

左手揽小米 右手牵京东 与格力差异化竞争

美的集团求索业绩与估值同步

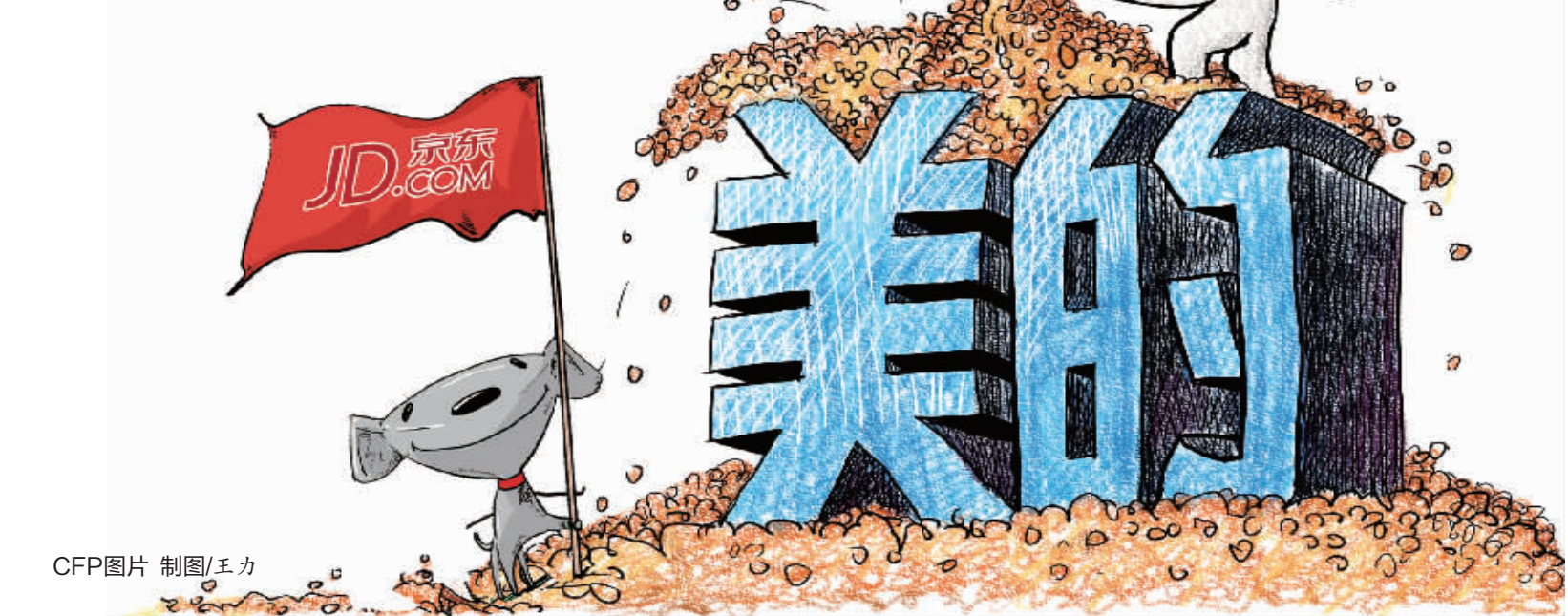
缺乏行业第一的产品凸显巨无霸“短板”

□本报记者 傅嘉

2014年是美的集团整体上市之后的第一个完整年份,公司外延动作频频:增持小天鹅,夯实洗衣机板块;引入小米作为战略投资者,开启白电圈新的合作模式;联手京东推广智能家居,双方甚至定下销售目标——100亿元(相当于目前美的集团总收入的十二分之一)。尤其是后两个动作,使得美的成为中国“触网”最积极的白电公司。

美的集团作为“二线蓝筹”的代表,整体上市之后,一扫前几年的低迷,业绩表现十分优异,但是二级市场估值表现却相对滞后,始终难以摆脱市场对于家电行业整体悲观的预期。有分析人士指出,当前市道下,家电企业的估值下行已经有限,美的集团和小米的合作更在一定程度上厘清了传统制造企业和互联网公司的边界,有望引导公司价值回归。

事实上,2014年下半年以来,白电企业的复苏势头已经明显,除美的之外,海尔也和恒大开启了重磅级的合作,可以说,白电企业正由“动作逆袭”变为“估值逆袭”。



CFP图片 制图/王力

三大白电巨头盈利指标比较

证券名称	2013年ROE (摊薄%)	2013年销售 毛利率(%)	2013年销售 期间费用率(%)	2008-2013年收入 复合增长率(%)	2008-2013年 净利润复合增长率(%)	最新市盈率	总市值(亿)
美的集团	16.1884	23.28	16.31	13.64	25.56	13.04	1,336.83
格力电器	31.4337	32.24	23.15	23.26	40.58	9.55	1,253.38
青岛海尔	28.8112	25.32	18.16	23.25	41.50	12.59	619.85

数据来源:公司财报 制表:傅嘉

密集联姻互联网巨头

2014年最后一天,美的集团宣布联手京东打造智能家居产业。美的方面表示,通过战略合作,公司有望成为首个在京东年销售额达到100亿元的家电企业。

就在12月初,美的刚刚宣布和小米联姻,美的将以每股23.01元价格向小米科技定向增发5500万股,募资不超过12.66亿元,小米将持有美的1.29%股份,并可提名一位核心高管为美的集团董事。双方的主要发力点同样是智能家居。

通过岁末一系列动作,美的以后来居上的态势,当仁不让地成为了2014年最为高调的白电企业。而且,目前披露的业绩情况显示,美的的业绩增速也远远领先于板块和竞争对手。可以说,在2013年完成整体上市之后,美的集团的业务整合已经迈入到一个良性的发展轨道。

美的和京东的合作更加强调业绩兑现。近年来,美的的电商业务发展较快,2013年其在电商方面的销售规模达到了40亿元,2014年计划销售目标为100亿元,而此次美的放下豪言称要把京东渠道做到100亿,更凸显出公司的信心。

相比之下,和小米的合作则更加有话题性。毕竟如此的合作模式,在业内显得非常超前和大胆。之前家电企业和互联网企业的合作并非没有案例,例如前期阿里巴巴对海尔电器的入股,在美的和小米合作之前,这是市场上规模最大的一次合作。但是双方的合作仅仅局限在物流领域,因为海尔电器旗下的日日顺拥有许多三四线城市网点,这一直是阿里所渴求而短期难以夯实短板。而美的和小米的合作,直接将眼光瞄准了产品层面。

从各自的优势来看,小米擅长把东西以互联网的思维卖出去,美的擅长以传统制造的思维造出优秀的产品,双方的资源非常互补。分析人士认为,站在美的集团自身角度来看,和小米的合作仅仅是全局战略中的一小部分,主要还是探索企业向互联网转型,就某个局部业务的未来进行一种试水。小米不是财务投资者,入股本身并不是交易的核心所在,其重点是未来双方业务该以什么样一种形式来合作。

尽管交易量不大,但是因为市场对此的关切程度实在太高,美的集团董事长方洪波罕见地在

事后就此次与小米的合作发声。方洪波从几个维度讲解了此次交易:首先是宏观层面,时代在变;二是中观层面,自2010年集团收入迈入千亿门槛以来,美的和中国经济一起经历了从快速增长到战略转型的巨大转身;三微观的战略层面,美的一直在践行开放的战略姿态,积极与目前最有活力的互联网企业进行合作。

在复牌之后美的公关部提供的宣传材料里,有一主题为结婚的PPT新闻,言下之意,这是双方开始了一段婚姻。方洪波称2014年一季度美的就和小米有了接触,可见双方的这次婚姻并非心血来潮。

一向以“管理最现代化”著称的美的,经过前几年的“刮骨疗毒”,通过一连串的动作,再次站到了行业的风口浪尖,并开始走上新一轮的扩张道路。在收入超过千亿之后,一个靠人口红利吃饭,靠粗放式增长未来增量的时代已经过去。可以预见,要依靠外界资源不断转型的,不仅仅是美的一家,美的近期的动作或许是“家电蓝筹股”们未来相当长一段时间的宿命。

巨无霸也有“短板”

当然,就美的自身而言,并非没有短板,要取得正面突破,仅仅依靠正面交锋(比如扩产、收购竞争对手)还远远不够,选择和小米、京东这样的剑走偏锋的合作者,或许胜算更大。

方洪波曾罕见地提及最大的竞争对手格力,他称:“和雷军有没有谈到格力?没有,连茶余饭后也没有提起过。”言语间显示出一份超脱。但在美的复牌后,格力的掌门人董明珠倒是毫不客气地表示“小米和美的合作,就是两个小偷在一起”,引发了业内的轩然大波。外界有一种说法是,董明珠在雷军的10亿赌约中有点后劲不足,“比较着急了”;还有一种说法则认为,这是一场炒作而已。

从美的和格力近几年的交手情况来看,双方对垒的火药味确实在一步步升级。一位不愿具名的家电圈人士表示,“美的之前的品牌路线,与格力差距不小,双方之前的交锋也不多。但是,现在美的的产品线在转型,摆明了就是要蚕食格力的市场,这或许是引发格力不快的根本原因。在这种情况下,有铁娘子之称的董明珠,对外表态的心直口快倒也是情理之中。”

在美的整体上市之前,格力的业绩持续高歌猛进,而美的的业绩增速正处于近几年来的低谷。在经过业内调整 and 整体上市之后,美的的业绩已经开始重新复苏,今年前三季度美的集团业绩飘出了翻倍的增速,远超格力。事实上,美的近年来确实在各个层面全面向格力发起挑战。这背后既有自身的原因,也有大环境的倒逼。

不妨来看看美的集团如今在行业内的地

位:整体上市之后,美的集团已经成为国内规模最大的家电上市公司。若不出意外,这个纪录还将保留相当长的时间。这倒不是因为美的产品多么拔尖,而是整体上市之后,公司的小家电、物流、电机业务都注入到上市公司。而之前,上市主体美的电器仅仅只有美的的大家电。尽管早年小家电也曾经在美的的电器中,但是由于业绩持续萎靡,美的集团将该项业务置出,随后在体外培育成优质资产。在整体上市的交易中,小家电是注入的最优质资产。如今,纵观国内家电上市公司,尚无一家公司的产品线配备能胜过美的。可以说,美的的个子大,还是靠规模取胜。

这就涉及到了各个品类的质量问题。虽然美的是家电板块公认的白马股,但是其各个子板块有一个非常明显的短板,就是没有行业第一的产品。在空调上,美的落后于格力;在冰箱上,美的落后于海尔;美的自有品牌的洗衣机在市场上话语权也相当有限,主要的品牌和产能输出来自于无锡小天鹅,尽管美的已经增持了小天鹅的股份,但即使如此,其洗衣机业务还是落后于海尔。这意味着,白电的三大品类,美的或是榜眼或是探花,但就是没有一个状元。同样,美的拥有国内最大的小家电集群,但如果拆分品类看,也面临着尴尬——微波炉不如格兰仕、净水器不如沁园、电饭锅不如苏泊尔、厨卫不如老板。可以说,将美的集团的各个产品线定位于“大而不强”并不为过。

奥维咨询研究院院长张彦斌向中国证券报记

不难发现,美的此次与互联网巨头联姻决策的背后,家电企业普遍所面临的环境特别是竞争对手压制等因素如影随形。按美的内部的口径,此次小米的入股被说成是公司面向互联网的一次转身,但是结合内外林林总总的环境压力,美的的所谓“转身”,远远没文字表达上那么轻松,实质上是一场标准的突围战。

2012年前后,美的开始全面推动企业转型,刚刚以职业经理人身份完成接班的方洪波要面临一个很大的难题。2008年以来家电下乡政策的出台,使得家电市场迎来一个反常的逆周期脉冲,为了应对下游的陡然扩大,美的选择了快速的扩张。事实表明,这种粗放式的增长给公司治理和财务问题带来了很大的麻烦,增收不增利、体制臃肿带来的人浮于事,在美的身上不断上演。最终结果就是:2008年,美的业绩14亿,格力业绩19亿;到了2009年,美的业绩16亿,而格力业绩变成了29亿。

于是,美的展开了一系列转型动作,精简人员,提升产品结构,百般手段齐上阵,最终以集团实现整体上市画下一个阶段性句点。说得直观点,就是从规模导向变成了利润导向。业内和美的自身对于转型的结果都是非常认可的。今年以来,公司的业绩增幅远远高于收入增幅。

但蹊跷的是,公司的估值并没有跟随业绩一样提升,反映出美的自身预期和市场预期仍有不一致之处。一位家电行业分析师指出,美的整体上市初期业绩表现优异并不足为奇,因为前几年美的实在是把品牌做得很低端,说白了,只要产品结构稍微往格力那个方向靠一靠,依靠庞大的产品集群作为杠杆系数,业绩短期内冲一下,并不超出资本市场的预期。外界现在比较担忧的在于,未来白电市场增长可能失速,美的高增长能否在整个家电市场的弱周期中延续?

在消费者看来,美的和格力这两家竞争对手都是非常优秀的家电公司,依靠多年的口碑积累,公司的基本面已经到了妇孺皆知的程度,但从公司的财务对比不难发现,两家公司还是有着非常大的区别。从盈利质量来看,美的仍然落后于格力。2013年,格力ROE(摊薄)达到31.43%,美的只有16.18%。从2008年至今,格力的业绩复合增长率达到41%,美的只有25.56%。从大的轮廓来说,美的的盈利水平要差于格力。

从应收账款和存货周转天数的综合比较可以发现,两家公司产业链的把控程度也存在差异。2008年至2013年,美的的应收账款从40亿增长到近80亿,而格力的应收账款从5.6亿元增至18.5亿。再看预收账款(主要是经销商垫资),美的2008年是13.69亿,2013年为49.83亿,格力2008年是59亿,2013年为119亿。存货周转天数,美的近几年来维持在61天左右,格力的均值在70天左右,尤其是2012年达到了高峰期85天。

上述数据说明三点:一是格力敢于向渠道压货,二是格力对上游的控制也很强势,三是即使格力比美的更加敢向渠道压货,经销商还得乖乖买账。因为格力渠道的规矩是,“赊账不可以,要提货拿现金来”。这样看似不合理的逻辑背后,有着一个美的必须要面对的现实:格力的品牌一定有非常强过自己的溢价空间。

另外一个事实是,格力近几年相对于美的,销售策略上奉行的是高举高打,其销售费用率相比美的每年要多出4个左右的百分点,尤其是2013年,格力销售期间费用率高达23%,而美的只有16%。2013年,正好是格力“后千亿”时代开启的第一年。

可以说,即使美的完成了业务的整合,业绩重拾升势,并非就是高枕无忧,因为格力同样在加快速度,且从业绩来看,格力的品牌溢价丝毫没有降低。董明珠之前曾表态要用五年时间再造一个格力,这意味着公司的收入复合增长率五年将每年保持20%。在品牌溢价空间不如竞争对手的条件下,美的想要正面交锋可谓十分困难,选择差异化成为美的必然的战略选择。

家电行业重估和再造

可以预见,尽管龙头产品都是空调,但是美的和格力未来必能在销售上有更大的分化。回到到根本,这又变成了两家公司管理方式上的直接对垒。

张彦斌认为,对于家电圈来说,美的近期一系列动作是一个很强的示范性事件,这不仅是对美的产品结构和业绩的改善,更重要的是使得白电厂商和互联网厂商能够更加明确自己的边界。

张彦斌指出,和黑电产品不同,白电产品更加偏重制造业属性,互联网企业想要做白电的难度要远远大于黑电。但是之前的一段时间,业内过于抬高互联网企业的盈利模式,却忽视了白电企业自身的优势。这一偏见有望随着此次合作的落地而得到纠正。

张彦斌同时表示,美的和小米的合作也使得家电公司和互联网公司的合作形式更加丰富。此次合作,表明白电自身的产品也可以当成十分有分量的筹码。虽然交易双方没有谈到这一问题,但或许可以肯定的是美的在其中占据着主导。也就是说,美的在此次合作上得到的价值实际上要高于小米。

2014年以来,美的已经将线上业务作为重点来宣传,可以看出公司对互联网基因的迫切需要。通过此次合作,美的已经在拥抱互联网上取得了先机。

从产业的大环境来看,此次合作成型的背景也是十分充分的。2014年下半年以来,白电销售开始呈现疲软,究其原因无非是内外部市场均面临较大的环境压力。国内市场,由于政策不再扶持,产业回归低位运行,存量市场的升级成为唯一可以讲的逻辑。而从海外市场来看,世界经济同样疲软,短时间内依靠海外的放量并不现实。不久前,地产大佬任志强言论也反映了家电市场未来的担忧。任志强认为,未来房地产的低位运行,会使得家电企业的业务不可避免地受到冲击。再加上格力之前发动的价格战,引发市场的一些过度悲观的猜测。可以说,家电板块的士气,之前已经非常低落。

正因为如此,家电企业的估值和业绩表现出现了非常大的背离。此次小米入股美的方案出炉,外界最为关注的不是美的如何如何,而是公告中披露的小米财务数据。2013年,小米公司营业收入为2658318.9万元,净利润34747.62万元。这一业绩支撑着市场对小米400亿美元的估值。照此计算,公司静态市盈率达到720倍

左右。而对比美的,如今的市盈率仅为11倍左右。家电公司近年来在估值上的备受冷遇,由此可见一斑。

两者估值的巨大差别,来自于外界对两家公司业务模式和发展前景预期的巨大差异。有家电分析师指出,从中长线来看,这一定会给业内一个直接的提醒,这也将是家电类上市公司在当前市场环境下的最主要看点——不是天花乱坠的概念故事,不是靠并购撑起市值的豪言壮语,而是最为普遍的投资逻辑——价值回归。从国际市场的估值比较来看,业绩优秀的家电股的估值可谓正处于“地板”上。

“国外,惠而浦、伊莱克斯这些家电龙头的估值都在15倍左右。且在金融危机之后,这些公司的增长远远不如以往,和国内的家电公司成长性更是不可同日而语。按照这样对比,国内的家电公司反而不是蓝筹而是成长股。但现如今,国内家电公司获得的估值要远远低于这些外资企业。”上述家电分析师分析道。

该分析师同时表示,此次小米入股,说明美的的转型没有完全结束。有了小米这样的战投,公司转型互联网的战略将更加清晰。之前,美的虽然和阿里、京东都有过合作,但是双方当时的合作,外界看不清逻辑。预计2015年上半年,小米和美的之间就将有实质性动作发生,届时,市场的预期便会更加明确。

“2015年的家电市场仍然会保持一定增速,但是这个数值是不会超预期的。世界经济环境不好,短时间内国际化难以兑现出业绩。如此看来,只有迅速外延,不排除以后家电企业和互联网公司捆绑的案例会非常多,哪怕是在最对互联网不感冒的格力,实际上也开始在做尝试。随着年报数据的出炉,家电企业的静态估值指标会进一步下调,市场可能会有更多的冲动,来关注这些企业的核心价值。”有家电圈内人士表示。

另据知情人士透露,美的来自于股东层面的压力也比较大,迫切需要扭转市场对公司的预期,这里面一个比较隐晦的原因即是来自于鼎晖。在美的集团整体上市前夕,鼎晖参与到其中,今年9月,上述股份已经解禁,虽然不知道鼎晖参与的具体成本是多少,但应该接近50元/股,而如今美的的估值,显然令鼎晖的此笔投资获得不了什么收益。