

2009 年 10 月 20 日

市场数据(人民币)

市价(元)	17.30
已上市流通 A 股(百万股)	2,080.18
总市值(百万元)	35,987.06
年内股价最高最低(元)	17.95/7.05
沪深 300 指数	3377.57
深证成指	12676.24
2007 年股息率	1.19%



相关报告

- 1 《在比较中看公司的进步》，2009.8.31
- 2 《销售创佳绩,公增终获批》，2009.7.27
- 3 《降价促销虽影响收入和利润,但提高了市场份额》，2009.4.30
- 4 《加大投入备战 09,深耕国内市场》，2009.3.11

王晓莹

 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

美的电器 (000527.SZ)

——向小天鹅出售洗衣机资产换股权的预案出台

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.802	0.947	0.546	0.907	1.099	1.317
净利润增长率	32.40%	136.11%	-13.44%	82.71%	21.14%	19.80%
先前预期每股收益(元)				0.907	1.099	1.317
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.846	1.003	1.255
市盈率(倍)	14.78	39.20	15.16	19.07	15.74	13.14
行业优化市盈率(倍)	21.72	46.92	20.19	20.19	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.46	0.29	N/A	0.23	0.74	0.66
已上市流通 A 股(百万股)	416.92	916.31	1,374.47	2,078.38	2,078.38	2,078.38
总股本(百万股)	630.36	1,260.71	1,891.07	2,080.18	2,080.18	2,080.18

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件

- 美的电器与小天鹅因重大资产重组事项停牌 8 个交易日后, 21 日发布公告《关于向无锡小天鹅股份有限公司出售资产并认购其股份的预案》, 要点如下:
 - ◆ 美的电器拟将持有的荣事达洗衣设备 69.47%的股权出售给小天鹅, 预估值为 7.2 亿元, 并以此为对价认购小天鹅向美的电器非公开发行的 A 股股份, 发行价格为定价基准日前 20 个交易日小天鹅 A 股股票的交易均价 8.63 元/股。
 - ◆ 该预案还需通过小天鹅股东大会、中国证监会关于小天鹅重大资产重组、豁免要约收购义务的审批。

点评

- 如本预案顺利通过小天鹅股东大会及中国证监会的审批, 美的电器控股小天鹅的股权比例将从目前的 29.63%上升到 38.93%。美的电器对小天鹅的控制程度将加强、少数股东损益对美的电器业绩影响程度将有所降低。
 - ◆ 美的电器 2008 年 2 月以 16.8 亿收购小天鹅 24.01%的股权 (现价约合 12.77 元/股), 加上美的电器全资境外孙公司 TITONI INVEST MENTS 所持有的 5.63%小天鹅 B 股, 目前合计持有小天鹅 29.63%的股权。
 - ◆ 08 年 11 月美的电器曾拟以部分要约方式增持小天鹅股权, 但因技术实施条件不成熟而放弃。
 - ◆ 本预案如成功实施后, 小天鹅的总股本及美的电器持有小天鹅的股权比例变化如下表:

图表1：预案若实施后小天鹅的总股本及美的电器持股比例的变化

小天鹅目前股本：	5.48 亿股
美的目前持股比例：	29.64%
美的目前持股数：	1.62 亿股
标的资产预估值：	7.2 亿元
向美的定向增发定价：	8.63 元/股
向美的定向增发股份数：	8343 万股
小天鹅增发后股本：	6.31 亿股
增发后美的持股数：	2.46 股
增发后美的持股比例：	38.95%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 若交易实施，对美的电器 09 年业绩几乎没有影响。2010 年及之后年度虽然荣事达洗衣设备公司的利润贡献率有所降低，但小天鹅对公司的利润贡献率提高，再加上公司洗衣机资产整合后所发挥的整合效应，我们认为正面效应完全可以填补负面影响，不会因此而改变未来的盈利预测，甚至更可能上调。
- ◆ 我们仔细测算了交易实施对于美的电器业绩的影响，如图表 4。即使按 09 年业绩年化测算，综合起来对美的电器 EPS 的负面影响也不到 1 分钱，更何况本次交易即使顺利实施也几近年底，负面影响更可忽略不计。

图表2：荣事达洗衣设备公司的业绩基本情况

荣事达洗衣设备	收入 (千元)	净利润 (千元)	净利率
2008	2,193,533	54,686	2.49%
2009.1-9	1,869,121	50,620	2.71%

来源：公司公告，朝阳永续，国金证券研究所

图表3：小天鹅的业绩基本情况

小天鹅	收入 (千元)	净利润 (千元)	净利率
2008	4,292,987	40,038	0.93%
2009.1-6	1,902,489	67,392	3.54%
09E（一致预期）	—	168,310	—
10E（一致预期）	—	229,410	—

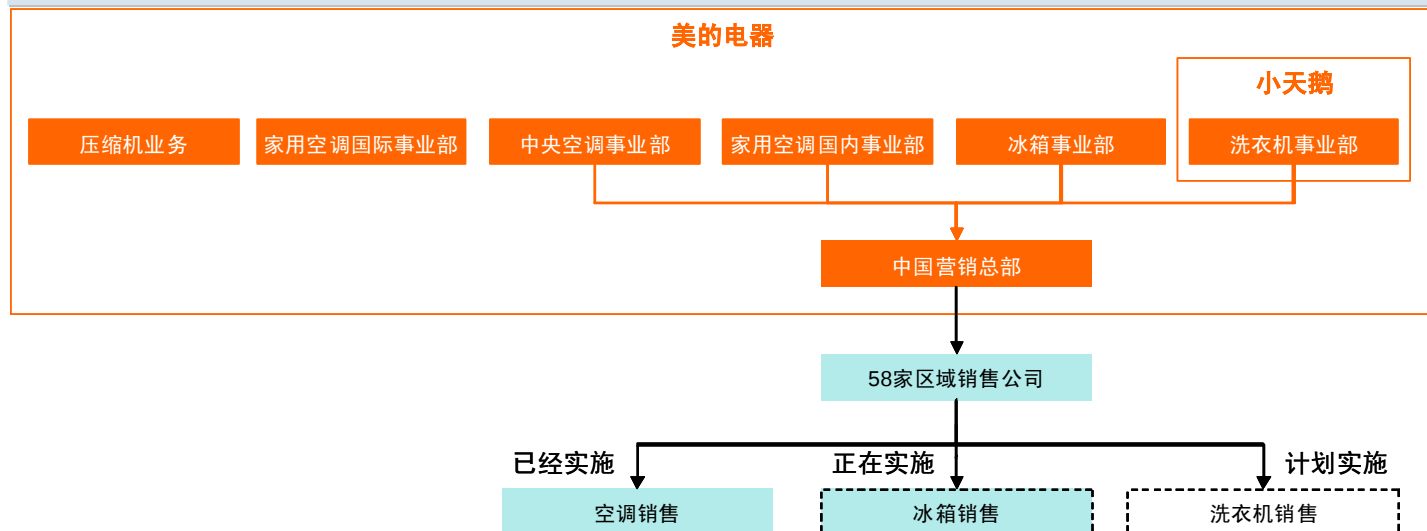
图表4：按预案交易后对美的电器业绩影响的分析

		交易前	交易后	业绩影响
美的持有荣事达洗衣设备的股权比例		100% (直接持股 75%，通过全资子公司 MIDEA ELECTRIC INVESTMENT (BVI) LIMITED 间接持股 25%)	57.5% (直接持股 5.53%，通过全资子公司 MIDEA ELECTRIC INVESTMENT (BVI) LIMITED 间接持股 25%，通过小天鹅间接持股 27.06%)	—
对美的电器收入的影响		无影响 (交易前荣事达洗衣设备直接并表美的电器，交易后先在小天鹅并表，然后通过小天鹅在美的电器并表)		
对美的电器合并报表净利润的影响				
对美的电器归属于母公司股东净利润的影响	正面影响：持有小天鹅的股权比例提高	小天鹅的净利润	体现 29.64%	年化测算，正面影响 EPS 约 0.008 元
		按小天鹅 2009E 的净利润测算 EPS 贡献（元）	0.0240	
		按小天鹅 2009E 的净利润测算 EPS 贡献（%）	2.64%	
	负面影响：持有荣事达洗衣设备的股权比例下降	荣事达洗衣设备的净利润	体现 100%	年化测算，负面影响 EPS 约 0.01-0.015 元
		按荣事达洗衣设备 09.1-9 净利润算 EPS 贡献（元）	0.0243	
		按荣事达洗衣设备 09.1-9 净利润算 EPS 贡献（%）	2.68%	

来源：国金证券研究所

- ◆ 展望 2010 年及以后年度，洗衣机资产整合将带来在采购、研发、物流、营销渠道等方面的整合效益。从业务架构上，小天鹅相当于美的电器的洗衣机事业部；今年 8 月成立的中国营销总部统一负责国内销售，管理 58 家区域销售公司，这 58 家区域销售公司今年正在实施对冰箱销售体系和网络的收并及磨合，并取得了不错的效果，预计明年将开始对洗衣机的销售体系和网络也进行同样的整合；这样洗衣机产品就可以分享美的空调庞大的网络资源（图表 5）。

图表5：美的电器的业务架构和资产架构之间的对应将更加清晰



来源：国金证券研究所

- ◆ 另外，荣事达洗衣设备公司的业务是波轮洗衣机，小天鹅自身则以滚筒洗衣机为主导方向；虽然从 09 年来看其利润贡献相当于小天鹅的三分之一（图表 2、3），似乎美的的增持小天鹅不到 10% 的股权不及放弃荣事达洗衣设备公司 42.5% 的股权的收益，但从我们对滚筒消费需求比例将继续上升的趋势判断来看，小天鹅滚筒业务的发展前景优于波轮业务，今后这笔账应该是划算的。

投资建议

- 结合上述分析，本次预案如果实施，对于美的电器的业绩负面影响可以忽略不计，正面影响从 09 年内短期来看是战略性的意义，明年以后公司将能享受到更多增持小天鹅股权的收益，因此总体是有正面意义的。
- 我们不会因此而调整对美的的盈利预测，维持中报后的预期：09-11 年每股收益分别为 0.907、1.099、1.317 元，同比增长 82.71%、21.14%、19.80%。公司停牌前股价收于 17.30 元，对应 09 年 PE 为 19 倍，而一直与公司估值相近的青岛海尔目前 09PE 接近 22 倍，因此预计公司复牌后会有补涨。我们给予公司 09 年 24 倍、2010 年 20 倍估值，3-6 个月目标价 22 元，维持买入建议。

附录1：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	20,139	33,297	45,313	47,549	54,862	66,033
增长率		65.3%	36.1%	4.9%	15.4%	20.4%
主营业务成本	-16,500	-27,096	-36,632	-37,086	-43,100	-52,135
%销售收入	81.9%	81.4%	80.8%	78.0%	78.6%	79.0%
毛利	3,639	6,200	8,682	10,463	11,762	13,898
%销售收入	18.1%	18.6%	19.2%	22.0%	21.4%	21.0%
营业税金及附加	-1	-26	-42	-48	-55	-55
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-2,068	-3,266	-4,614	-5,325	-5,925	-6,867
%销售收入	10.3%	9.8%	10.2%	11.2%	10.8%	10.4%
管理费用	-720	-1,049	-1,725	-1,426	-1,591	-1,849
%销售收入	3.6%	3.2%	3.8%	3.0%	2.9%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	850	1,859	2,301	3,663	4,191	5,127
% 销售收入	4.2%	5.6%	5.1%	7.7%	7.6%	7.8%
财务费用	-139	-253	-481	-142	-56	-42
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.1%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	0	-24	-109	-221	-32	-35
公允价值变动收益	0	53	-22	-41	0	0
投资收益	12	180	39	45	48	50
% 税前利润	1.4%	9.6%	2.2%	1.4%	1.1%	1.0%
营业利润	723	1,816	1,727	3,304	4,152	5,100
营业利润率	3.6%	5.5%	3.8%	6.9%	7.6%	7.7%
营业外收支	104	54	28	10	10	10
税前利润	827	1,870	1,756	3,314	4,162	5,110
利润率	4.1%	5.6%	3.9%	7.0%	7.6%	7.7%
所得税	-60	-195	-204	-497	-749	-1,022
所得税率	7.2%	10.4%	11.6%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润	768	1,674	1,551	2,817	3,412	4,088
少数股东损益	262	481	518	930	1,126	1,349
归属于母公司的净利润	505	1,193	1,033	1,887	2,286	2,739
净利率	2.5%	3.6%	2.3%	4.0%	4.2%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	505	1,674	1,551	2,817	3,412	4,088
少数股东损益	262	0	0	0	0	0
非现金支出	435	524	834	1,122	1,053	1,179
非经营收益	36	-241	89	63	-113	-60
营运资金变动	-120	-323	1,284	-1,281	-2,577	178
经营活动现金净流	1,118	1,634	3,758	2,721	1,776	5,385
资本开支	-689	-1,112	-2,004	-285	-1,655	-1,182
投资	-32	38	-1,889	-21	48	-91
其他	0	30	41	4	48	50
投资活动现金净流	-721	-1,045	-3,852	-302	-1,559	-1,223
股权募资	0	0	45	2,641	69	0
债权募资	-118	265	1,023	-2,360	-24	1
其他	0	-474	-805	-300	-753	-915
筹资活动现金净流	-118	-209	264	-20	-707	-914
现金净流量	279	380	169	2,399	-490	3,248

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,125	1,845	2,285	4,684	4,194	7,442
应收款项	1,904	2,792	5,534	4,866	5,054	5,409
存货	4,345	6,810	5,138	5,993	8,133	10,552
其他流动资产	818	1,018	830	849	1,057	1,255
流动资产	8,191	12,465	13,787	16,392	18,438	24,659
%总资产	65.8%	71.9%	59.0%	62.7%	65.7%	71.7%
长期投资	163	406	640	661	612	703
固定资产	3,428	3,363	5,662	6,662	6,812	7,081
%总资产	27.6%	19.4%	24.2%	25.5%	24.3%	20.6%
无形资产	660	899	2,846	1,998	1,732	1,511
非流动资产	4,251	4,861	9,595	9,769	9,606	9,744
%总资产	34.2%	28.1%	41.0%	37.3%	34.3%	28.3%
资产总计	12,442	17,326	23,384	26,161	28,044	34,403
短期借款	537	802	2,360	0	0	0
应付款项	6,568	9,540	10,835	9,908	11,851	14,887
其他流动负债	833	1,324	2,839	3,443	1,628	1,958
流动负债	7,938	11,666	16,034	13,351	13,479	16,845
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	3	57	57	0	0
负债	7,943	11,669	16,091	13,409	13,479	16,846
普通股股东权益	3,483	4,480	4,757	7,398	8,841	10,485
少数股东权益	1,016	1,177	2,536	3,465	4,591	5,941
负债股东权益合计	12,442	17,326	23,384	26,161	28,044	34,403

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.802	0.947	0.546	0.907	1.099	1.317
每股净资产	5.526	3.553	2.515	3.556	4.250	5.040
每股经营现金净流	1.774	1.296	1.985	1.308	0.854	2.589
每股股利	0.350	0.400	0.000	0.363	0.440	0.527
回报率						
净资产收益率	14.51%	26.64%	21.72%	25.51%	25.86%	26.12%
总资产收益率	4.06%	6.89%	4.42%	7.78%	8.50%	8.23%
投入资本收益率	17.79%	25.77%	20.94%	28.52%	25.59%	24.97%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.51%	65.34%	36.09%	4.93%	15.38%	20.36%
EBIT增长率	17.74%	92.60%	23.77%	59.19%	14.42%	22.32%
净利润增长率	32.40%	136.11%	-13.44%	82.71%	21.14%	19.80%
总资产增长率	29.48%	39.26%	34.96%	11.88%	7.20%	22.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.4	13.3	17.8	18.0	16.0	14.0
存货周转天数	84.3	75.1	59.5	60.0	70.0	75.0
应付账款周转天数	74.7	65.0	56.3	50.0	52.0	55.0
固定资产周转天数	60.1	35.4	40.5	46.2	35.8	29.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.06%	-21.10%	1.03%	-43.12%	-31.22%	-45.31%
EBIT利息保障倍数	6.9	7.4	4.8	25.8	75.4	122.5
资产负债率	63.84%	67.35%	68.81%	55.24%	50.09%	50.63%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	11	139	139
买入	0	1	11	117	117
持有	0	0	0	37	37
减持	0	0	0	4	4
卖出	0	0	0	1	1
评分	0	2.00	1.52	1.68	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-02	买入	8.96	9.98 ~ 10.37
2 2009-02-20	持有	11.71	9.98 ~ 12.10
3 2009-03-11	买入	9.87	11.19 ~ 12.47
4 2009-04-30	买入	13.35	N/A
5 2009-07-27	买入	17.30	N/A
6 2009-08-31	买入	15.22	19.96 ~ 21.98

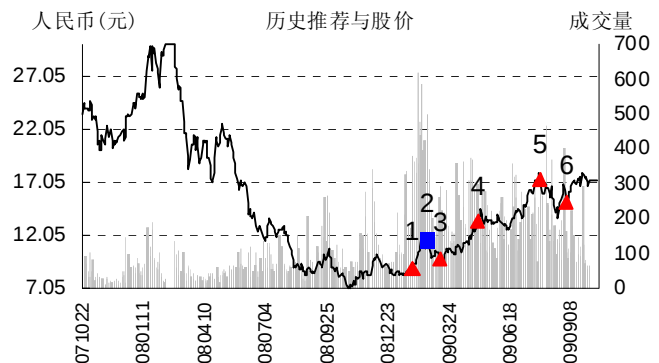
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。