

盈利稳健增两成，整体上市顺利推进

美的电器（000527.SZ）

推荐 维持评级

核心观点：

1. 报告背景：公告 2013 年一季度报

2013 年一季度，公司实现收入 219 亿元，同比增长 23.5%；归属于母公司净利润为 10.8 亿，同比增长 23.8%；每股收益 0.32 元。

一季度公司毛利率为 22.6%，提升 2 个百分点；销售费用率 9.8%，上升 1.8 个百分点；管理费用率 4.7%，下降 0.3 个百分点；财务费用率 0.51%，上升 0.61 个百分点。综合形成销售净利率 4.9%，同比持平。

3 月末公司存货 93 亿元，相比年初减少 5.8 亿元，存货水平健康。期末，其他流动负债 87 亿元，相比年初增加 17 亿元，费用计提充分。

1-3 月公司经营活动现金流量净额 16.3 亿，增 170%，现金流充沛。

公司预计 1-6 月净利润 24 亿-27 亿元，同比增长 15%-30%。

2. 我们的分析和判断

（一）冰洗空份额逐步回升，集团收入增长 20%

一季度行业需求仍显疲软，公司战略转型成效逐步显现，大白电业务份额逐步回升，空冰洗实现全面增长，公司收入 219 亿，增 23.5%。其中，洗衣机收入增长 45%左右，空调和冰箱实现 20%以上增长。

一季度集团小家电、物流及电机业务也实现稳步增长，其中小家电业务规模增两成左右，集团整体实现收入 316 亿元，同比增长 20%。

（二）产品结构优化，盈利水平提升，集团利润增四成

2013 年一季度，公司加大产品创新投入，优化产品结构，毛利率提升 2 个百分点达 22.6%，净利率 4.9%，净利润 10.8 亿，同比增长 23.8%。

集团各项业务盈利提升明显，一季度集团综合毛利率 23.2%，同比上升 2.3 个百分点。其中小家电业务加大产品梳理，关停了 5~6 个亏损项目，小家电净利润大幅增长六成以上。威灵电机及物流等业务也取得较好利润增长。按整体上市口径，归母净利润 16.6 亿，同比增长 46%，净利率 5.3%，同比提升 1 个百分点。

（三）整体上市方案股东大会高票通过，顺利推进

2013 年 4 月 1 日，美的集团发布整体上市方案，拟通过吸收合并美的电器（000527）完成集团整体上市。4 月 22 日，整体上市方案在美的电器股东大会上高票获得通过。

公司转型取得了重大进展，集团整体上市将会深化这种战略转型，有利于充分发挥内部协同。通过贯彻美的集团“一个美的、一个体系、一个标准”的管控模式，不断提升公司经营效率和综合竞争力，未来美的集团有望跻身世界白电行业前三强。

3. 投资建议

预计公司 2013、2014 年盈利预测分别为 1.29 和 1.66 元。目前股价相比 2013 年业绩不足 11 倍，给予“推荐”评级。

4. 风险提示：整体上市方案尚需股东会、商务部、证监会审批通过。

分析师

袁浩然

☎：0755-82830346

✉：yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030002

郝雪梅

☎：0755-82838453

✉：haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

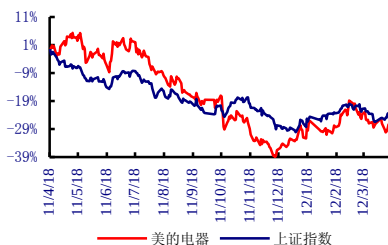
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.4.27

A 股收盘价(元)	13.96
A 股一年内最高价(元)	14.45
A 股一年内最低价(元)	9.20
上证指数	2177.91
市净率	2.14
总股本（万股）	338434.77
实际流通 A 股(万股)	338434.77
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	472

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

目录

一、美的电器 2013 年一季报简介	3
（一）2013Q1 年电器收入 219 亿，同比增 23.5%；集团收入增 20%。	3
（二）产品力提升，结构优化，毛利率提升明显	3
（三）资产负债表揭示的重要信息：	3
（四）2013Q1 年经营活动现金流净额 16 亿元	3
（五）公司收入、利润分季度	4
（六）利润表各项比较：	5
二、美的集团整体上市方案概述	6
（一）吸收合并完成集团整体上市	6
（二）美的集团盈利情况简介	6
（三）美的电器盈利情况简介（详细参考本报告第一部分）	7
（四）吸收合并方案简介	7
（五）作价估值	8
三、方案简评	10
（一）方案充分保障了中小股东的利益	10
（二）有利于增厚上市公司业绩。	10
（三）整体上市有助于促进美的整体进一步规范运作，同时更好地发挥集团各个事业部之间的协同效应。	12
（四）有利于公司更好地贯彻美的集团“一个美的、一个体系、一个标准”的管控模式。	12
（五）解决管理层直接或间接持股，实现集团股权激励。	12
四、集团业务发展展望	13
（一）公司简介	13
（二）大白电业务：空调双寡头垄断，洗衣机行业第二，冰箱行业前三	14
（三）小家电业务：厨电行业领军	15
（四）电机业务：国内规模最大	17
（五）物流业务	17
（六）综述	18
五、盈利预测及估值	19

图表目录

图 1：吸收合并前美的电器股权结构图	6
图 2：吸收合并后美的电器股权结构图	8
图 3：美的集团营业收入增长（单位：亿元，%）	13
图 4：美的集团业务构架图	13
图 5：2011 年主要国家每百户小家电渗透率(单位：%)	16
图 6：2011 年中国主要小家电产品每百户保有量(单位：台/百户)	16
图 7：第三方物流市场规模及预测(单位：亿元)	18
表 1：公司收入分季度（单位：百万，%）	4
表 2：公司利润分季度（单位：百万，%）	4
表 3：公司 2013Q1 年利润表各项对比（单位：百万，%）	5
表 4：集团盈利增长测算	6
表 5：集团吸收合并整理上市估值测算（单位：亿元，元，%）	9
表 6：发行前公司股权转让价格	9
表 7：集团盈利备考预测	11
表 8：集团整体上市前后股权结构	12
表 9：近两年美的白电的市场份额变化（按销量）	14
表 10：主要小家电企业规模对比：亿元	15
表 11：美的内销市场九个产品排名第一(单位：%)	15
表 12：美的外销市场七个产品排名第一(单位：%)	15
表 13：集团小家电主要产品行业排名	15
表 14：国内主要电机公司 2011-2012 年收入(单位：亿元)	17
表 15：盈利预测（单位：百万，%）	19
表 16：美的集团备考盈利预测	20

一、美的电器 2013 年一季报简介

(一) 2013Q1 年电器收入 219 亿, 同比增 23.5%; 集团收入增 20%。

2013 年一季度行业需求仍显疲软, 公司战略转型成效逐步显现, 大白电业务份额逐步回升, 空冰洗实现全面增长。其中, 洗衣机收入增长 45% 左右, 空调和冰箱实现 20% 以上增长。

一季度集团小家电、物流及电机业务也实现稳步增长, 其中小家电业务规模增两成左右, 集团整体实现收入 316 亿元, 同比增长 20%。

(二) 产品力提升, 结构优化, 毛利率提升明显

2013 年公司加大产品创新投入, 优化产品结构。综合形成一季度毛利率为 22.6%, 提升 2 个百分点; 销售费用率 9.8%, 上升 1.8 个百分点; 管理费用率 4.7%, 下降 0.3 个百分点; 财务费用率 0.51%, 上升 0.61 个百分点。综合形成销售净利率 4.9%, 同比持平。

集团各项业务盈利提升明显, 一季度集团综合毛利率 23.2%, 同比上升 2.3 个百分点。其中小家电业务加大产品梳理, 关停了 5~6 个亏损项目, 小家电净利润大幅增长六成以上。威灵电机及物流等业务也取得较好利润增长。按整体上市口径, 归母净利润 16.6 亿, 同比增长 46%, 净利率 5.3%, 同比提升 1 个百分点。

(三) 资产负债表揭示的重要信息:

3 月末公司存货 93 亿元, 相比年初减少 5.8 亿元, 存货水平健康。期末, 其他流动负债 87 亿元, 相比年初增加 17 亿元, 费用计提充分。

(四) 2013Q1 年经营活动现金流净额 16 亿元

1-3 月公司经营活动现金流量净额 16.3 亿, 大于一季度净利润 (10.8 亿), 同比大幅增长 170%, 现金流充沛。

(五) 公司收入、利润分季度

表 1: 公司收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	营业收入	21,914				
	同比增长率	23.5%				
2012 年	营业收入	17,745	21,245	14,843	14,238	68,071
	占全年比例	26.1%	31.2%	21.8%	20.9%	100.0%
	同比增长率	-41.8%	-32.7%	-25.2%	26.8%	-26.9%
2011 年	营业收入	30,481	31,556	19,841	11,230	93,108
	占全年比例	32.7%	33.9%	21.3%	12.1%	100.0%
	同比增长率	96.1%	34.4%	9.4%	-35.5%	24.9%
2010 年	营业收入	15,541	23,484	18,135	17,399	74,559
	占全年比例	20.8%	31.5%	24.3%	23.3%	100.0%
	同比增长率	76.1%	46.1%	68.6%	49.7%	57.7%
2009 年	营业收入	8,824	16,077	10,756	11,621	47,278
	占全年比例	18.7%	34.0%	22.8%	24.6%	100.0%
	同比增长率	-29%	3%	16%	46%	4%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 2: 公司利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	普通股利润	1078				
	对应 EPS	0.32				
	同比增长率	23.7%				
2012 年	普通股利润	871	1,218	912	477	3,477
	对应 EPS	0.26	0.36	0.27	0.14	1.03
	占全年比例	25.0%	35.0%	26.2%	13.7%	100.0%
	同比增长率	22.4%	-3.6%	0.8%	-41.8%	-6.0%
2011 年	普通股利润	711	1,264	905	819	3,699
	对应 EPS	0.21	0.37	0.27	0.24	1.09
	占全年比例	19.2%	34.2%	24.5%	22.1%	100.0%
	同比增长率	17.5%	6.8%	-2.8%	100.7%	18.3%
2010 年	普通股利润	605	1,183	931	408	3,127
	对应 EPS	0.18	0.35	0.27	0.12	0.92
	占全年比例	19.4%	37.8%	29.8%	13.0%	100.0%
	同比增长率	234.8%	22.6%	129.7%	37.6%	69.2%
2009 年	普通股利润	181	965	405	297	1,848
	占全年比例	9.8%	52.2%	21.9%	16.1%	100.0%
	对应 EPS	0.05	0.29	0.12	0.09	0.55
	同比增长率	-45.2%	51.7%	52.8%	-244.2%	80.2%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

(六) 利润表各项比较:

表 3: 公司 2013Q1 年利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2013Q1	2012Q1	同比
一、营业总收入	21,914	17,745	23.5%
二、营业总成本	20,515	16,518	24.2%
其中: 营业成本	16,965	14,120	20.1%
毛利率(简单测算)	22.6%	20.4%	2.2%
营业税金及附加	71	43	
销售费用	2,141	1,416	51.2%
销售费用率	9.8%	8.0%	1.8%
管理费用	1,022	885	15.4%
管理费用率	4.7%	5.0%	-0.3%
财务费用	112	-17	
资产减值损失	205	71	
加: 公允价值变动收益	59	-27	
投资收益及其它	69	93	
三、营业利润	1,527	1,293	18.1%
加: 营业外收入	55	43	
减: 营业外支出	18	13	
四、利润总额	1,564	1,323	18.3%
减: 所得税费用	249	229	8.7%
综合所得税率	15.9%	17.3%	-1.4%
五、净利润	1,315	1,094	20.3%
归属于母公司净利润	1,078	871	23.7%
净利润率	4.9%	4.9%	0.0%
少数股东损益	238	223	
少数股东损益占比	18.1%	20.4%	
六、总股本	3,384	3,384	
七、按期末股数简单每股收益:	0.32	0.26	
毛利率减销售费用率	12.8%	12.4%	0.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、美的集团整体上市方案概述

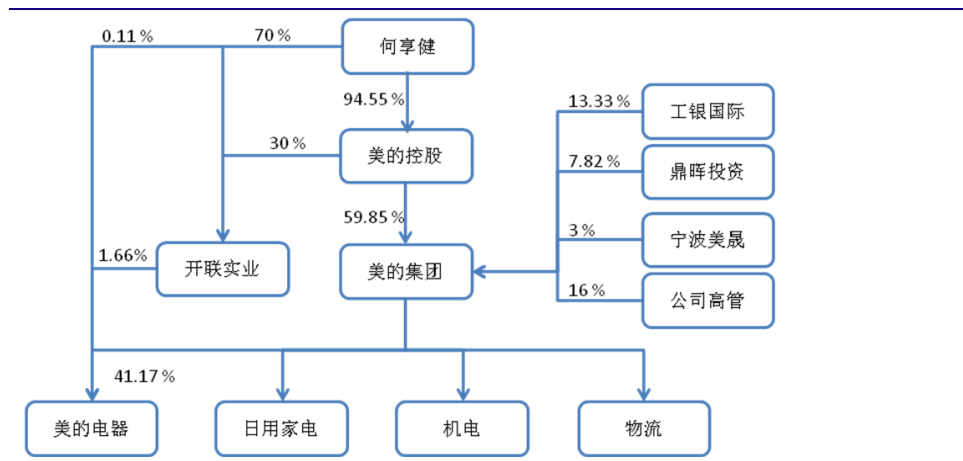
(一) 吸收合并完成集团整体上市

2012 年 8 月 24 日，美的电器公告拟进行重大资产重组，进行停牌。资产重组拟将整合上市公司与集团资产，完成集团整体上市。

2013 年 4 月 1 日，公司公告重组方案，集团通过对美的电器进行吸收合并，完成整体上市。

本次换股吸收合并完成后，美的电器的法人资格将注销，美的集团作为存续公司将承继及承接美的电器的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

图 1：吸收合并前美的电器股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 美的集团盈利情况简介

美的集团主营业务涉及大家电、小家电、电机和物流等业务。2012 年，集团实现总收入 1027 亿元，实现净利润 61.4 亿元，归属母公司净利润 32.6 亿元。

若假设 2012 年美的集团完成吸收合并，按照公司假设，备考美的电器 2012 年、2013 年归母净利润分别为 53.1 亿和 69.3 亿元。

其中，2012 年集团由于实施管理团队持股计划，按照会计准则“股份支付”处理方式，一次性计入管理费用约 5.27 亿，若剔除此部分影响，我们测算 2012 年、2013 年美的集团归母净利润分别约为 57 亿和 69 亿元。

表 4：集团盈利增长测算

单位：亿元，%	审计数据	假设完成吸收合并备考数据		剔除 2012 年股份支付后备考数据	
	2012	2012E	2013E	2012E	2013E
美的集团收入	1,027	1,027	1,187	1,027	1,187
同比	-23.5%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
美的集团净利润	61.41	61.41	80.29	65.41	80.29
同比	-7.5%	-7.5%	30.7%	-7.5%	30.7%
美的集团归母净利润	32.59	53.05	69.30	57.05	69.30
同比	-5.5%	-5.7%	30.6%	-5.7%	21.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）美的电器盈利情况简介（详细参考本报告第一部分）

美的电器主要经营空调、洗衣机、冰箱等白电及核心零部件业务。2012 年，公司进行战略调整，短期造成公司规模有所下降，2012 年美的电器实现营业收入 681 亿元，同比下滑 26.9%，实现归属上市公司股东净利润 34.8 亿元，同比下降 6.25%，EPS 1.03 元。

2012 年公司由于实施管理层持股计划，股份支付计提管理费用 2.87 亿元，造成利润同比下滑。如果加回股份支付造成的费用影响，公司全年净利润与 2011 年基本持平。

（四）吸收合并方案简介

1. 发行对象：

本次换股吸收合并，为美的集团发行 A 股，发行的对象为除美的集团之外的美的电器的全体股东，持有美的电器 57.17% 股权。

2. 发行价格、换股价格及换股比例

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（美的电器停牌日）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。即，美的电器股东所持有的每 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。

若合并双方中的任一方在换股之前发生派息、送股、资本公积转增股本等除权除息事项，发行价格或换股价格将做相应调整。

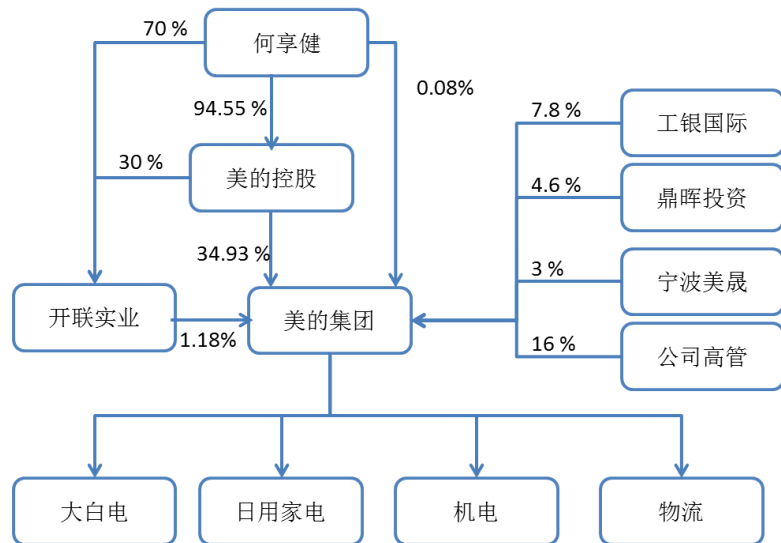
美的电器 2012 年分配预案：每 10 股派发现金红利 6 元（含税）元。

3. 股本及股权结构变化

此次吸收合并，除美的集团持有 41.17% 股权外，其余所有股权换成美的集团股权（或选择现金选择权），美的集团持有的 41.17% 股权吸收合并完成后予以注销。

美的集团上市前，共 10 亿股本。通过与美的电器吸收合并方式，完成 IPO。美的电器股本与美的集团股本，按照 1: 0.3582 对价，对原美的电器中小股东发行集团股本，IPO 吸收合并完成后，美的集团股本合计约 17.13 亿股本。

图 2：吸收合并后美的电器股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

4. 现金选择权

此次资产重组，为美的电器中小股东提供现金选择权，每股美的电器对应现金 10.59 元，较定价基准日前 20 日均价溢价 12%。

5. 决议有效期：本次换股吸收合并的决议自美的集团股东大会、美的电器股东大会审议通过之日起 18 个月内有效。

4 月 22 日，整体上市方案在美的电器股东大会上高票获得通过。

吸收合并方案，尚需商务部、证监会等部门审议通过。

(五) 作价估值

按照吸收合并方案计算，美的集团发行价对应美的集团 2012 年 EPS 估值约在 13.67 倍，若考虑到 5.27 亿“股份支付”带来的一次性管理费用增加，剔除此影响，美的集团发行价 44.56 元对应 2012 年业绩（按 10 亿股本计算）估值约在 11.8 倍左右。

按照公司给予的备考盈利预测，预计 2012 年美的集团备考归母净利润约 69 亿元，发行价对应集团 2013 年业绩（按 17.13 亿股本计算），估值约在 11 倍左右。

按照 1:0.3582 对价方案，美的集团发行价对应美的电器股价 15.96 元，对应美的电器 2012 年业绩估值约在 1.03 倍。按照公司审计盈利预测，预计美的电器 2013 年归母净利润约在 44.2 亿元，按照美的 33.84 亿股本计算 EPS 约为 1.26 元每股，美的电器换股价格 15.96 元对应 2013 年业绩估值约为 12.7 倍左右。

按此计算，美的集团此次吸收合并给予美的电器中小股东较高溢价空间。

表 5：集团吸收合并整理上市估值测算（单位：亿元，元，%）

美的集团吸收合并	2011 年	2012 年 E	2013 年 E
美的集团净利润：亿元	66.41	61.41	80.29
同比：%	3.7%	-7.53%	30.7%
美的集团归母净利润：亿元	34.49	32.59	44.20
同比：%	-6.9%	-5.5%	35.6%
美的电器归母净利润：亿元	36.99	34.77	42.67
同比：%	18.3%	-6.0%	22.7%
美的集团持有美的电器股本比例	41.17%	41.17%	41.17%*
加回美的电器少数股东损益后美的集团净利润测算			
美的集团归母净利润测算：亿元	56.3	53.1	69.3
同比：%		-5.7%	30.6%
美的集团发行价：元/股		44.56	44.56
美的集团每股收益 EPS：元		3.26	4.05
美的集团 PE		13.67	11.01
美的集团总股本：亿股		10	17.13
对价比例(1 股集团对美的电器股本)			0.3582
折合美的电器股价：元/股		15.96	15.96
美的电器每股收益：元/股		1.03	1.26
美的电器 PE		15.53	12.66
美的电器股本：亿股		33.84	33.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2012 年，美的集团曾向鼎辉、融睿等机构进行股份转让，转让均价在 52.5 元每股左右。此次集团 IPO 价格 44.56 元每股，低于前期股份转让价格。

表 6：发行前公司股权转让价格

股东名称	实际出资额(亿元)	合并完成前 持股比例*	每股价格(元)
珠海融睿	63.95	12.18%	52.50
鼎晖嘉泰	16.38	3.12%	52.50
鼎晖美泰	12.60	2.40%	52.50
佳昭控股	6.04	1.15%	52.50
鼎晖绚彩	12.08	2.30%	52.50
宁波美晟	3.75	3.00%	12.50

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三、方案简评

此次集团整体上市方案，经过较长时间酝酿，作价合理，充分考虑了美的电器中小股东利益。集团完成整体上市后，更有利于发挥集团整体协同效应，推动流程再造，实现经营简单化、标准化和高效运营。

（一）方案充分保障了中小股东的利益

这体现在：

1.1 换股价溢价率高

美的集团的发行价为 44.56 元/股，美的电器换股比率为 0.3582:1，折合换股价格为 15.96 元/股。

公司确定换股比率主要考虑因素包括：

第一，同行可比上市公司自美的电器停牌以来的涨幅；

第二，中小股东历史成本和近期 A 股整体走势；

第三，以往类似换股吸并案例给出的溢价情况。换股价格 15.96 元/股，相比公司停牌前 20 个交易日的美的电器股票交易均价 9.46 元/股溢价 68.71%。

1.2 非上市资产盈利水平更高，资产质量好，作价合理

相对于原美的电器的大家电业务来说，小家电等业务盈利水平更高，高盈利业务的注入对合并后上市公司的盈利能力有拉动作用。

而美的集团发行价格综合考虑了集团各业务板块 A 股可比上市公司估值情况，对非上市资产给予一定流动性折扣，再根据各业务板块 2013 年预测利润占比进行综合加权确定。发行价格 44.56 元，发行市盈率较市场同行业平均综合市盈率略低。综合而言，作价合理，充分考虑了中小股东的权益

1.3 提供了现金选择权

本次换股吸收合并将由美的控股及/或其他适当第三方向美的电器异议股东提供现金选择权。行使现金选择权的美的电器异议股东，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)行使现金选择权。

1.4 承诺未来更大比例的分红

换股完成后，美的集团将加大分红力度，3 年内每年现金分红不少于当年可分配利润的 1/3。(美的电器 2012 年度利润分配拟每 10 股派现 6 元。)

同时，公司承诺，若无重大投资计划或重大现金支出事项，公司将适当提高分红比例。

（二）有利于增厚上市公司业绩。

相对于原美的电器的大家电业务来说，小家电等业务盈利水平更高，高盈利业务的注入对合并后上市公司的盈利能力有拉动作用。

表 7: 集团盈利备考预测

科目(单位: 百万)	2012 年 A	2013 年 E	同比
一、营业总收入	102,651	118,717	15.7%
其中: 主营业务收入	102,598	118,442	15.4%
营业收入增长率		21.3%	
利息收入	54	278	
二、营业总成本	96,199	109,560	13.9%
其中: 营业成本	79,449	90,838	14.3%
毛利率(简单测算)	22.6%	23.3%	0.74%
利息支出			
营业税金及附加	578	628	
销售费用	9,390	11,638	23.9%
销售费用率	9.1%	9.3%	0.2%
管理费用	5926	5520	-6.8%
管理费用率	4.9%	4.8%	0.0%
财务费用	807	689	
资产减值损失	49	245	
加: 公允价值变动收益	18		
投资收益及其它	535	309	
三、营业利润	7,005	9,466	35.1%
加: 营业外收入	927	429	-53.8%
减: 营业外支出	222		
四、利润总额	7,710	9,895	28.3%
减: 所得税费用	1569	1866	19.0%
综合所得税率	20.3%	22.1%	1.8%
五、净利润	6,141	8,028	30.7%
归属于母公司净利润	5,305	6,931	30.6%
净利润率	5.2%	5.8%	0.7%
少数股东损益	836	1098	
少数股东损益占比	13.6%	13.7%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

（三）整体上市有助于促进美的整体进一步规范运作，同时更好地发挥集团各个事业部之间的协同效应。

这种协同体现在：

1. 产业协同，成为全产业链、全产品线白电生产企业；大家电、小家电业务均衡发展，避免单产品线周期波动风险；
 2. 采购协同，整合战略采购和物流配送服务，减少冗余，提高采购议价能力；
 3. 仓储物流协同，整合仓库资源，提高供应链管理效率；
 4. 销售协同，建立海外大客户协同运作机制；
 5. 财务协同，推动建设财务统一核算平台，提升资金使用效率；
 6. 渠道协同，借助现有渠道网络，结合全产品线的特点，打造“一站式”白电购物空间。
- 通过战略协同，提升效率和综合竞争力，未来美的集团有望跻身世界白电行业前三强。

（四）有利于公司更好地贯彻美的集团“一个美的、一个体系、一个标准”的管控模式。

集团整体上市能够有效巩固痛苦转型的成果。未来3年美的战略核心是“产品力”，将围绕‘产品领先、效率驱动、全球经营’三大战略主轴推动并深化战略转型。

（五）解决管理层直接或间接持股，实现集团股权激励。

从激励机制上，集团整体上市也解决一部分创业元老的套现退出等历史遗留问题的同时，通过持股设计，让新管理层更方便获得股权的激励。

目前公司已完成管理层持股计划。集团整理上市后，公司中高层管理人员将获得有效激励，有利于公司统一各方利益，提升管理和运营效率，最终实现业绩稳健增长。

其中，方洪波、黄健、袁利群等集团高管，直接控有集团16%左右股权。2012年，美的控股通过股权转让，宁波美晟持有集团3%（3000万股）股权。宁波美晟是美的集团为实施管理团队持股计划而设立的有限合伙企业，合伙人全部为美的集团或其下属企业的管理层。

表8：集团整体上市前后股权结构

股东名称	持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例	锁定期
美的控股	59,850	59.9%	59,850	34.9%	3年
宁波美晟	3,000	3.0%	3,000	1.8%	3年
方洪波	3,600	3.6%	3,600	2.1%	3年
黄健	3,000	3.0%	3,000	1.8%	3年
袁利群	2,400	2.4%	2,400	1.4%	3年
蔡其武	2,000	2.0%	2,000	1.2%	3年
黄晓明	2,000	2.0%	2,000	1.2%	3年
栗建伟	2,000	2.0%	2,000	1.2%	3年
郑伟康	1,000	1.0%	1,000	0.6%	3年
珠海融睿	12,180	12.2%	12,180	7.1%	1年
佳昭控股	1,150	1.2%	1,150	0.7%	1年
鼎晖嘉泰	3,120	3.1%	3,120	1.8%	1年
鼎晖美泰	2,400	2.4%	2,400	1.4%	1年
鼎晖绚彩	2,300	2.3%	2,300	1.3%	1年
公众持股	-	-	71,320	41.6%	
合计	100,000	100.0%	171,320	100.0%	-

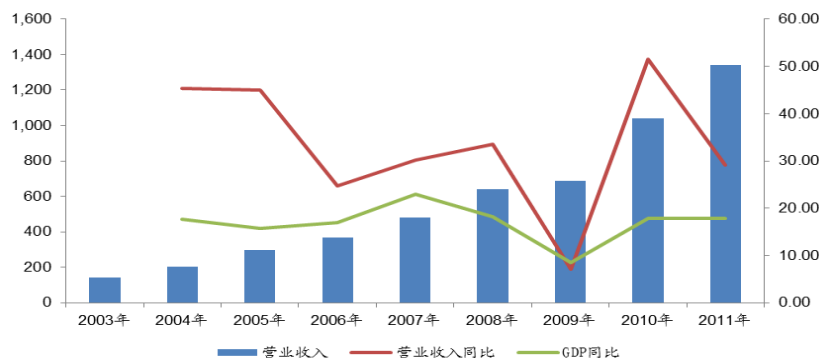
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、集团业务发展展望

(一) 公司简介

美的集团营业收入自 2003 年的 140 亿发展到 2011 年近 1341 亿收入，8 年间复合增长率达 33%。

图 3: 美的集团营业收入增长 (单位: 亿元, %)



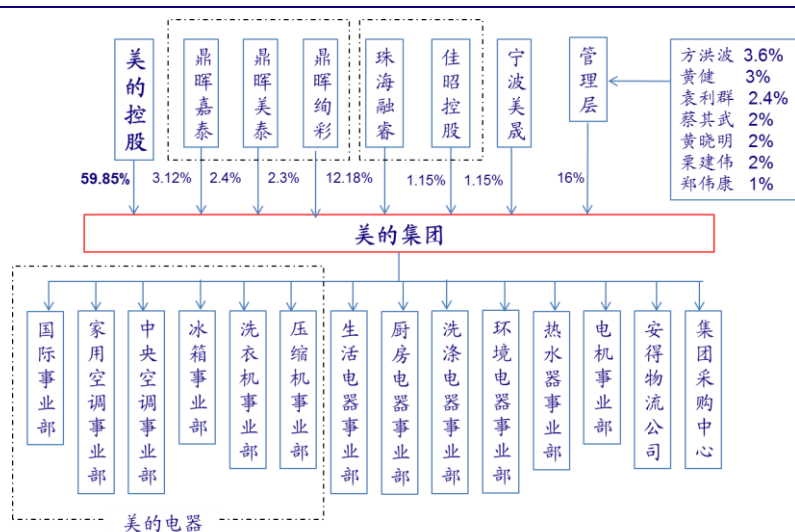
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

2012 年美的集团已完成内部整合，实现“集团—事业部”两级架构，集团架构更加扁平化，是以消费者和市场为导向的组织。

事业部“9+2+1 结构”：9 个终端消费品事业部（空、冰、洗、中央空调、生活、厨房、环境、洗涤、热水器）+2 个产业链核心部件事业部（压缩机、电机）+1 个国际运营平台（国际事业部负责自主品牌推广）及全国网络布局物流公司（安得）共十三个经营单位，架构清晰精简。

目前，美的集团旗下拥有美的、小天鹅、威灵、华凌、安得、正力精工等十余个品牌。在国内建有 16 个生产基地，此外，在越南、白俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷、印度等 6 个国家建有生产基地。

图 4：美的集团业务构架图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

（二）大白电业务：空调双寡头垄断，洗衣机行业第二，冰箱行业前三

美的电器作为集团白电资产平台，负责三大白电生产经营。2012 年集团进行战略调整，不再强调规模增长，更加注重盈利能力和有质量增长。集团进行从组织架构到营销模式的系统化调整，短期造成公司份额有所下降。随着公司调整逐步到位，公司各项业务逐渐步入正轨，市场份额也在企稳回升。

公司传统空调业务，2012 年实现收入规模 515 亿。其中家用空调业务上，美的与格力各占据半壁江山，形成双寡头格局。2012 年公司空调销量市占率 23.1%，其中出口份额 25.2%，保持行业领先地位。

2005 年开始，公司逐步介入冰箱、洗衣机业务，先后通过并购、整合，实现跨越式发展。在竞争激烈的家电市场，公司发挥相关多元化下规模优势，凭借灵活的体制优势，并利用空调业务的管理输出、经验嫁接和资源共享，带动自身冰洗产业的快速成长。

2012 年，公司洗衣机收入 62 亿，同比下降 36.3%，冰箱业务收入 60 亿元，同比下降 47.8%。2012 年，公司转变发展方式，受行业增长放缓以及营销模式变革营销，公司冰洗份额有所下降。根据产业在线数据，2012 年洗衣机销量市场份额 14.2%，其中内销份额 16.7%，保持国内品牌行业第二。冰箱市占率 8% 左右，居国内品牌行业第三。

表 9：近两年美的白电的市场份额变化（按销量）

		空调	洗衣机	冰箱
2012 年市场份额	出口	25.2%	10.1%	9.1%
	内销	21.3%	16.7%	7.2%
	合计	23.1%	14.2%	7.7%
份额变化	出口	-3.0%	-2.6%	-3.3%
	内销	-5.0%	-6.8%	-6.4%
	合计	-4.1%	-5.6%	-5.6%
2012 年收入规模：亿元		515	62	60
行业地位		第二	第二	第三

资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

随着公司调整逐步到位，公司各项业务逐渐步入正轨，市场份额也在企稳回升。四季度以来，公司冰洗空产品实现全面增长。

2012 年，受公司战略调整影响，营销体系变革，白电产品，特别是冰洗产品市场份额出现一定下滑。目前公司营销架构调整已基本完成，产品部与经销商权责利更加清晰，实现研产销一体化。预计 2013 年，白电产品市场份额将逐步回升，盈利水平稳中有升，实现利润稳健增长。

(三) 小家电业务：厨电行业领军

2012 年集团小家电业务收入 258 亿元左右，是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。

表 10：主要小家电企业规模对比：亿元

	SEB	美的集团小家电	苏泊尔	青岛海尔小家电	九阳股份
2011 年	320	317	71	56	52
2012 年	约 380 亿左右	258	69	62	49

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

国内小家电市场占据绝对领先地位，2011 年集团小家电收入规模是国内行业第二名（苏泊尔）的四倍多，整体销售规模与法国 SEB 相当。

公司小家电业务产品品类多，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。从市场份额来看，美的集团主要小家电产品的市场占有率均全国领先。内销市场，根据中怡康的数据，饮水机、电磁炉、电饭煲、净水系列、电压力锅、电烤箱、风扇、电水壶、电暖器九个产品市场占有率居行业第一。外销市场，根据海关数据，洗碗机、微波炉、电磁炉、饮水机、风扇、电饭煲、电暖器七个主要产品市场占有率居行业第一。上述内外销排名第一的 11 个产品占美的集团小家电板块 2012 年收入规模超过 70%。

表 11：美的内销市场九个产品排名第一(单位：%)

饮水机	电磁炉	电饭煲	净水系列	电压力锅	电烤箱	风扇	电水壶	电暖器
49.6%	46.0%	42.7%	40.4%	39.6%	37.1%	34.5%	33.0%	22.4%

资料来源：中怡康，中国银河证券研究部

表 12：美的外销市场七个产品排名第一(单位：%)

洗碗机	微波炉	电磁炉	饮水机	风扇	电饭煲	电暖器
83.2%	33.2%	15.5%	13.7%	8.3%	7.1%	4.7%

资料来源：海关数据，中国银河证券研究部

表 13：集团小家电主要产品行业排名

主要产品	主要类型	2012 年排名	资料来源
生活电器	电饭煲	国内零售额市场占有率第一、出口第一	中怡康、海关数据
	电磁炉	国内零售额市场占有率第一、出口第一	中怡康、海关数据
	电压力锅	国内零售额市场占有率第一	中怡康
厨房电器	饮水机	国内零售额市场占有率第一、出口第一	中怡康、海关数据
	微波炉	国内零售额市场占有率第二、出口第一	中怡康、海关数据
洗涤电器	洗碗机	出口第一	海关数据
热水器	电热水器	国内零售额市场占有率第三	中怡康
环境电器	风扇	国内零售额市场占有率第一、出口第一	中怡康、海关数据

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

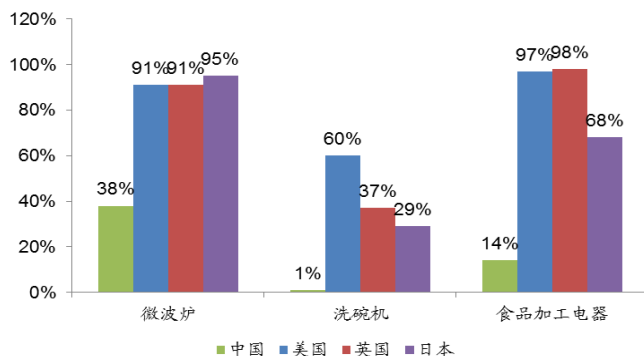
2012 年，集团小家电业务实现营业利润 16.9 亿元，同比增长 10%，营业利润率 6.4%，同比提升近 2 个百分点。主要小家电产品毛利率水平在 30% 左右。

目前我国小家电产品与发达国家相比，保有量还存在较大差距。随着居民收入水平提升，消费升级，未来我国小家电市场还有较大增长空间。此外，农村家庭小家电保有量远远低于城镇家庭，随着城镇化进程的加快，农村小家电市场潜力巨大，在三四线城市有深入布局的家电企业将从中受益，未来巨大的需求释放将推动小家电继续保持高速增长。

公司厨电业务拥有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 5000 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。

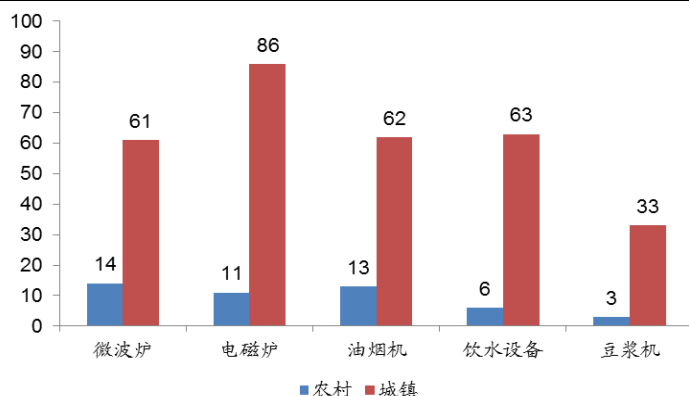
公司在小家电发展上，将更加强调产品结构优化，通过精益制造提升盈利水平，未来持续提升可期。

图 5：2011 年主要国家每百户小家电渗透率(单位：%)



资料来源：欧睿国际，中国银河证券研究部

图 6：2011 年中国主要小家电产品每百户保有量(单位：台/百户)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

(四) 电机业务：国内规模最大

集团拥有国内规模最大的家电用电机公司，主要运营主体为**威灵控股香港、江苏清江电机**。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。

在传统优势业务的基础上，美的集团电机业务还涉足汽车助力转向电机、伺服类电机以及泵类产品，以期电机业务板块寻找新的利润增长点。电机业务板块产品销往亚洲、美洲、欧洲及大洋洲等众多国家和地区，与全球知名家电制造商**Indesit（意黛喜）、Carrier（开利）、Samsung（三星）、LG、Mitsubishi（三菱）、DAIKIN（大金）、NSK、SANYO-DENKI、Karcher（凯驰）**等客户建立了长期的合作伙伴关系。电机业务板块在**空调电机、洗衣机电机、洗碗机电机、冰箱压缩机电机**等多个领域在国内乃至全球行业内市场占有率处于领先地位。

2012年，公司电机业务实现收入49亿元，同比增长3.1%，实现营业利润5.4亿元，同比增长1.3%，营业利润率7.5%，相比去年同比提升超过2个百分点。收入规模和盈利均高于行业主要竞争对手。

表 14：国内主要电机公司 2011-2012 年收入(单位：亿元)

	美的集团电机	卧龙电气	大洋电机
2011	47	31	24
2012	49	25	28

资料来源：上市公司 2011 年和 2012 年年报

依托集团强大的研发能力和技术设备，公司在电机业务上拥有较高起点，未来公司将大力发展直流变频技术，同时向汽车助力转向电机、泵类及伺服类电机等新兴领域拓展，培育新增长点，预计未来电机业务将保持稳健增长趋势。

(五) 物流业务

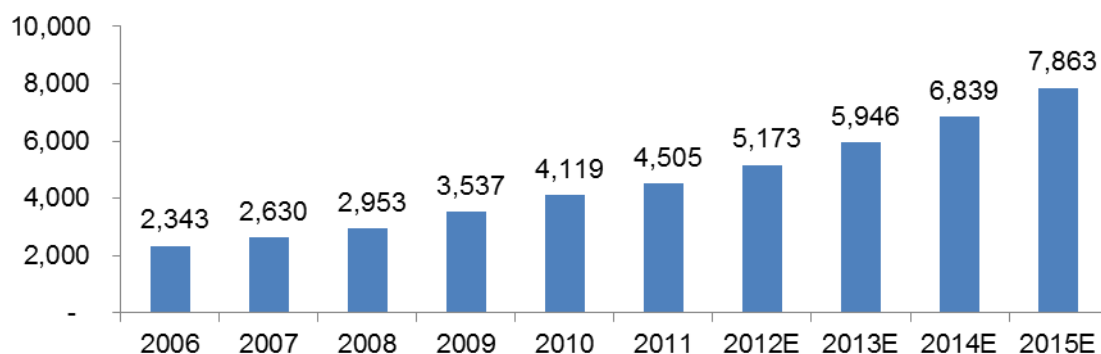
美的集团物流业务的主要运营主体为安得股份，主要为向客户提供一体化、一站式、定制化的第三方综合物流服务。2012 年集团物流业务收入 18.5 亿元，同比下滑 2.9%，实现营业利润 3800 万元，营业利润率 1.5%。

近年来公司的物流业务板块在物流行业中的市场领先地位以及竞争实力不断上升，公司拥有 400 多个国内客户，26 个世界 500 强客户，与 TCL、乐百氏、旺旺集团、伊利、娃哈哈、可口可乐、海螺型材、马瑞利等众多客户结成战略合作伙伴。

集团拥有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。2012 年，物流业务板块在家电、快消品、新型建材及汽车零部件等国内合同物流业务领域市场占有率在 3%-4% 左右，位居全国同行业前茅。

根据第三方预测，未来三年第三方物流市场规模复合增速 15%左右，公司目前在物流业务中份额还较低，未来还有较大提升空间。

图 7：第三方物流市场规模及预测(单位：亿元)



资料来源：物流统计年鉴、北京华经纵横经济信息中心数据

(六) 综述

总体上看，公司转型取得了重大进展，集团整体上市将会深化这种战略转型，有利于充分发挥内部协同。通过贯彻美的集团“一个美的、一个体系、一个标准”的管控模式，不断提升公司经营效率和综合竞争力，未来美的集团有望跻身世界白电行业前三强。

过往一年，公司去库存较为彻底，低盈利业务进行了打规模调整，资产质量显著优化，报表质量非常好，等于轻装上阵。2013 年实现 69 亿利润确定性较强，超预期的可能性很大。

五、盈利预测及估值

综合考虑,预计公司 2013、2014 年盈利预测分别为 1.29 和 1.66 元。目前股价相比 2013 年业绩不足 11 倍,给予“推荐”评级。

表格 15: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
一、营业总收入	93,108	68,071	81,767	97,990
营业收入增长率	24.9%	-26.9%	20.1%	19.8%
二、营业总成本	88,847	63,600	75,496	89,945
其中: 营业成本	75,619	52,541	62,601	74,933
毛利率(简单测算)	18.8%	22.8%	23.4%	23.5%
营业税金及附加	352	322	386	463
销售费用	8,591	6,736	8512	10103
销售费用率	9.2%	9.9%	10.4%	10.3%
管理费用	3,191	3,619	3467	4057
管理费用率	3.4%	5.3%	4.2%	4.1%
财务费用	1,051	323	350	320
资产减值损失	42	58	180	70
加: 公允价值变动收益	39	-76	-9	0
投资收益及其它	722	348	280	300
三、营业利润	5,023	4,744	6,542	8,344
加: 营业外收入	676	430	130	150
减: 营业外支出	138	98	100	100
四、利润总额	5,561	5,076	6,572	8,394
减: 所得税费用	1,020	948	1,186	1,515
综合所得税率	18.3%	18.7%	18.1%	18.1%
五、净利润	4,541	4,129	5,386	6,879
归属于母公司净利润	3,699	3,477	4,379	5,607
净利润率	4.0%	5.1%	5.4%	5.7%
少数股东损益	842	652	1,007	1,273
少数股东损益占比	18.5%	15.8%	18.7%	18.5%
六、总股本	3384	3384	3384	3385
七、按期末股数简单每股收益:	1.09	1.03	1.29	1.66
净利润增长率	18.3%	-6.0%	25.9%	28.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 16: 美的集团备考盈利预测

科目(单位: 百万)	2012 年 A	2013 年 E	同比
一、营业总收入	102,651	118,717	15.7%
其中: 主营业务收入	102,598	118,442	15.4%
营业收入增长率		21.3%	
利息收入	54	278	
二、营业总成本	96,199	109,560	13.9%
其中: 营业成本	79,449	90,838	14.3%
毛利率(简单测算)	22.6%	23.3%	0.74%
利息支出			
营业税金及附加	578	628	
销售费用	9,390	11,638	23.9%
销售费用率	9.1%	9.3%	0.2%
管理费用	5926	5520	-6.8%
管理费用率	4.9%	4.8%	0.0%
财务费用	807	689	
资产减值损失	49	245	
加: 公允价值变动收益	18		
投资收益及其它	535	309	
三、营业利润	7,005	9,466	35.1%
加: 营业外收入	927	429	-53.8%
减: 营业外支出	222		
四、利润总额	7,710	9,895	28.3%
减: 所得税费用	1569	1866	19.0%
综合所得税率	20.3%	22.1%	1.8%
五、净利润	6,141	8,028	30.7%
归属于母公司净利润	5,305	6,931	30.6%
净利润率	5.2%	5.8%	0.7%
少数股东损益	836	1098	
少数股东损益占比	13.6%	13.7%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn