

美的电器 (000527.sz)

定增项目支撑公司实现下一个“美的再造”

惠毓伦 分析师

电话: 020-87555888-615

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010003

公告完成定向增发, BPS 增厚 1.27 元

今日公司发布定增上市公告书, 非公开发行新股 2.64 亿股, 占发行前总股本的 8.5%, 共募集资金净额 43.00 亿元, 将增厚 BPS 1.27 元。

募投项目的三个着眼点致力于打造全球性综合白电巨头

公司的募投资金将分别投向中央空调、冰箱、变频空调、空调压缩机等 6 个项目, 项目投资的着眼点有三个方面: 1 增强重点发展领域(冰箱)的产业竞争力; 2 提高在关键产品(变频空调与中央空调)上的制造能力; 3 扩大在国际市场上的销售规模。通过募投项目的建设, 同时借助强大的营销渠道, 预计公司将有望在三至四年内实现又一次的“再造”, 为实现全球性综合白电巨头的计划打下坚实基础。

轻资产行业特征+高资金利用率, 使得增发对 ROE 摊薄不明显

09 年公司进行了首次的增发, 而增发当年摊薄后的 ROE 水平并没有显著的下降。事实上, 白家电在制造业中属于轻资产行业, 资产投入周期短, 对资金的占用不明显。同时, 公司管理层具有清晰的经营思路与坚定的执行能力, 而且公司已经开始对募投项目进行前期建设, 这都将大大提高募投资金的使用效率。所以我们认为, 增发将不会摊薄 11 年公司的 ROE 水平。

盈利预测与估值

我们预计 10~12 年公司 EPS 分别为 1.13 元、1.46 元、1.83 元, 给予其 11 年 20 倍市盈率, 目标价 29.2 元。

风险提示

存在行业竞争加剧, 毛利率下降的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	45313.4	47278.2	71865.4	96515.5	116718.
增长率(%)	36.09%	4.34%	52.01%	34.30%	20.93%
EBITDA(百万元)	3025.81	3698.54	3394.92	7006.19	8630.14
净利润(百万元)	1033.02	1891.90	3536.43	4557.73	5698.70
增长率(%)	-13.44%	83.14%	86.92%	28.88%	25.03%
每股收益(元)	0.55	0.91	1.13	1.46	1.83
市盈率	15.16	25.51	17.80	13.82	11.02
市净率	3.29	5.11	4.84	3.12	4.84
EV/EBITDA	5.21	12.15	12.24	5.21	3.47

数据来源: 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

买入

当前价格(元)	20.17
目标价格(元)	29.20
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.61%	29.15%	32.00%
沪深 300	18.31%	19.05%	2.36%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

3,120.27/3,120.27

主要股东:

美的集团有限公司

主要股东持股比例

42.49%

财务比率

ROE	20.02%
ROA	10.81%
资产负债率	59.80%
每股净资产(元)	4.54

2009 年报数据

公告完成定向增发，BPS增厚1.27元

今日公司发布定增上市公告书，非公开发行新股2.64亿股，占发行前总股本的8.5%，共募集资金净额43.00亿元，将增厚BPS1.27元。

募投项目的三个着眼点—致力于打造全球性综合白电巨头

公司的募投资金将分别投向中央空调、冰箱、变频空调、空调压缩机等6个项目。目前公司家用空调产能2600万台/年，冰箱产能1200万台/年，中央空调产能约为50~60亿元。公司的定增募投项目新增产能将能满足公司未来两到三年内的增长需求。

表 1：公司定向增发募投项目明细

项目名称	项目投资总额（万元）	预计产能
中央空调（合肥）项目	150,000	-
压缩机（芜湖）项目	90,000	600 万台
冰箱（荆州）项目	85,000	500 万台
冰箱（南沙）项目	62,000	400 万台
家用空调（南沙）项目	50,000	450 万台
家用空调（芜湖）项目	71,000	500 万台

数据来源：公司公告

项目投资的着眼点有三个方面：

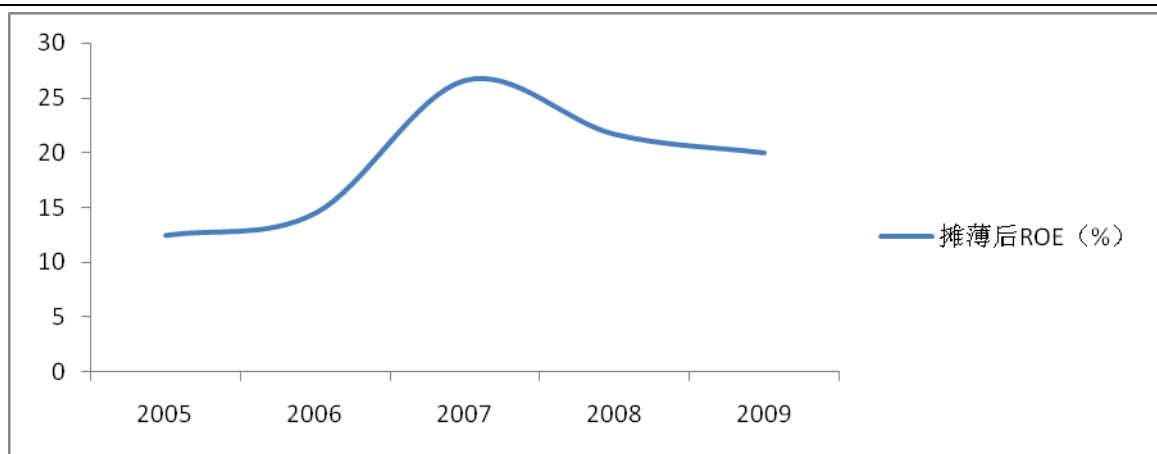
- 1、增强重点发展领域（冰箱）的产业竞争力；
- 2、提高在关键产品（变频空调与中央空调）上的制造能力；
- 3、扩大在国际市场上的销售规模。

通过募投项目的建设，同时借助强大的营销渠道，预计公司将有望在三至四年内实现又一次的“再造”，为实现全球性综合白电龙头的计划打下坚实基础。

轻资产行业特征+高资金利用率，将使得增发对ROE摊薄不明显

09年公司进行了首次的增发，而增发当年摊薄后的ROE水平并没有显著的下降。

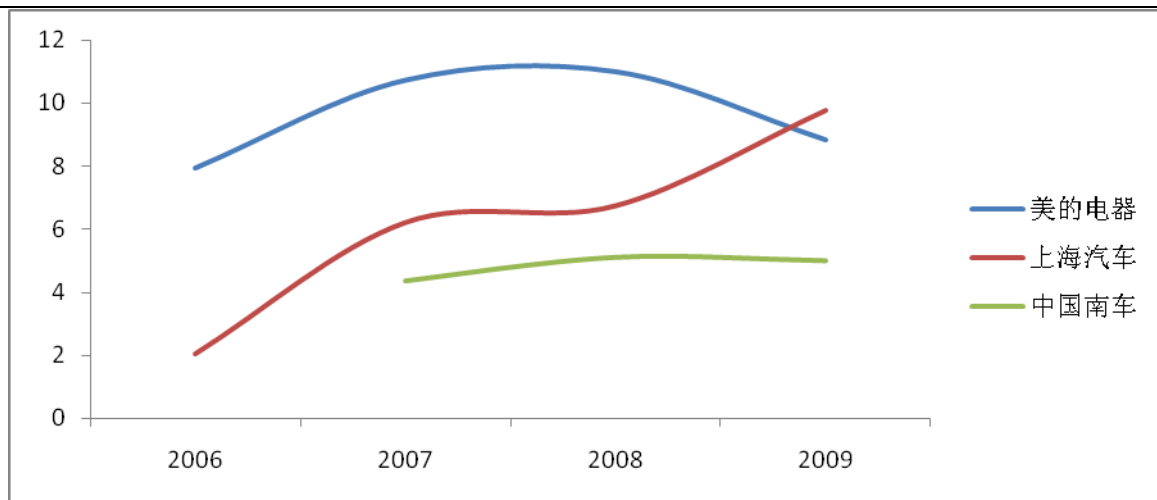
图 1：09 年增发后，摊薄 ROE 并未显著下降



数据来源：wind

事实上，白家电在制造业中属于轻资产行业，资产投入周期短，对资金的占用不明显。同时，公司管理层具有清晰的经营思路与坚定的执行能力，而且公司已经开始对募投项目进行前期建设，这都将大大提高募投资金的使用效率。所以我们认为，增发将不会摊薄11年公司的ROE水平。

图 2：制造业中，家电属于轻资产行业，固定资产周转率较高



数据来源：wind

盈利预测与估值

基于对行业以及公司基本面的判断，我们作出以下关键假设：

- ◇ 家用空调领域未来五年的平均增长率保持在1.5倍GDP增速的水平上。11年销量增速为25%。
- ◇ 公司家用空调内销与外销的市场份额皆保持稳定。
- ◇ 冰箱与洗衣机的行业整体平均增速在保持在1.5倍GDP增速的水平上。
- ◇ 未来3年内，公司在冰箱和洗衣机领域的市场份额稳步上升并在之后保持稳定。
- ◇ 未来3年，中央空调整体市场规模增速为1.5倍GDP增速。进入2013年后，行业

增速达到2.5倍GDP增速。

◇ 公司11年实施定向增发后，募投项目于12年建成投产，有效支撑公司在冰箱、家用及中央空调领域的市场份额。公司在以上领域的市场份额皆有一定程度的提高。

在以上核心假设下，我们预计10~12年公司EPS分别为1.13元、1.46元、1.83元，给予其11年20倍市盈率，目标价29.2元。

风险提示

存在行业竞争加剧，公司毛利率下降的风险。

资产负债表

单位：百万元

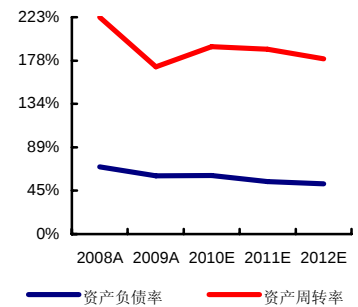
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	13,787	21,132	32,001	48,298	61,210
货币资金	2,285	3,855	8,354	17,652	24,216
应收及预付	6,280	11,282	18,779	24,389	29,493
存货	5,138	5,828	4,609	5,998	7,242
其他流动资产	84	167	259	259	259
非流动资产	9,597	10,526	10,992	10,441	9,802
长期股权投资	247	375	412	412	412
固定资产	5,024	5,694	5,124	4,508	3,805
在建工程	638	487	826	826	826
无形资产	2,846	2,852	2,919	2,985	3,048
其他长期资产	842	1,118	1,711	1,711	1,711
资产总计	23,384	31,658	42,993	58,739	71,011
流动负债	16,015	18,859	25,648	31,262	36,245
短期借款	2,360	540	0	0	0
应付及预收	11,599	14,278	18,381	23,995	28,979
其他流动负债	2,056	4,042	7,266	7,266	7,266
非流动负债	76	70	88	88	88
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	76	70	88	88	88
负债合计	16,091	18,930	25,736	31,350	36,333
股本	1,891	2,080	3,120	3,384	3,384
资本公积	302	3,126	2,086	6,119	6,119
留存收益	2,566	4,261	7,797	12,355	18,054
归属母公司股东权益	4,757	9,451	12,992	21,847	27,546
少数股东权益	2,536	3,277	4,106	5,175	6,512
负债和股东权益	23,384	31,658	42,834	58,372	70,391

利润表

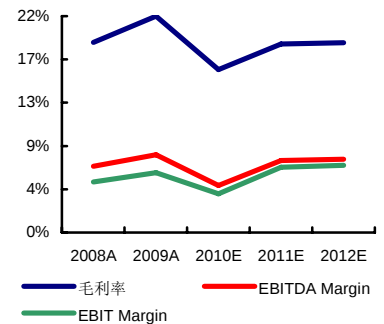
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	45313	47278	71865	96516	116719
营业成本	36632	36975	60083	78182	94407
营业税金及附加	42	61	79	106	128
销售费用	4614	5731	6540	8590	10284
管理费用	1725	1660	2372	3282	4008
财务费用	481	222	-95	-238	-382
资产减值损失	109	169	158	208	253
公允价值变动收益	-22	27	29	0	0
投资净收益	39	32	55	55	55
营业利润	1727	2520	2813	6440	8075
营业外收入	120	396			
营业外支出	91	163			
利润总额	1756	2753	5077	6543	8181
所得税	204	239	711	916	1145
净利润	1551	2514	4366	5627	7035
少数股东损益	518	622	830	1069	1337
归属母公司净利润	1033	1892	3536	4558	5699
EBITDA	3026	3699	3395	7006	8630
EPS (元)	0.55	0.91	1.13	1.35	1.68

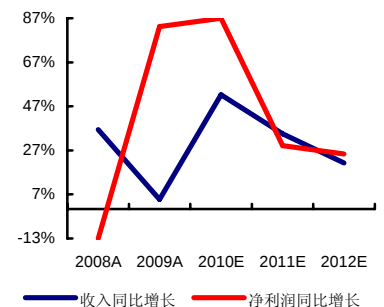
资产负债率趋势



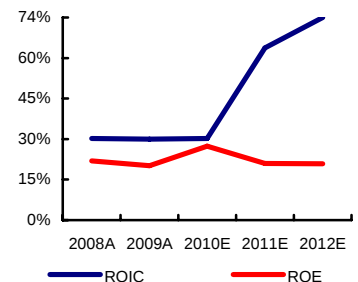
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

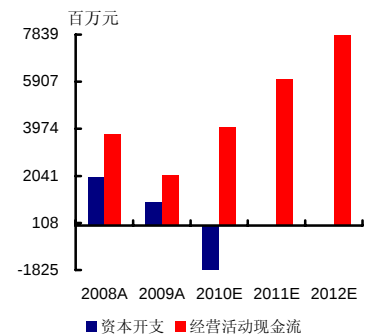
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3,753	2,056	3,202	4,943	6,503
净利润	1,551	2,514	4,366	5,627	7,035
折旧摊销	725	847	603	651	739
营运资金变动	1,284	-1,139	1,000	-1,385	-1,364
其它	193	-165	-2,766	50	92
投资活动现金流	-3,852	-1,113	1,843	58	61
资本支出	-2,004	-964	1,825	3	6
投资变动	-1,848	-149	-11	55	55
其他	0	0	29	0	0
筹资活动现金流	264	744	-546	4,297	0
银行借款	7,162	2,664	-540	0	0
债券融资	-6,139	-4,485	7	0	0
股权融资	45	3,267	0	4,297	0
其他	-805	-703	-14	0	0
现金净增加额	164	1,688	4,499	9,298	6,564
期初现金余额	1,845	2,285	3,855	8,354	17,652
期末现金余额	2,009	3,973	8,354	17,652	24,216

主要财务比率

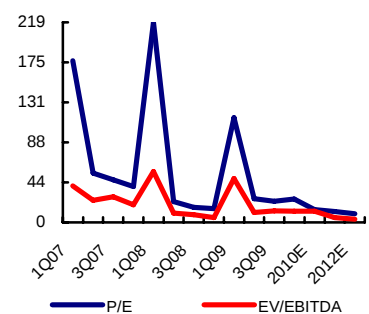
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	36.1%	4.3%	52.0%	34.3%	20.9%
营业利润	-4.9%	45.9%	11.6%	128.9%	25.4%
归属于母公司净利润	-13.4%	83.1%	86.9%	28.9%	25.0%
获利能力					
毛利率	19.2%	21.8%	16.4%	19.0%	19.1%
净利率	3.4%	5.3%	6.1%	5.8%	6.0%
ROE	21.7%	20.0%	27.2%	20.9%	20.7%
ROIC	30.0%	29.8%	30.0%	63.3%	74.5%
偿债能力					
资产负债率	68.8%	59.8%	60.1%	53.7%	51.6%
净负债比率	1.3%	-26.3%	-49.2%	-65.6%	-71.3%
流动比率	0.86	1.12	1.25	1.54	1.69
速动比率	0.49	0.77	1.03	1.32	1.45
营运能力					
总资产周转率	2.23	1.72	1.93	1.90	1.80
应收账款周转率	20.49	12.44	8.11	8.69	8.69
存货周转率	6.13	6.74	13.04	13.04	13.04
每股指标 (元)					
每股收益	0.55	0.91	1.13	1.35	1.68
每股经营现金流	1.98	0.99	1.03	1.46	1.92
每股净资产	2.52	4.54	4.16	6.46	8.14
估值比率					
P/E	15.2	25.5	14.1	11.9	9.5
P/B	3.3	5.1	3.8	2.5	2.0
EV/EBITDA	5.2	12.2	12.2	5.2	3.5

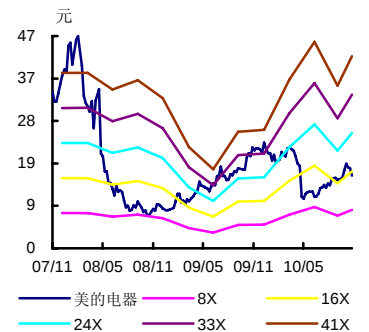
资本支出与经营活动现金流



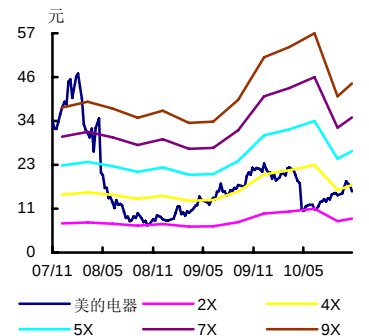
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

美的电器(000527.sz)_再造一个美的要几年？	王俊爽	2010-11-16
美的电器(000527.sz)_公司调研简报	周瑾	2009-05-05

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。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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。