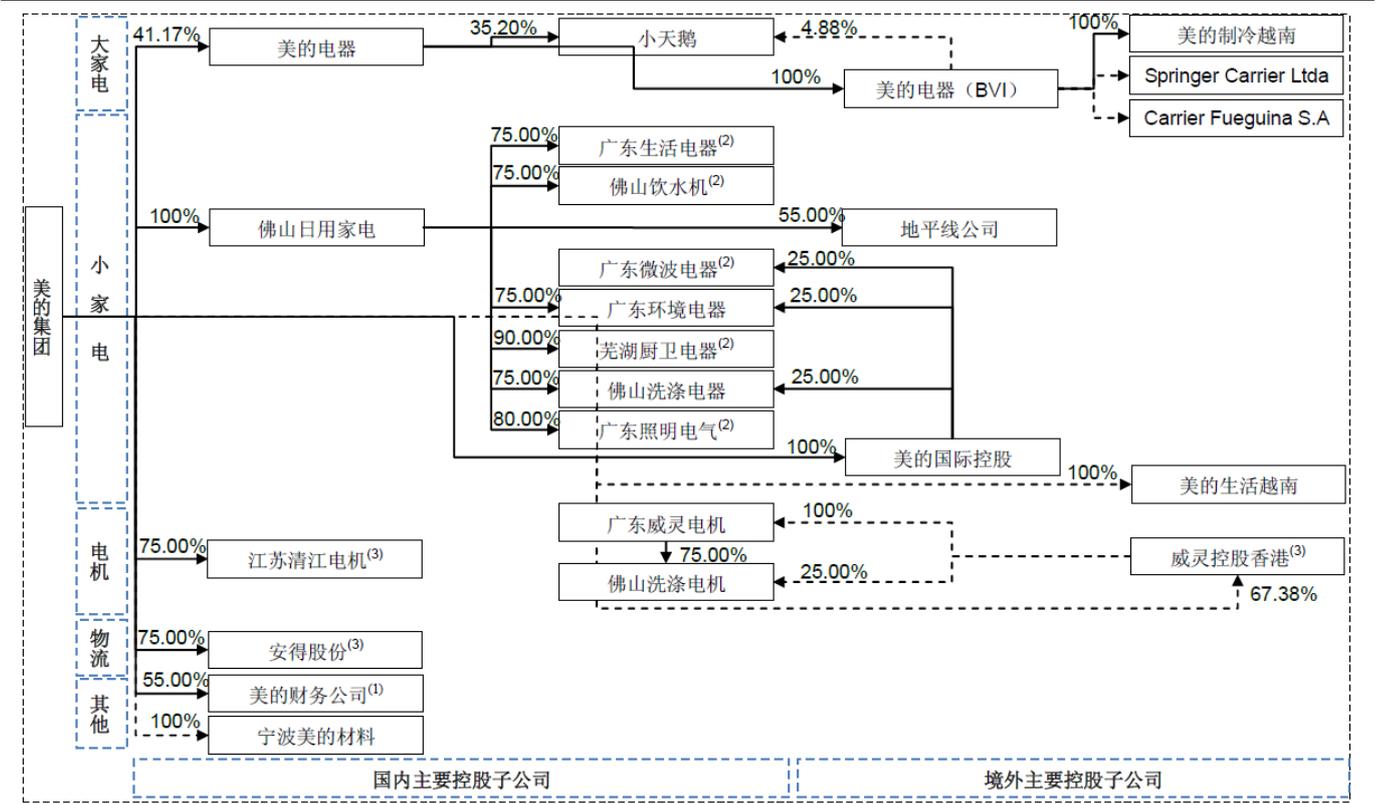
美的集团的主要业务分为四大板块，分别是大家电业务板块，主要研发、生产、销售空调、冰箱、洗衣机及相关零部件等产品；小家电业务板块，主要研发、生产、销售微波炉、风扇、电磁炉、电饭煲、洗碗机、饮水机、电压力锅、电热水器等小家电产品；电机业务板块，主要研发、生产、销售微电机、洗涤电机、工业电机等产品；物流业务板块，主要提供运输、仓储、配送等第三方物流服务。截至目前，美的集团控股及控制的境内及境外企业合计199家，其中境内企业140家，境外企业59家。

图表 1.美的集团组织结构



资料来源：公司数据

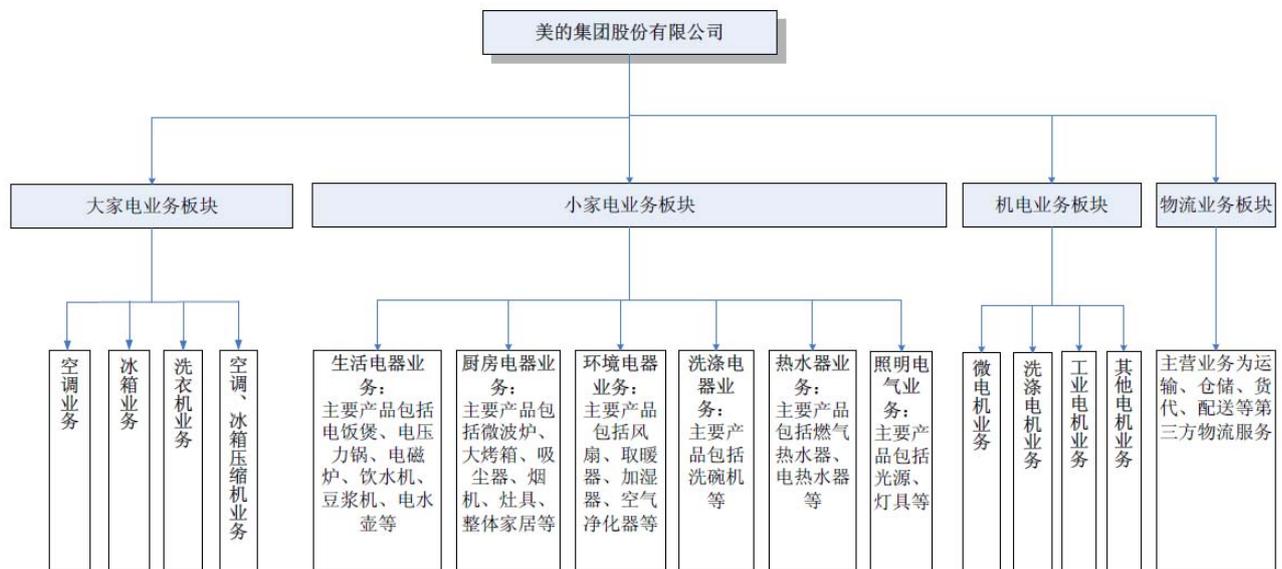
图表 2.美的集团主要子公司的股权结构图



资料来源：公司数据

截至 2012 年底，美的集团总资产为 877.37 亿元，总负债为 545.7 亿元，资产负债率为 62.2%，所有者权益为 331.65 亿元，2012 年营业收入达到 1,026.5 亿元，营业利润为 70 亿元，净利润 61.4 亿元，归属于母公司的净利润为 53 亿元。每股收益 3.26 元，扣非后每股收益为 3.03 元，扣非后净资产收益率为 22.22%。毛利率 22.60%，销售费用率 9.15%，管理费用率 5.77%，财务费用率 0.79%，营业利润率 6.82%，净利率 6%。集团备考预测 2013 年营业总收入达到 1,187.2 亿元，归属于母公司的净利润达到 69.3 亿元。13 年发行前每股收益为 4.42 元，发行后全面摊薄每股收益 4.05 元。发行前每股净资产 14.31 元，发行后每股净资产为 15.93 元，市净率为 2.8 倍。

图表 3.美的集团四大业务板块主要包含的产品及业务



资料来源：公司数据

### 拟上市资产情况：

#### 小家电业务：

国内小家电行业的绝对龙头，拥有中国最完整的小家电产品群。国内小家电市场占据绝对领先地位，收入规模是国内行业第二名（苏泊尔）的四倍多。2011 年整体销售规模与法国 SEB 相当。

品类齐全，多个产品市场份额长期处于绝对领先。十一项产品内外销市场份额处于绝对领先地位，且上述产品收入占小家电板块总收入超过 70%。

强大的渠道及研发优势，能迅速抓住市场并达到领先。专卖店逾 5,000 家，总网点约 5.5 万家，一二级市场 100% 覆盖，三四级市场 95% 以上覆盖。

产品结构改善及精益制造不断提升利润率，未来持续提升依旧可期。

#### 电机业务

国内规模最大的家电用电机公司，拥有知名品牌“威灵”，主要产品空调电机、洗涤电机、工业电机、伺服电机，总产能超 1 亿台，主要产品市占率行业领先。

高起点/高水平的技术设备，强大的研发能力，将大力发展直流变频技术。已涉足汽车助力转向电机、泵类及伺服类电机等新兴领域，成为新增长点。

### 物流业务

全国性物流网络布局广，协同潜力大，设有超过 140 个物流服务平台，具有占地面积近 400 万平米仓库，综合实力位居国内第三方物流前列。

客户聚焦家电快消领域仓储配送，业务专业化程度高。

具备高效仓储、快准运输、精益配送等一体化物流服务能力。

### 市场估值情况：

截至 2013 年 2 月 28 日，大家电、小家电、电机及物流板块可比 A 股公司 2013 年平均估值水平分别为：11.41 倍、14.96 倍、18.11 倍及 16.73 倍，以市场平均水平综合市盈率为 13.97 倍。对美的集团非 A 股的资产给予了 36% 的估值折扣。

**图表 4.美的集团四大业务板块的主营业务收入**

(人民币, 万元)	2012 年	2011 年	2010 年
大家电业务	6,362,898.38	8,495,658.37	6,792,779.47
小家电业务	2,576,160.52	3,165,583.35	2,799,785.46
电机业务	485,296.82	470,910.82	383,936.16
物流业务	184,591.31	190,150.60	123,451.45

资料来源：公司数据

### 美的电器业绩下滑

2012 年美的电器实现营业收入 680.7 亿元，同比下滑 26.9%，实现归属于母公司的净利润 34.8 亿元，同比下滑 8.9%，实现每股收益 1.03 元，业绩表现基本符合市场和我们的预期。由于家电行业前三季度的低迷以及公司进行经营策略转型，使得收入和业绩均出现下滑。毛利率从 11 年的 18.8% 提升至当期的 22.8%，销售费用率和管理费用率均有所上升，分别从 11 年的 9.2% 和 3.4% 提升至 9.9% 和 5.3%。净利率从 4% 上升至 5.1%。4 季度收入达到 142 亿元，同比增长 27%，4 季度毛利率为 26%。报告期内，公司股份支付计入管理费用 2.87 亿元，此笔费用属于非经常性损益，不导致公司现金流出。扣除该影响后，实际归属于母公司的净利润 37.6 亿元同比小幅增长 1.5%

**图表 5.美的电器业绩**

(人民币, 百万)	2011年	2012年	同比(%)
营业收入	93,108.1	68,071.2	(26.9)
营业成本	75,618.8	52,541.3	(30.5)
毛利润	17,489.3	15,529.9	(11.2)
营业税金及附加	351.9	321.6	(8.6)
销售费用	8,590.9	6,736.4	(21.6)
管理费用	3,191.1	3,619.4	13.4
经营利润	5,355.4	4,852.5	(9.4)
财务费用	1,051.5	322.7	(69.3)
资产减值损失	42.4	58.3	37.5
公允价值变动收益	38.7	(75.8)	(295.9)
投资收益	732.8	348.1	(52.5)
营业外收入	676.3	430.3	(36.4)
营业外支出	138.4	97.7	(29.4)
税前利润	5,570.9	5,076.4	(8.9)
所得税	1,019.6	947.5	(7.1)
少数股东损益	842.2	651.5	(22.6)
归属于母公司的净利润	3,709.1	3,477.4	(6.2)
每股收益(元)	1.1	1.0	(7.2)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

12年, 公司内销 361 亿元, 同比下降 39%, 毛利率 26.4%, 提升 2.83 个百分点, 出口 275 亿元, 同比增长 6%, 毛利率为 19.75%, 提升 7.8 个百分点。分业务看, 空调业务同比下降 19% 达到 515 亿元, 冰箱业务同比下降 48% 达到 60 亿元, 洗衣机业务同比下降 36% 达到 62 亿元。空调毛利率上升 3.68 个百分点, 达到 24.2%, 冰箱毛利率下降 2.2 个百分点, 达到 17.2%, 洗衣机毛利率上升 6.55 个百分点, 达到 23.9%。

我们认为, 随着公司经营策略的逐步转变以及行业逐步回暖, 公司今年业绩有望实现较快增长, 我们对 13-15 年每股收益预测分别为 1.26 元、1.44 元和 1.62 元。美的集团近期公布了换股整合方案, 我们将在方案获得正式通过后调整盈利预测。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371