

# 美的电器 (000527.sz)

## 股权融资支撑企业扩产和并购

周瑾 家电/电子元器件 研究员

电话: 020-87555888-878

eMail: zj19@gf.com.cn

### 业绩表现良好, 估值水平不低

美的电器主营空调、冰箱、洗衣机等产品, 2007年营业收入332.97亿元, 同比增长57.28%; 产品毛利率为18.62%, 同比上年17.70%上升0.92%; 归属于公司股东的利润11.93亿元, 同比增长112.60%; 每股收益0.95元, 对应当前股价49倍。

### 非经常项目和注入资产的贡献较大

收入上, 如果剔除冰箱、洗衣机业务销售收入, 营业收入增速37.34%; 利润上, 如果剔除非经常项目收益和新并购荣事达冰洗业务3家公司的影响, 利润总额增速接近80%。

### 行业回暖和企业竞争力增强成为业绩增长的基础

除了以上两个因素, 公司业绩快速增长与家电行业的恢复性增长及美的竞争力增强密切相关。2007年, 公司主要从事的空调行业销量达到了6,879万台的历史高位, 较去年同比增长了25.45%。同期, “美的”品牌被评为中国最有价值品牌, 居中国白色家电第二位。

### 股权融资支撑企业扩产和并购, 评级“持有”

公司将融资35亿元, 支撑未来3-5年扩产和并购的资金需求。根据公司原有业务和未来募投项目, 预计2008-2010年每股收益为1.49元、2.05元、2.55元, 未来三年期间公司净利润年复合增长率38.97%。假设以2008年每股收益采取32倍的市盈率计算, 公司每股合理价值47.68元。考虑到当前股价46.69元, 评级“持有”。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	20,138.8	33,296.6	41,955.9	71,347.1	85,616.5
EBITDA(百万元)	1,401.8	2,244.4	3,754.7	5,165.8	6,302.3
净利润(百万元)	505.5	1,193.5	1,996.6	2,747.0	3,417.0
净利润增长率(%)	32.4	136.1	67.3	37.6	24.4
每股收益(元)	0.80	0.95	1.49	2.05	2.55
市盈率	14.81	39.06	31.34	22.78	18.31
市净率	2.14	10.45	6.48	5.69	4.96
EV/EBITDA	9.94	26.11	15.67	11.39	9.34
每股红利(元)	0.85	0.40	0.70	1.05	1.35
股息率(%)	8.94	0.86	1.50	2.25	2.89

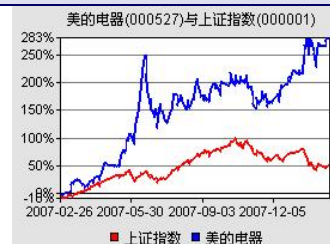
来源: 广东美的电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

持有

当前价格(元)	46.69
目标价格(元)	47.68
前次评级	持有

### 股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	.89%	42.70%	284.31%
上证综指	-7.44%	7.79%	85.40%

### 股票数据

总股本(万股)	126,071.3
流通 A 股 (万股)	91,511.3

主要股东:

美的集团有限公司

主要股东持股比例	46.74%
流通 A 股比例	72.59%

### 财务比率

ROE	26.64%
ROA	6.89%
资产负债率	67.35%
每股净资产(元)	3.55

2007 年报数据

## 农村消费能力提高、产业竞争力增强和房地产市场火爆共同拉动行业回暖

2007年，受国内经济增长、居民消费升级、农村城市化进程加快，房地产市场火爆等多种积极因素的影响，家电行业出现了快速的恢复性增长。

家电行业的良好局面，主要由3个因素影响：1、国内家电生产竞争优势的日益增强。以空调为例，出口在空调行业的主导地位无可动摇，2007年出口所占比例依旧高达53%，高出内销6个百分点；2、农村消费的加速。以冰箱为例，2007年一二级市场的冰箱内销量增长约为10.46%，整个国内冰箱市场的增长为36.7%，而农村市场冰箱的需求增长约为60%以上。农村市场明显较低的家电普及率，使得农民持续性增收正在将潜在需求转化为现实的消费行为；3、房地产市场的火爆也引致空调市场新增需求的迅速增加。

我们认为，通过结合国际先进经验，优质企业将逐步增强研发、服务、营销等方面竞争能力，从而有效抵补人民币汇率上升、出口退税率下调等不利因素的影响；农村家电市场将有望在国家新执行的“家电下乡”补贴政策刺激下，继续保持较高的消费增长；房地产市场虽然有所回落，但集中在2008年的交楼期预计会为未来一年的家电行业需求带来强健支撑。

## 市场竞争和国家引导使得市场份额流向优质企业

优质企业凭借产品品质、功能、成本、营销、渠道管理和资本并购等方式赢取更多市场份额；同时，国家陆续开始在各类家电产品上强制实施能效、安全和环保标识并执行许可上市的管理制度，加快了市场份额向优质企业的集中。

空调行业上，业内前三品牌的内销市场份额达到了62.4%，较去年同期提高了4个百分点，前五品牌的内销合计份额达到了74.2%，较去年同期提高了4.8个百分点；洗衣机行业上，在去年出现过的89个洗衣机品牌中，有30-40个品牌在今年已经或行将消失，品牌淘汰率高达40%-50%。2007年，国内市场前十品牌的洗衣机内销量所占比重达到75%，而居前五位品牌合计内销量份额超过60%。

## 内生增长和资本运作结合，美的业绩迅速增长

2007年美的电器营业收入332.97亿元，同比增长57.28%；2007年产品整体营业毛利率为18.62%，同比上年17.70%上升0.92%；归属于公司股东的利润11.93亿元，同比增长112.60%；每股收益0.95元，对应的市盈率为49倍。

其中，出口产品中公司自控品牌占销售总量的比例同比增长40%，上升至15%，显现出公司的品牌国际化已渐有成效；另外，2007年美的电器公司商用空调销售同比增长超过50%，国内市场占有率7.63%，反映出公司在高端领域的竞争力日益增强。

表 1: 美的电器分产品业绩和市场占有率

分产品	营业收入	营业成本	营业利润率	销量	国内市占率
	万元	万元	%	万台	%
家用空调	2,140,996.51	1,797,019.25	16.07	1,350	21.50
商用空调	299,168.55	207,956.29	30.49	-	7.63%
压缩机	465,207.85	397,020.46	14.66	1,300	16.20%
冰箱	243,915.90	183,658.30	24.70	192	6.10%
洗衣机	178,090.92	142,694.72	19.88	273	6.24%

数据来源: 美的电器公告

以内生增长角度考察, 如果剔除洗衣机业务销售收入17.81亿元, 冰箱业务销售收入24.39亿元, 2007年美的电器营业收入增速为37.34%。

如果剔除B股投资收益5348.72万元、补贴收入6188.63万元、持有及转让易方达25%股权的收益1.72亿元, 公司利润总额增长89.78%。如进一步剔除2007年并购荣事达冰洗业务3家公司对利润总额带来超过8611.06万元的收益, 美的电器利润总额同比增长接近80%。

### 实施扩产和并购, 推进白色大家电战略

美的电器推进白色大家电战略, 即在加强空调业务市场占有率和盈利能力时, 积极拓展冰洗产业, 意图实现到2010年冰箱达到1000万台的规模, 洗衣机达到800万台的规模, 从而均进入行业前两位。为此, 公司采取投资建厂和企业并购并行的方式。

扩产上:

1、洗衣机总产能在一期完成后达到450万台的基础上, 二期再新增580万台/年。

2、冰箱业务将新增冰箱生产能力450万台/年。

3、冰箱压缩机将在2008年10月前实现产能500万台/年。

并购上:

1、公司拟受让美的集团直接和间接持有的合肥华凌公司100%股权、中国雪柜公司95%股权、广州华凌空调公司100%股权及华凌商标等相关知识产权, 并受让美的集团持有的重庆美通公司30%的股权。

表 2: 2006年华凌集团及下属三家公司的资产、业绩情况 (单位: 万元)

	营业收入	营业利润	净利润	总资产	净资产	应收账款
合肥华凌	67,962.3	6,179.8	5,457.0	46149.2	12,461.3	15,330.0
广州华凌	113,786.4	-8,133.5	-6,202.6	148,952.4	20,951.4	87,469.3

中国雪柜	42,099.3	56.7	-170.9	54,637.9	10,634.0	32,745.5
------	----------	------	--------	----------	----------	----------

数据来源：美的电器公告、华凌集团公告

表 3：2007年1-9月份的华凌集团下属三家公司的资产、业绩情况（单位：万元）

	营业收入	营业利润	净利润	总资产	净资产	应收账款
合肥华凌	70,256.6	3,247.4	3,034.7	54,943.0	15,496.1	16,634.2
广州华凌	176,197.2	3,116.8	2,484.0	133,401.1	23,435.5	83,834.7
中国雪柜	53,352.2	-1,569.5	-1,132.7	55,881.9	9,501.4	30,020.5

数据来源：美的电器公告

表 4：重庆美通的资产、业绩情况（单位：万元）

	营业收入	营业利润	净利润	总资产	净资产	应收账款
2007年1-9月份	19,027.8	59.5	126.6	26,903.9	10,376.2	3,460.1
2006年	16,683.29	436.08	360.76	22,204.58	10,249.62	4,172.79

数据来源：美的电器公告

## 2、拟受让荣事达集团持有的荣事达冰箱等3家公司25%的股权。

表 5：2007年荣事达冰箱等3家公司的经营情况（单位：万元）

	营业收入	营业利润	净利润	总资产	净资产
荣事达洗衣设备制造有限公司	192,280	-8,300	-53,50.73	125,343	13,197
荣事达电冰箱有限公司	195,102	11,999	129,83.78	102,872	15,529
荣事达美的电器营销有限公司	241,024	1,246	9,78.01	64,736	1,506

数据来源：美的电器公告

## 3、有意从国联集团收购小天鹅24.01%的股权。

表 6：小天鹅公司的经营情况（单位：万元）

	营业收入	营业利润	净利润	总资产	净资产
2007年1-9月份	408,739.98	23,616.36	21,141.23	379,273.47	149,571.66
2006年	425,633.79	4,215.23	3,584.56	361,754.60	131,444.62

数据来源：小天鹅公告

## 谋求股权融资，解决资金需求

根据公司测算，未来3-5 年完成上述产能扩张和资本并购所需的资金需求将在50 亿元以上。为此，美的将落实开展股权融资计划，以作为企业发展的基础。

我们认为，表7中意味着未来美的将同时在数个细分行业中进行一系列大规模的投资和并购，这将对企业的管理、执行能力提出挑战。

表 7：计划募集资金投向和额度（单位：万元）

序号	项目名称	募集资金拟投入额	项目投资总额
1	收购合肥荣事达电冰箱有限公司等三家公司各25%股权项目	14,277.55	14,277.55
2	新建冰箱压缩机项目	30,875.00	49,214.00
3	电冰箱技改扩能项目	33,900.00	45,200.00
4	洗衣机工业园二期项目	54,075.00	72,100.00
5	中央空调技改扩能项目	43,800.00	60,000.00
6	新建家用空调越南基地项目	16,750.00	19,034.00
7	家用空调武汉基地扩能项目	27,046.50	37,050.00
8	家用空调顺德基地扩能项目	44,092.00	60,400.00
9	IT数据中心建设项目	20,800.00	20,800.00
10	中央研究院建设项目	20,000.00	20,000.00
11	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合 计		355,616.05	448,075.55

数据来源：美的电器公告

### 预计未来三年净利润年复合增长率 38.97%，评级“持有”

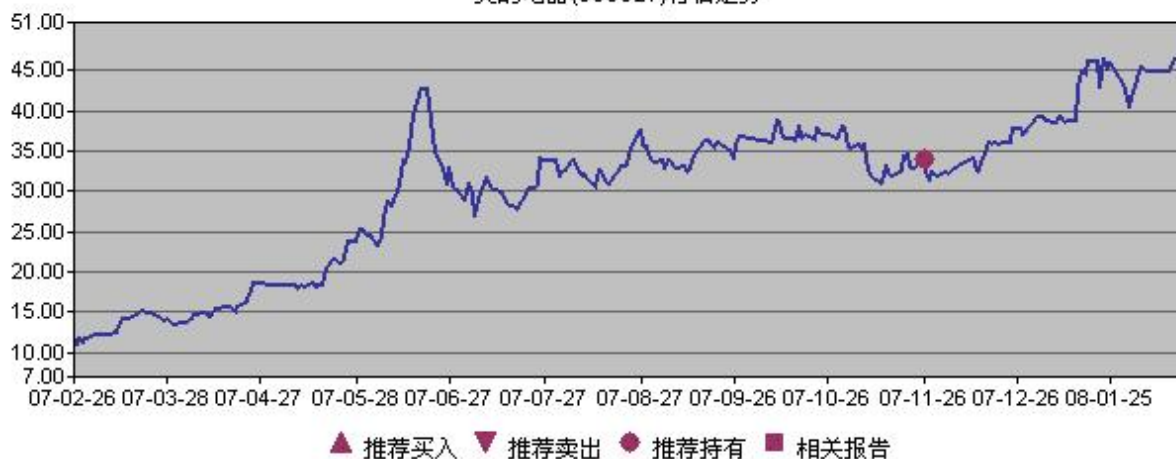
综合美的电器原有经营业务、表 7 募投项目和可能收购华凌集团 3 家公司（不包括未来可能收购的小天鹅股份）计算（依照增发后达到 13.4 亿股本），2008-2010 年公司每股收益为 1.49 元、2.05 元、2.55 元，未来三年期间公司净利润年复合增长率 38.97%。

假设以 2008 年每股收益乘以 32 倍市盈率计算，每股合理价值 47.68 元。考虑当前股价 46.69 元，评级“持有”。

## 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。

美的电器(000527)行情走势



## 相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。