

## 集团整体上市，开启发展新阶段

美的集团 (000333.SZ)

**推荐** 首次评级

### 核心观点:

#### 1. 报告背景：美的集团整体上市

集团通过发行股份，换股吸收合并美的电器，实现集团整体上市。集团上市后总股本合计 16.86 亿股本，上市发行价 44.56 元/股。

#### 2. 我们的分析和判断

##### (一) 经营趋势向好，2013 年集团业绩有望大幅超预期

美的集团上半年实现收入 660 亿，同比增长 14%。按整体上市口径，净利润 42 亿，同比增长 41%，EPS 2.48 元。净利率 6.3%，同比提升 1.3 个百分点。

上半年大白电业务实现收入 463 亿元，同比增长 18.7%，净利润 26 亿元，同比增长 24.7%。新冷年持续加大新品投入，加速产品结构优化，提升盈利水平。7 月以来公司大白电业务销售保持较高增长，目前渠道库存仍然很低，大家电仍能保持平稳增长态势。

小家电业务上半年利润增长超 60%，下半年在完成产品梳理后，盈利水平大幅提升，四季度销售旺季，有望为集团贡献更多的利润。小家电推进“精品”产品战略，凭借集团产业链优势，加快行业整合，未来小家电业务收入、盈利水平都有进一步提升空间，是公司未来重要增长点。

目前公司去库存较为彻底，低盈利业务进行了大规模调整，资产质量显著优化。2013 集团全年净利润有望大幅超过原先预期的 69 亿元，我们预计集团 2013 年净利润水平 73 亿元左右。

##### (二) 整体上市强化竞争优势，开启未来发展新阶段

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。

##### (三) 未来发展空间广阔，存在估值提升可能

从中长期发展来看，美的集团经过前两年的调整，现在已经走出低谷，初步实现转型，成为规模与效益并重，产品力和执行力俱强的家电龙头，企业发展更为坚实和稳健。公司志存高远，综合竞争力强，各品类都有较大增长潜力且品类能进一步延展。

未来存在提估值的可能。一方面更具广阔增长空间的小家电应该给予更高估值。另外公司本身资金实力雄厚，社会影响力大，政府资源广，目前集团拥有财务公司，具备蓬勃发展银行业务的雄厚基础和良好条件。

#### 3. 投资建议

集团整体上市，有利于公司进一步集团整体协同效应，推动流程再造，提升经营效率，实现规模、盈利稳步提升。未来公司还将加强分红力度，现金分红不少于当年可分配利润 1/3。预计集团 13/14 年净利润分别为 73 亿和 87 亿，同比分别增长 37.3%和 19.7%，EPS 分别为 4.32/5.17 倍，发行价格对应 13 年业绩 10 倍左右，建议 42 元以下积极买入。给予“推荐”评级。

#### 4. 风险提示：行业增长，海外拓展低于预期。

### 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 2013.09.18

A 股收盘价(元)	0.00
A 股一年内最高价(元)	0.00
A 股一年内最低价(元)	0.00
上证指数	2185.56
市净率	0.00
总股本(万股)	168632.34
实际流通 A 股(万股)	68631.79
限售的流通 A 股(万股)	100000.55
流通 A 股市值(亿元)	0.00

### 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、美的集团简介 .....	2
(一) 两级构架, 扁平化组织, 顺应行业发展新趋势 .....	2
(二) 吸并完成整体上市, 解决管理层持股, 实现集团股权激励 .....	3
二、大家电业务: 空调双寡头垄断, 洗衣机行业第二, 冰箱行业前三 .....	5
三、小家电业务: 厨电行业领军, 未来重要增长点 .....	6
四、电机业务: 国内规模最大, 强化上游一体化优势 .....	9
五、物流业务: 第三方综合物流服务提升内部运营效率 .....	9
六、2013 年中期及近期经营情况 .....	10
七、整体上市强化竞争优势, 提升运营效率, 开启未来发展新阶段 .....	12
(一) 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
(二) 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
(三) 解决管理层直接或间接持股, 实现集团股权激励。 .....	12
(四) 完善职业经理人制度, 加强股东回报 .....	13
(五) 未来发展空间广阔, 存在估值提升可能 .....	13
八、盈利预测及估值 .....	14

## 图表目录

图 1: 美的集团营业收入增长 (单位: 亿元, %) .....	2
图 2: 美的集团业务构架图 .....	3
图 3: 吸收合并后美的电器股权结构图 .....	4
图 4: 2011 年主要国家每百户小家电渗透率(单位: %) .....	8
图 5: 2011 年中国主要小家电产品每百户保有量(单位: 台/百户) .....	8
图 6: 第三方物流市场规模及预测(单位: 亿元) .....	10
表 1: 集团整体上市前后股权结构 .....	4
表 2: 美的白电的市场份额变化 (按销量) .....	5
表 3: 主要小家电企业规模对比: 亿元 .....	6
表 4: 集团小家电主要产品行业排名 .....	7
表 5: 美的内销市场九个产品排名第一(单位: %) .....	7
表 6: 美的外销市场七个产品排名第一(单位: %) .....	7
表 7: 国内主要电机公司 2011-2012 年收入(单位: 亿元) .....	9
表 8: 集团上半年利润表各项对比(单位: 百万) .....	11
表 9: 集团整体上市前后股权结构 .....	13
表格 10: 盈利预测 (单位: 百万, %) .....	14
表 11: 美的集团备考盈利预测 .....	15
表 12: 美的集团备考收入分产品 .....	16
表 13: 美的集团备考毛利率分产品 .....	16

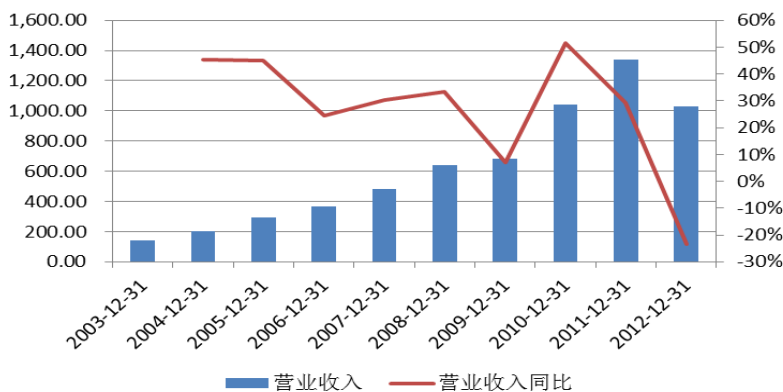
## 一、美的集团简介

美的集团成立于 1968 年，于 1980 年正式进入家电行业。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。美的在国内建有 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。

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%。2012 年集团实现营收 1027 亿元，战略调整造成当年收入下滑 23.4%。各项业务整合进展顺利，2013 年上半年实现营收 660 亿元，同比增 13.9%。

美的专注于家电领域，抓住中国家电行业在不同发展阶段的机遇，不断调整方向，在几十年经营中做大做强。集团成功整体上市，有利用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，不断提升公司经营效率和综合竞争力，为公司开启发展新的篇章。

图 1：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

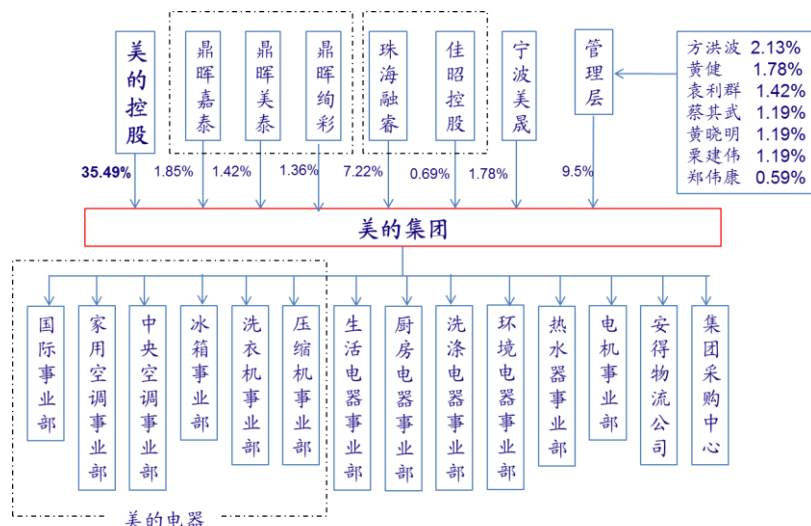
### （一）两级构架，扁平化组织，顺应行业发展新趋势

2012 年集团又一次顺应行业发展趋势，进行“流程再造”，推行内部整合，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。

集团层面，定位管控平台，全面把握公司战略发展方向、运营风险管控、服务支持以及整合集团采购、物流以及售后等功能，最大化发挥集团资源整合和协同效应。

事业部层面，形成“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。集团充分放权，事业部拥有经营自主权，实现研产销一体化。

图 2：美的集团业务架构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）吸并完成整体上市，解决管理层持股，实现集团股权激励

集团通过发行股份，换股吸收合并美的电器，实现集团整体上市。上市前，集团总股本 10 亿股，此次发行 6.86 亿股本，集团上市后总股本合计 16.86 亿股本。

按照吸收合并定价方案，集团上市发行价 44.56 元/股，对应 2012 年、2013 年（备考预测利润 69 亿元）发行前市盈率分别为 13.67、10.08 倍。

换股吸收合并的换股比例为 1: 0.3447，即每 1 股美的电器股票换 0.3447 股美的集团 A 股股票。美的集团所持美的电器股票不参与换股，并将在吸收合并完成后予以注销，除美的集团以外的美的电器股东所持股份将按照上述换股比例转换为 686,323,389 股美的集团股份。

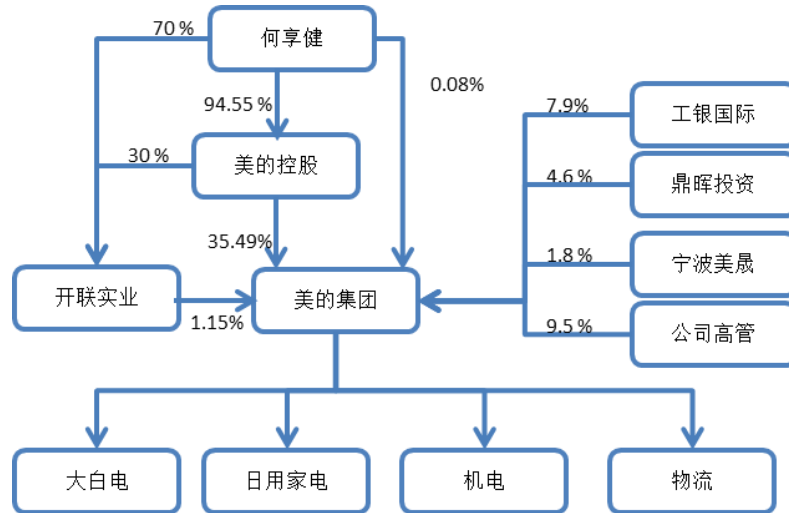
美的集团上市前，美的控股持有美的集团 59.9% 股权，上市后，美的控股持有集团 35.5% 的股权，为集团第一大股东。何享健先生持有美的控股 94.55% 股权，为集团实际控制人。

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 9.5% 左右股权。2012 年，美的控股通过股权转让，宁波美晟持有集团 3000 万股，上市后股权比例为 1.8%。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。

图 3：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

表 1: 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	35.5%	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	7.2%	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	1.9%	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	1.4%	1 年
公众持股	-	-	68,632	40.7%	
合计	100,000	100.0%	168,632	100.0%	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部



## 二、大家电业务：空调双寡头垄断，洗衣机行业第二，冰箱行业前三

美的集团大家电业务板块，主要包括空调业务、冰箱业务、洗衣机业务以及相配套的压缩机业务。美的冰洗空产品在行业内占据领先地位，居行业前三。

美的经过 2012 年经营转型，2013 年收入增长明显。2012 年以来，公司加大新品研发，提升品质管控水平。转型效果逐步体现，产品力显著提升，空、冰、洗市场份额逐步恢复。

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%。2013 年上半年，公司空调实现收入规模 353 亿，同比增长 13.8%。美的新战略下，更加强调产品力，注重品牌形象提升。2013 年推出“一晚一度电”等节能系列产品，效果初显，空调份额稳步恢复。上半年美的空调销量市占率 25.5%，其中出口份额 26.5%，持续保持行业领先地位。

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。（2012 年，公司洗衣机收入 62 亿，冰箱业务收入 60 亿元。）2013 年以来，公司完成冰洗渠道调整，份额大幅提升，冰洗收入增幅明显。2013 年上半年，公司洗衣机收入 37 亿，同比增长 31.2%，冰箱业务收入 41 亿元，同比增长 44.7%。根据产业在线数据，2013 年上半年洗衣机销量市场份额 15.7%，其中内销份额 18.3%，保持国内品牌行业第二。冰箱市占率 9% 左右，居国内品牌行业第三。

表 2：美的白电的市场份额变化（按销量）

		空调	洗衣机	冰箱
行业地位		第二	第二	第三
2012 年收入规模：亿元		515	62	60
2013 年 H1 收入规模：亿元		353	37	41
2013 年 H1 收入同比：%		13.8%	44.7%	31.2%
2013 年 H1 市场份额	出口	26.5%	10.2%	10.3%
	内销	24.3%	18.3%	8.5%
	合计	<b>25.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>9.0%</b>
份额变化	出口	0.2%	0.3%	1.4%
	内销	1.4%	2.0%	-0.9%
	合计	0.9%	1.6%	1.4%

资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

2012 年公司转变经营方针，由规模导向转变为利润导向，更加强调产品领先、效率驱动。一方面，将原大家电及小家电业务营销总部职能逐步划归各产品事业部，各产品事业部完全实现研、产、销一体化经营；另一方面，调整美的集团与区域代理商的分权体系，进一步清晰权责。在国际市场方面，各产品事业部海外销售公司负责所在事业部的 OEM 及 ODM 业务；同时，公司成立国际事业部，统一负责海外各国家/区域的业务，以及海外品牌业务拓展。

美的集团已建立完善营销体系。国内一级代理商约为 4600 家，在全国拥有约 7 万家经销商，约 1.5 万家专卖店、约 4.5 万个乡镇网点，一、二级市场实现全覆盖，三、四级市场覆盖率达 95% 以上。

目前我国城镇居民大家电保有量已基本达到每户一台的水平，未来需求将主要来自于产品更新换代，而农村居民保有量仍处于较低水平，随着农村居民收入的改善及未来城镇化进程的加快，大家电行业未来还将保持稳定增长。

我国白电行业经过多年的发展，行业格局已相对稳定，集中度还在不断提高，行业生态不断优化，公司作为行业龙头企业具有较强的成本转嫁能力和抗风险能力，未来规模和盈利水平都还有成长空间。

### 三、小家电业务：厨电行业领军，未来重要增长点

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，整体规模与法国小家电企业 SEB 相当。

表 3：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
2013H1	约 150 亿左右	约 145 左右	41	28	25

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

小家电业务板块分成五个事业部，其中包含两个综合事业部：厨房电器事业部（微波炉、烟灶消、吸尘器等）和生活电器事业部（电饭煲、电磁炉、电压力锅、净水器等）；以及三个专业类事业部：洗涤电器事业部（洗碗机）、热水器事业部、环境电器事业部（风扇、取暖器）。

厨房电器事业部目前主要以微波炉、烟灶消产品、吸尘器为三大核心产品。微波炉收入目前占厨房电器收入主要部分。公司微波炉产品已取得行业绝对领先地位，市场份额居国内市占率第二，出口第一。烟灶消产品份额也居国内前列，未来随着行业集中度的提升，公司份额还有较大提升空间。聚焦“厨房”产品，将充分利用公司在微波炉制造、营销网络优势，打造健康厨房理念，未来将厨房电器产品将成为公司重要新增长点。

生活电器方面，公司电饭煲、电磁炉、电压力锅以及饮水机等产品占据行业第一。目前生活电器事业部以国内销售为主，内销占比在 80% 左右。通过差异化产品战略，不断优化产品结构，提升产品均价和盈利水平。

洗涤电器、热水器以及环境电器事业部定位为专业性较强的事业部。其中洗涤电器主要出口洗碗机、垃圾处理器等产品；热水器事业部国内销售占 90%左右；环境电器以风扇和取暖器产品为主，内外销各占一半左右。

2013 年以来，公司加大产品梳理，关停了 5~6 个亏损项目，大幅提升经营效率和盈利水平。小家电业务板块收入实现 10%左右增长，综合毛利率达 25%左右，大幅提升 2 个百分点。

表 4：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

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 5：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 6：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

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。

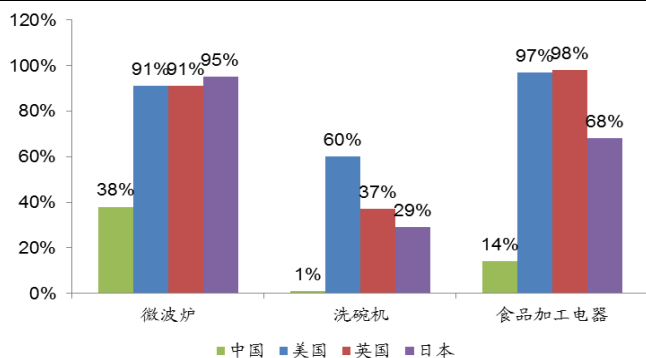


目前我国小家电产品与发达国家相比，保有量还存在较大差距。随着居民收入水平提升，消费升级，未来我国小家电市场还有较大增长空间。此外，农村家庭小家电保有量远远低于城镇家庭，随着城镇化进程的加快，农村小家电市场潜力巨大，在三四线城市有深入布局的家电企业将从中受益，未来巨大的需求释放将推动小家电继续保持高速增长。

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。

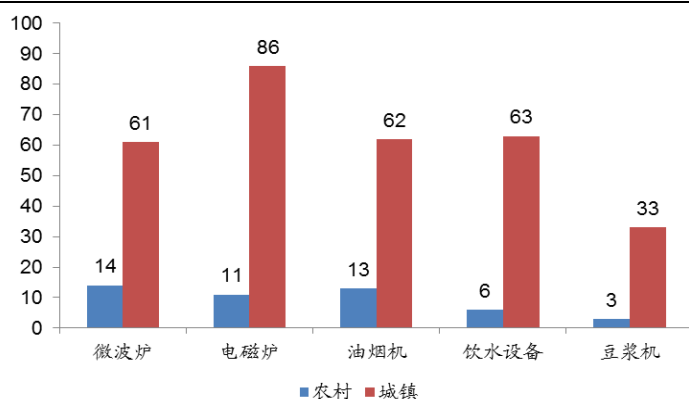
公司在小家电发展上，将更加强调产品结构优化，通过精益制造提升盈利水平，未来持续提升可期。

图 4：2011 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 5：2011 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，强化上游一体化优势

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 7：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，中国银河证券研究部

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：第三方综合物流服务提升内部运营效率

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%。

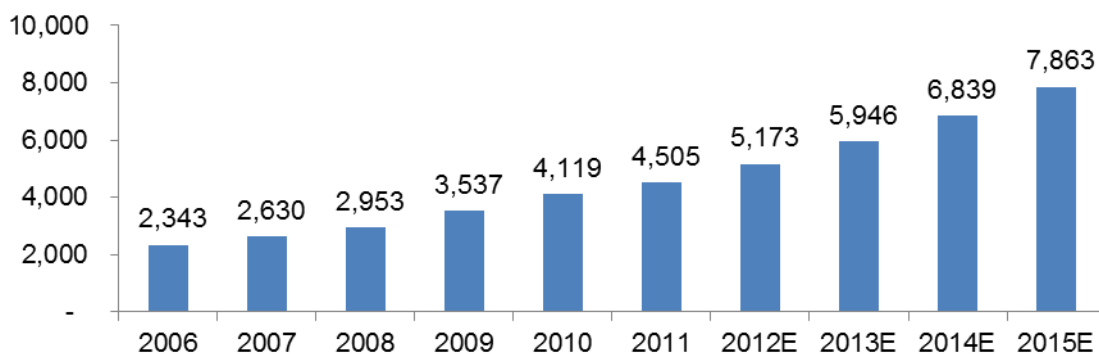
近年来公司的物流业务板块在物流行业中的市场领先地位以及竞争实力不断上升，公司拥有400多个国内客户，26个世界500强客户，与TCL、乐百氏、旺旺集团、伊利、娃哈哈、可口可乐、海螺型材、马瑞利等众多客户结成战略合作伙伴。

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400万平方米仓库，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 6：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、2013 年中期及近期经营情况

美的集团上半年实现收入 660 亿，同比增长 14%；归母净利润 26.5 亿，同比增长 52%。按整体上市口径，归母净利润 42 亿，同比增长 41%。净利率 6.3%，同比提升 1.3 个百分点。

其中二季度收入 344 亿，同比增 9%，按整体上市口径计算，二季度净利润 25 亿元，同比增 38%。二季度净利率 7.3%左右，同比提升 1.5 个百分点。

上半年，小家电业务加大产品梳理，关停了 5~6 个亏损项目，收入实现 10%以上增长，其中内销增长 16%左右，利润增长超过 60%。目前产品梳理已基本完成，下半年小家电销售旺季，集团小家电规模有望实现稳步增长。上半年小家电销售净利率约 7%，公司小家电推进“精品”产品战略，新品不断推出，凭借集团产业链优势，加快行业整合，未来小家电业务收入、盈利水平都有进一步提升空间。

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。7 月以来公司大白电产品线出货保持较高增长，高温天气促进空调出货大幅增长，冰洗产品销售依然保持 30%以上增长。目前渠道库存仍然较低，大家的仍能保持平稳增长态势。小家电业务在完成产品梳理后，盈利水平大幅提升，四季度销售旺季，有望为集团贡献更多利润。公司战略调整效果明显，高端品、新品推出力度大，盈利水平持续改善，市场份额逐步回升，2013 年集团全年业绩有望大幅超过原先预期的 69 亿元，我们初步预计集团 2013 年利润 73 亿元左右。。

集团整体上市后，还将加大分红力度，3 年内每年现金分红不少于当年可分配利润的 1/3。

表 8: 集团上半年利润表各项对比(单位: 百万)

科目(单位: 百万元)	2013H1	2012H1	同比
<b>一、营业总收入</b>	66,007	57,933	13.9%
<b>其中: 主营业务收入</b>	<b>65,939</b>	<b>57,824</b>	<b>14.0%</b>
其他业务净收入(金融类)	67	109	-38.5%
<b>二、营业总成本</b>	61,260	54,045	13.4%
其中: 营业成本	50,819	45,410	
毛利率(简单测算)	22.9%	21.5%	6.8%
营业税金及附加	345	265	30.0%
销售费用	6,134	5,053	21.4%
销售费用率	9.3%	8.7%	0.6%
管理费用	3,158	2,535	24.6%
管理费用率	4.8%	4.4%	0.4%
财务费用	621	496	25.2%
资产减值损失	183	285	-35.5%
其他业务支出(金融类)	0	0	-100.0%
加: 公允价值变动收益	331	-123	
投资收益及其它	437	269	
<b>三、营业利润</b>	<b>5,515</b>	<b>4,035</b>	<b>36.7%</b>
加: 营业外收入	355	286	23.9%
减: 营业外支出	148	72	104.2%
<b>四、利润总额</b>	<b>5,722</b>	<b>4,248</b>	<b>34.7%</b>
减: 所得税费用	980	880	11.3%
综合所得税率	17.1%	20.7%	-3.6%
<b>五、净利润</b>	4,742	3,368	40.8%
归属于母公司净利润	2,647	1,741	52.0%
归属于母公司净利润(上市公司口径)	<b>4,179</b>	<b>2,970</b>	<b>40.7%</b>
净利润率	6.3%	5.1%	1.2%
少数股东损益	2,095	1,627	28.8%
少数股东损益占比	44.2%	48.3%	-4.1%
<b>六、总股本</b>	1686	1686	
<b>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>2.48</b>	<b>1.76</b>	

## 七、整体上市强化竞争优势，提升运营效率，开启未来发展新阶段

2012 年以来公司经营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，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。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。

### （一）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。

美的集团整体上市，将产业链上下游、服务业整合成为一个整体企业，达到“一个美的、一个体系、一个标准”的战略目标，实现资产的整体上市及在品牌、采购、技术、管理等方面实现资源共享，最大化地利用公司资源、成本及效率优势。

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。

### （二）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。

### （三）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 9：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	35.5%	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	7.2%	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	1.9%	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	1.4%	1 年
公众持股	-	-	68,632	40.7%	
<b>合计</b>	<b>100,000</b>	<b>100.0%</b>	<b>168,632</b>	<b>100.0%</b>	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

#### （四）完善职业经理人制度，加强股东回报

整体上市将有助于进一步促进公司整体的规范运作，从组织架构角度，通过整体上市，公司将形成更为高效敏捷的扁平化组织，完善职业人制度，建立现代企业制度。通过整体上市，公司能够更大程度地接受公众监督，形成持续有效的治理管控机制，通过上市公司规范化、透明化的管理来对职业经理人进行有效监管，维护股东的长远利益。

未来，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。

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。

#### （五）未来发展空间广阔，存在估值提升可能

从中长期发展来看，美的集团经过前两年的调整，现在已经走出低谷，初步实现转型，成为规模与效益并重，产品力和执行力俱强的家电龙头，企业发展更为坚实和稳健。公司志存高远，综合竞争力强，各品类都有较大增长潜力且品类能进一步延展。

未来存在提估值的可能。一方面更具广阔增长空间的小家电应该给予更高估值。另外公司本身资金实力雄厚，社会影响力大，政府资源广，目前集团拥有财务公司，具备蓬勃发展银行业务的雄厚基础和良好条件。

## 八、盈利预测及估值

集团整体上市，有利于公司进一步集团整体协同效应，推动流程再造，提升经营效率，实现规模、盈利稳步提升。未来公司还将加强分红力度，现金分红不少于可分配利润 1/3。预计集团 13/14 年净利润分别为 73 亿和 87 亿，同比分别增长 37.3%和 19.7%，EPS 分别为 4.32/5.17 倍，发行价格对应 13 年业绩 10 倍左右，建议 42 元以下积极买入，给予“推荐”评级。

表格 10：盈利预测（单位：百万，%）

科目(单位：亿元)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 E	2014 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,341</b>	<b>1,027</b>	<b>1,191</b>	<b>1,388</b>
其中：主营业务收入	1,340	1,026	1,189	1,385
营业收入增长率	29.2%	-23.4%	15.9%	16.5%
其他业务收入（金融类）	1	1	3	3
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,275</b>	<b>963</b>	<b>1,102</b>	<b>1,275</b>
其中：营业成本	1,084	794	911	1,060
毛利率(简单测算)	19.1%	22.6%	23.3%	23.5%
营业税金及附加	8	6	7	8
销售费用	109	94	116	133
销售费用率	8.1%	9.1%	9.7%	9.6%
管理费用	59	59	56	64
管理费用率	4.4%	5.8%	4.7%	4.6%
财务费用	14	8	10	9
资产减值损失	0	0	2	2
其他业务支出（金融类）	0	1	0	0
加：公允价值变动收益	1	0	4	4
投资收益及其它	8	5	7	5
<b>三、营业利润</b>	<b>75</b>	<b>70</b>	<b>101</b>	<b>121</b>
加：营业外收入	9	9	5	5
减：营业外支出	2	2	2	2
<b>四、利润总额</b>	<b>82</b>	<b>77</b>	<b>104</b>	<b>125</b>
减：所得税费用	16	16	20	24
综合所得税率	19.2%	20.3%	18.9%	19.0%
<b>五、净利润</b>	<b>66</b>	<b>61</b>	<b>84</b>	<b>101</b>
归属于母公司净利润（上市公司口径）	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>87</b>
净利润率	4.2%	5.2%	6.1%	6.3%
少数股东损益	10	8	11	14
少数股东损益占比	15.3%	13.6%	13.6%	13.6%
<b>六、总股本</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>七、按期末股数简单每股收益：</b>	<b>3.34</b>	<b>3.15</b>	<b>4.32</b>	<b>5.17</b>
净利润增长率		-5.7%	37.3%	19.7%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 11: 美的集团备考盈利预测

科目(单位: 百万)	2012 年 A	2013 年 E	同比
<b>一、营业总收入</b>	<b>102,651</b>	<b>118,717</b>	<b>15.7%</b>
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	
<b>二、营业总成本</b>	<b>96,199</b>	<b>109,560</b>	<b>13.9%</b>
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	
<b>三、营业利润</b>	<b>7,005</b>	<b>9,466</b>	<b>35.1%</b>
加: 营业外收入	927	429	-53.8%
减: 营业外支出	222		
<b>四、利润总额</b>	<b>7,710</b>	<b>9,895</b>	<b>28.3%</b>
减: 所得税费用	1569	1866	19.0%
综合所得税率	20.3%	22.1%	1.8%
<b>五、净利润</b>	<b>6,141</b>	<b>8,028</b>	<b>30.7%</b>
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

表 12: 美的集团备考收入分产品

	2013 E	收入构成 占比	同比	2012 年度	收入构成 占比
大家电	784	66.18%	23.2%	636	62.02%
小家电	276	23.32%	7.2%	258	25.11%
电机	54	4.58%	11.9%	49	4.73%
物流	21	1.81%	16.2%	18	1.80%
其他	13	1.07%	-9.3%	14	1.36%
其他业务收入	36	3.04%	-29.5%	51	4.99%
合计	1,184	100.00%	15.4%	1,026	100.00%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 13: 美的集团备考毛利率分产品

	毛利率 (2013E)	毛利率 (2012)	毛利率同 比
大家电	24.24%	23.70%	0.54%
空调	22.65%	24.38%	-1.74%
冰箱	18.75%	17.22%	1.53%
洗衣机	20.34%	24.22%	-3.89%
小家电	24.67%	23.58%	1.09%
电机	15.91%	17.71%	-1.80%
物流	9.91%	11.50%	-1.60%
其他	8.42%	12.43%	-4.00%
合计	23.51%	22.98%	0.53%

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  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
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  
北京地区：高兴 83574017 gaoxing\_jg@chinastock.com.cn  
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn