



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010年5月4日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

审慎推荐

美的电器(000527.CH)

收购埃及公司, 布局新兴市场

主要财务信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	45,313	47,278	59,312	72,291	82,148
(+/-%)	29%	4%	25%	22%	14%
营业利润	1,727	2,520	2,523	4,258	5,329
(+/-%)	-6%	46%	0%	69%	25%
净利润	1,025	1,892	2,466	2,724	3,289
(+/-%)	-15%	85%	30%	10%	21%
全面摊薄每股收益*(元)	0.49	0.91	1.19	1.31	1.58
每股经营现金流(元)	1.80	0.99	1.75	1.63	2.21
市盈率	38.9	21.1	15.8	14.3	11.8
市净率	8.4	4.2	3.3	2.6	2.1
股价/经营现金	10.6	19.4	10.7	11.4	8.4
EV/EBITDA	13.1	10.4	8.0	7.0	5.5
净资产收益率	21.6%	20.0%	20.7%	18.6%	18.0%
投入资本回报率	13.9%	14.8%	15.4%	13.8%	13.5%
股息收益率	2.1%	0.5%	2.1%	2.1%	2.1%

股票信息

	A股
当前股价(元)	19.19
股票代码	000527.CH
日成交量(百万股)	4.17
52周最高价/最低价(元)	23.6/12.397
总市值(百万元)	39,919
发行股数(百万股)	2,080
其中:流通股(百万股)	1,020
主要股东(持股比例)	美的集团有限公司(46.74%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
美的电器	-1.6	-14.5	-3.9	-17.3
上证综指	-4.2	-9.9	-5.2	-13.1
家电行业指数	-9.4	-11.6	-2.9	-8.0

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

公司近况:

美的电器公告收购埃及空调公司 Miraco 32.5% 股权, 对价 5,748 万美元, 出让方为 UTC 全资荷兰子公司联合技术控股有限公司。

评论:

1、收购价对应静态市盈率约 10 倍, 以合理价格享受新兴市场增长。Miraco 公司是一家在埃及开罗证券交易所上市的公司, 其目前总市值约 1.9 亿美元, 总股本 1500 万股, 市盈率约 10 倍。UTC 是开利空调的母公司, 持有 Miraco 37.1% 股份, 开利在全球 (除美国外) 的战略为逐步淡出家用空调市场, 美的得此机会入主 Miraco。

2、权益法核算的长期股权投资, 每年至少可贡献美的 4.5 千万利润, 对应每股收益 0.02 元, 增厚 2%。2010 年按半年计算, 增厚每股收益 0.01 元。

3、美的去年也有 Miraco 公司 OEM 订单, 但量不大, 还有望小幅受益于订单转移。Miraco 的营业收入相当于美的出口金额的 12%、总销售金额 (含小天鹅) 的 3%。

4、家电公司、尤其全球产能占比超过 80% 的空调公司 (美的电器、格力电器) 海外布局才处于初始阶段, 公司现金流充裕, 技术和管理水平成熟, 存在向新兴市场进一步拓展的可能性。目前美的和格力已在印度、越南、巴西等国拥有组装厂和经销商。

估值与建议:

考虑 EPS 小幅增厚, 目前美的电器的估值为 16x, 略低于历史平均估值, 维持审慎推荐。美的电器的治理结构和员工激励机制成熟, 产品线拓展和地域拓展均有所建树, 中长期投资价值不变。

风险

房地产销售持续低迷。

图表 1: Miraco 历史财务指标

百万美元	FY 2007	FY 2008	FY 2009
收入	196	270	205
净利润	22	29	20

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

		调整前			调整后		
(人民币百万元)		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
营业总收入		57666	67148	76233	59312	72291	82148
营业收入		57666	67148	76233	59312	72291	82148
	YoY	22.0%	16.4%	13.5%	25.5%	21.9%	13.6%
营业总成本		-55379	-63022	-71091	-56811	-68077	-76863
其中 营业成本		-46170	-52927	-59922	-48825	-57641	-65312
销售费用		-6932	-7871	-8707	-5885	-8040	-8889
管理费用		-1967	-2014	-2287	-1786	-2177	-2474
财务费用		-126	-25	11	-130	-28	6
其他经营收益		0	0	0	22	44	44
营业利润		2287	4126	5141	2523	4258	5329
	YoY	-9%	80%	25%	0%	69%	25%
营业外利润		1200	0	0	1200	0	0
利润总额		3487	4126	5141	3723	4258	5329
	YoY	27%	18%	25%	35%	14%	25%
所得税		-418	-619	-925	-447	-639	-959
少数股东损益		-759	-868	-1043	-811	-896	-1081
净利润		2310	2639	3173	2466	2724	3289
	YoY	22.1%	14.3%	20.2%	30.3%	10.5%	20.7%
每股收益		1.11	1.27	1.53	1.19	1.31	1.58
调整幅度					7%	3%	4%
财务比率							
毛利率		19.9%	21.2%	21.4%	17.7%	20.3%	20.5%
销售费用率		12.0%	11.7%	11.4%	9.9%	11.1%	10.8%
管理费用率		3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率		0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
营业利润率		4.0%	6.1%	6.7%	4.3%	5.9%	6.5%
剔除其他经营收益		4.0%	6.1%	6.7%	4.2%	5.8%	6.4%
有效税率		12.0%	15.0%	18.0%	12.0%	15.0%	18.0%
净利润率		4.0%	3.9%	4.2%	4.2%	3.8%	4.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	45,313	47,278	59,312	72,291	82,148
(+/-%)	28.8%	4.3%	25.5%	21.9%	13.6%
营业总成本	-43,603	-44,818	-56,811	-68,077	-76,863
营业成本	-36,632	-36,975	-48,825	-57,641	-65,312
销售费用	-4,614	-5,731	-5,885	-8,040	-8,889
管理费用	-1,725	-1,660	-1,786	-2,177	-2,474
财务费用	-481	-222	-130	-28	6
其他经营收益	17	59	22	44	44
营业利润	1,727	2,520	2,523	4,258	5,329
少数股东损益	-526	-622	-811	-896	-1,081
净利润	1,025	1,892	2,466	2,724	3,289
(+/-%)	-15%	85%	30%	10%	21%
现金流量表					
经营活动现金流	3,753	2,056	3,638	3,396	4,599
投资活动现金流	-3,852	-1,113	-1,118	-596	-646
融资活动现金流	264	744	-638	-860	-826
货币资金增加额	2,285	3,855	5,718	7,658	10,786
资产负债表					
总资产	23,384	31,658	38,594	44,719	51,120
流动资产	13,785	21,132	27,734	34,137	40,829
货币资金	2,285	3,855	5,718	7,658	10,786
应收款项	5,534	10,474	13,140	16,015	18,199
存货	5,138	5,828	7,641	9,036	10,250
非流动资产	9,599	10,526	10,860	10,583	10,291
长期股权投资	247	375	375	375	375
固定资产	5,662	6,181	6,488	6,215	5,942
无形资产	2,668	2,694	2,660	2,627	2,593
总负债	16,091	18,930	22,611	25,053	26,835
流动负债	16,015	18,859	22,540	24,982	26,764
短期借款	2,360	540	240	240	240
应付款项	9,781	12,525	15,871	17,947	19,440
预收帐款	1,054	1,007	1,264	1,540	1,750
长期负债	21	15	15	15	15
股东权益	7,293	12,728	15,983	19,666	24,285
实收股本	1,891	2,080	2,080	2,080	2,080
少数股东权益	2,536	3,277	4,087	4,983	6,064
财务指标					
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转天数	51	58	58	58	58
应收款项周转天数	52	89	89	89	89
应付款项周转天数	103	128	123	118	113
营业周期	0	18	23	28	33
毛利率	19.2%	21.8%	17.7%	20.3%	20.5%
营业利润率	3.8%	5.3%	4.3%	5.9%	6.5%
净利润率	2.3%	4.0%	4.2%	3.8%	4.0%
总资产报酬率	4.4%	6.0%	6.4%	6.1%	6.4%
净资产收益率	21.6%	20.0%	20.7%	18.6%	18.0%
投入资本回报率	13.9%	14.8%	15.4%	13.8%	13.5%
资产负债率	68.8%	59.8%	58.6%	56.0%	52.5%
每股收益	0.49	0.91	1.19	1.31	1.58
每股净资产	2.29	4.54	5.72	7.06	8.76
每股经营现金流	1.80	0.99	1.75	1.63	2.21
市盈率	38.9	21.1	15.8	14.3	11.8
市净率	8.4	4.2	3.3	2.6	2.1
股价/经营现金	10.6	19.4	10.7	11.4	8.4

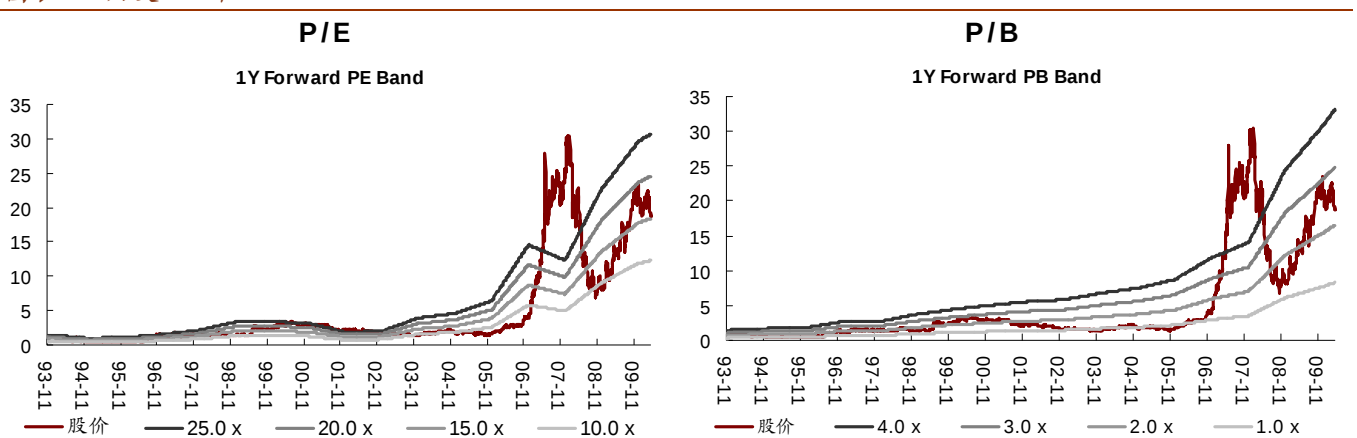
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表4：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底	PEG	
			本地货币	百万美元	2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	净利润CAGR		
家电																			
A股	白电	000527.CH	美的电器	19.19	5,848	1,892	84.5%	2,466	30.3%	2,724	10.5%	0.91	1.19	1.31	21.1	16.2	14.7	20.0%	0.81
		000651.CH	格力电器	21.64	5,956	2,913	48.2%	3,386	16.2%	3,463	2.3%	1.55	1.80	1.84	14.0	12.0	11.7	9.0%	1.33
		600690.CH	青岛海尔	17.96	3,522	1,149	49.6%	1,607	39.8%	1,924	19.7%	0.86	1.20	1.44	20.9	15.0	12.5	29.4%	0.51
	600983.CH	合肥三洋	22.07	1,077	207	79.8%	307	48.7%	411	33.8%	0.62	0.92	1.23	35.6	23.9	17.9	41.1%	0.58	
	000418.CH	小天鹅A	14.38	973	222	454.9%	339	52.5%	434	28.1%	0.62	0.95	1.22	23.1	15.1	11.8	39.7%	0.38	
	000521.CH	美菱电器	12.59	649	301	1000.1%	248	-17.7%	322	29.8%	1.00	0.83	1.07	12.6	15.3	11.8	3.4%	4.49	
	600336.CH	澳柯玛	8.22	411	52	297.9%	90	73.5%	118	31.1%	0.15	0.26	0.35	54.0	31.1	23.8	50.8%	0.61	
	000921.CH	ST科龙	7.71	833	136	158.8%	149	9.3%	442	196.5%	0.26	0.28	0.83	30.1	27.5	9.3	80.0%	0.34	
	A股平均																		
	黑电	000100.CH	TCL集团	4.47	1,923	470	-6.1%	562	19.4%	621	10.6%	0.11	0.13	0.14	41.1	34.4	31.1	14.9%	2.30
600839.CH		四川长虹	6.25	1,738	116	272.2%	198	70.7%	285	44.1%	0.06	0.10	0.15	102.4	60.0	41.7	56.8%	1.06	
000016.CH		深康佳	5.73	840	186	-25.9%	315	69.3%	375	19.2%	0.15	0.26	0.31	37.1	21.9	18.4	42.0%	0.52	
600060.CH		海信电器	20.15	1,706	498	121.4%	620	24.4%	758	22.3%	0.86	1.07	1.31	23.4	18.8	15.4	23.4%	0.80	
A股平均													51.0	33.8	26.6				
小家电	002242.CH	九阳股份	26.4	1,962	610	13.3%	747	22.4%	882	18.1%	1.20	1.47	1.74	22.0	17.9	15.2	20.2%	0.89	
	002032.CH	苏泊尔	23.95	1,558	310	31.0%	400	29.0%	496	23.9%	0.70	0.90	1.12	34.3	26.6	21.4	26.4%	1.01	
	002035.CH	华帝股份	10.73	270	54	579.5%	69	28.6%	93	34.9%	0.31	0.40	0.54	34.3	26.7	19.8	31.7%	0.84	
	000533.CH	万家乐	12.03	1,217	193	194.4%	228	17.9%	319	39.9%	0.28	0.33	0.46	43.0	36.4	26.1	28.5%	1.28	
	A股平均													33.4	26.9	20.6			
H股	白电	1169.HK	海尔电器	5.18	1,352	420	176.1%	673	60.3%	1,015	50.8%	0.21	0.33	0.51	24.8	15.5	10.3	55.4%	0.28
		0921.HK	海信科龙	3.91	833	136	158.8%	127	-7.3%	n.a.	n.a.	0.34	0.31	n.a.	11.6	12.5	n.a.	n.a.	n.a.
		0449.HK	志高控股	5.71	376	315	231.3%	366	16.3%	393	7.4%	0.71	0.83	0.89	8.0	6.9	6.4	11.7%	0.59
	H股平均													14.8	11.6	8.3			
黑电	0751.HK	创维	7.7	2,508	1,119	143.3%	1,460	30.5%	1,769	21.2%	0.47	0.61	0.74	16.4	12.6	10.4	25.7%	0.49	
	1070.HK	TCL多媒体	6.29	880	397	248.0%	637	60.8%	925	45.1%	0.39	0.59	0.85	16.1	10.7	7.4	52.7%	0.20	
	2618.HK	TCL通讯	4.17	583	62	116.1%	193	213.5%	258	33.6%	0.01	0.03	0.04	449.7	143.5	107.4	104.7%	1.37	
美国																			
	WHR US	Whirlpool	111.71	8,391	328	-21.5%	661	101.6%	719	8.7%	4.37	8.80	9.57	25.6	12.7	11.7	48.0%	0.26	
	UTX US	United Technology	76.28	71,175	3,829	-18.3%	4,321	12.8%	4,921	13.9%	4.10	4.63	5.27	18.6	16.5	14.5	13.4%	1.23	
	GE.US	GE	19.26	205,560	11,025	-36.7%	11,690	6.0%	13,928	19.2%	1.03	1.10	1.31	18.6	17.6	14.8	12.4%	1.42	
欧洲																			
	ELUXB.SS	Electrolux	188.8	8,037	2,607	612.3%	4,423	69.7%	4,872	10.1%	8.71	14.77	16.27	21.7	12.8	11.6	36.7%	0.35	
	ARCLK.TI	Arcelik	6.55	2,967	485	1119.9%	424	-12.7%	463	9.1%	0.72	0.63	0.68	9.1	10.4	9.6	-2.4%	-4.38	
	DLG.IM	De'Longhi	3.395	670	32	5.9%	47	46.1%	57	20.7%	0.22	0.32	0.38	15.7	10.7	8.9	32.8%	0.33	
	SK.FP	SEB	57.59	3,798	146	-3.7%	206	41.2%	228	10.6%	2.92	4.13	4.57	19.7	14.0	12.6	25.0%	0.56	
	PHIA.NA	Philips	25.48	33,170	410	550.5%	1,345	228.0%	1,669	24.1%	0.42	1.36	1.69	61.3	18.7	15.1	101.7%	0.18	
	H股平均													25.5	13.3	11.5			
日本	6502.JP	Toshiba	548	24,478	-25,202	92.7%	95,120	477.4%	145,763	53.2%	-5.95	22.45	34.40	-92.1	24.4	15.9	n.a.	n.a.	
	6367.JP	Daikin Industries	3580	11,061	18,790	-13.6%	42,366	125.5%	59,500	40.4%	64.10	144.54	202.99	55.8	24.8	17.6	77.9%	6.69	
	6752.JP	Panasonic	1382	35,734	-119,994	68.3%	109,711	191.4%	153,600	40.0%	-48.92	44.72	62.62	-28.3	30.9	22.1	n.a.	n.a.	
	6758.JP	Sony	3270	34,626	-37,733	61.9%	109,641	390.6%	178,350	62.7%	-37.56	109.14	177.54	-87.1	30.0	18.4	n.a.	n.a.	
	6753.JP	Sharp	1226	14,353	55,985	1173.2%	73,633	31.5%	81,627	10.9%	50.40	66.29	73.49	24.3	18.5	16.7	20.7%	0.89	
韩国																			
	066570.KS	LG Electronics	115500	14,988	2,052,835	376.8%	2,129,762	3.7%	2,777,854	30.4%	14,192	14,724	19,204	8.1	7.8	6.0	16.3%	0.48	
	005930.KS	Samsung Electronics	836000	110,339	9,649,487	74.6%	14,282,862	48.0%	13,891,671	-2.7%	65,509	96,965	94,309	12.8	8.6	8.9	20.0%	0.43	
国际平均																			

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表5：历史P/E和P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。