



家用电器业/可选消费品

美的电器 (000527)

并购开利拉美业务，全球化大有进展

——美的电器收购开利拉美空调业务点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读:

美的收购开利拉美空调业务 51% 股权，继收购埃及开利后全球化再得进展，对价合理。中报略有压力，维持 2011-2013 年 EPS1.20 元、1.58 元与 1.92 元，维持“增持”。

事件:

- 美的电器公告，将以 2.233 亿美元收购开利拉美空调业务的 51% 股权。
- 收购标的：开利巴西空调业务公司（Springer Carrier Ltd. 与 Climazon Industrial Ltd.）、开利阿根廷空调业务公司（Aro S.A.、Carrier S.A. 和 Carrier Faguina S.A.）开利智利空调业务公司（Carrier(Chile) S.A.）。开利拟成立荷兰控股子公司，整合拉美三国空调业务，该荷兰公司将由拟设立的 UTC 法国公司全资控股。
- 收购安排：美的拟通过全资子公司美的电器荷兰公司（Midea Electrics Netherlands B.V.）收购 UTC 法国公司持有的荷兰公司 51% 股权。对于开利巴西空调业务的少数股东权益（18.14%），美的拟成立全资子公司（FRYLANDS B.V.）的子公司来收购，然后再将 FRYLANDS B.V. 的 49% 股权转让予 UTC 法国公司。
- 拟收购公司基本情况：截至 2010 年底，开利巴西、阿根廷与智利空调业务净资产分别为 1.66 亿美元、0.22 亿美元与 0.04 亿美元；2010 年销售收入分别为 4.89 亿美元、1.19 亿美元与 0.13 亿美元；净利润分别为 0.39 亿美元、-0.046 亿美元与 0.004 亿美元。
- 拉美空调市场：2010 年拉美家用空调市场容量约 800 万套。其中巴西最大，市场容量超过 400 万套。根据产业在线数据，2010 年国内空调出口拉美近千万套，其中巴西 400 多万套。根据 JARN 数据，2010 年巴西分体机与窗机销量分别为 100 万套与 70 万套，多联机 4000 套；阿根廷分体机销量 45 万套。

评论:

- 美的迈出全球化重要一步，符合我们预期。近年来国内家电龙头加速了全球化扩张步伐。我们对于国际家电企业的研究表明，在百年企业发展过程中，产品扩张与区域扩张都是发展到一定阶段的必然选择，其形式可以多样化。
- 向拉美扩张，符合战略方向。印度、中东埃及、南美墨西哥等地是国内家电企业自有品牌扩张的理想市场，拥有较大的人口基础或市场规模基础，当前家电产品价格与品牌企业盈利都比较好。美的埃及合资公司 Miraco 去年净利率 12.4%，惠而浦在拉美的营业利润率达到 14%，伊莱克斯超过 6%。
- 并购开利拉美空调业务，延续了公司埃及扩张的路径。公司去年并购了开利在埃及的子公司 Miraco 公司 32.5% 股权。本次并购开利拉美业务，进一步加深了与开利空调业务的合作。其中，开利巴西为市占率遥遥领先的企业。本次收购完成后，美的将持有开利拉美空调业务 51% 股权，处于控股地位，体现公司更为积极的态度、更为成熟的经验。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 24.00

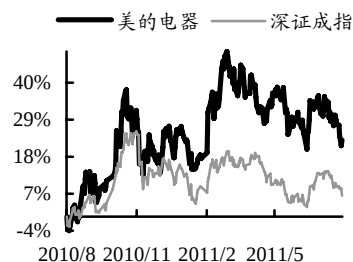
当前价格: 16.88

2011.08.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.97-21.40
总市值 (百万元)	57,128
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,384/3,120
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	92%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	217

52 周内股价走势图



相关报告

《“保盈利”权重提升，白电旗舰新发展》	2011.07.26
《收入大超预期，盈利能力筑底》	2011.04.28
《九字方针严格执行，一季度利润率筑底》	2011.03.17
《收入增长持续较高，盈利能力较为稳定》	2010.10.26
《中报实际业绩超预期，增发支撑持续增...》	2010.08.30

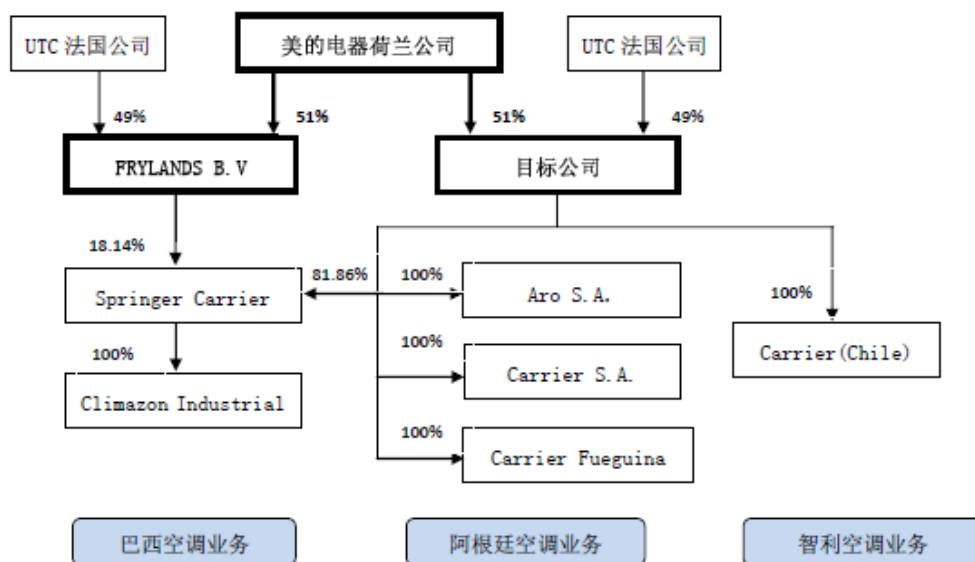
- 收购价格 2.233 亿美元，对应 2010 年 PE 12.6x，PB 约 2.3x，收购对价较为合理。拉美空调业务 2010 年底总资产 4.13 亿美元，净资产 1.92 亿美元；2010 年销售收入 6.21 亿美元，净利润 0.348 亿美元。以 2.233 亿美元并购 51% 股权，对应静态 PE 为 12.6x，静态 PB 为 2.3x。公告表明，对开利巴西与智利空调业务的定价依据 EBIT（息税前利润）倍数法确定，对开利阿根廷空调业务的定价依据其净资产确定。如果以 2 倍 PB 给阿根廷公司估值，那么收购巴西与阿根廷业务对应静态 PE 为 10.0x。公司去年收购 Miraco 公司股权对价对应静态 PE 与 PB 分别约 8.8x 与 2.3x。
- 本次收购涉及一系列新公司的设立与股权架构的调整，并需获得相关方审批，所需流程较长。在签署股权收购协议后，开始执行政府审批及交易相关手续；相关手续完成后，公司将在协议约定交割日当天全额以现金支付收购对价，资金来源为自筹。
- 因原材料成本尤其是稀土大幅上涨，公司中报业绩应略有压力。公司股价已接近年初增发价，对于原材料上涨等应已有较充分反映。下半年业绩增长将显著快于上半年，全球化取得较大进展，关注小家电渠道整合的进度。我们维持 2011-2013 年 EPS1.20 元、1.58 元与 1.92 元的业绩预测，维持“增持”评级。

附表：开利拉美空调业务财务数据

百万美元	巴西	阿根廷	智利	合计
资产总额	336	69	8	413
负债总额	170	47	4	221
净资产	166	22	4	192
销售收入	489	119	13	621
净利润	39	-4.6	0.4	34.8

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

附图：收购后股权结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：“目标公司”为 UTC 拟成立的荷兰全资子公司，用于整合拉美业务

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		