

胡铸强

执业证书编号: S0730209120121

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

整合进入收获期

——小天鹅 A (000418) 调研报告

研究报告-公司分析

买入 (维持)

发布日期: 2010 年 7 月 26 日

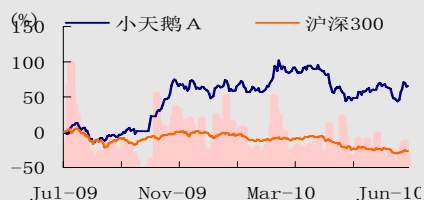
市场数据 (2010 年 07 月 21 日)

收盘价 (元)	14.86
一年内最高/最低 (元)	18.10/7.23
沪深 300 指数	2747.34
市净率 (倍)	4.20
流通市值 (亿元)	51.73

基础数据 (2010 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.53
每股经营现金流 (元)	(1.08)
毛利率 (%)	16.34
净资产收益率 (%)	4.05
资产负债率 (%)	55.89
总股本/流通股 (万股)	35,662/34,813
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

受益公司产品全面进入美的经销商渠道以及 2010 年以来的欧美市场进口需求强劲复苏, 公司今年有望保持 50% 以上的高速成长。公司向美的电器定向增发收购荣事达洗衣机公司 69.47% 股权一事有望在 2010 年三季度完成产权过户, 预计此次收购完成后, 公司应将荣事达和美的洗衣机产品也纳入当前销售平台, 随着销售规模的扩大, 销售费用率和管理费用率有望下降, 营业利润率的提高将推动公司 2011 年继续保持 50% 以上的高速增长。

投资要点:

- 公司 2009 年四季度启动的美的电器销售平台整合进展顺利, 预计 2010 年二、三季度, 公司产品将向美的电器遍布全国的三四级城镇的经销商网点和专卖店渠道渗透。不考虑合并吸收荣事达洗衣机业务并表因素, 预计公司 2010 年国内销售将较 2009 年增长 55%-70%。
- 2010 年以来, 国内对欧美市场洗衣机出口强劲增长, 公司洗衣机产品线涵盖波轮 (亚洲主流)、滚筒 (欧洲主流) 和搅拌式 (美国主流), 对欧美市场具有产品优势, 预计公司全年出口量有望增长 75%-90%。
- 荣事达资产完全注入公司后, 荣事达产品也将被纳入当前公司已成型的销售框架, 受益规模优势, 公司的销售费用率和管理费用率均有进一步下降的空间。我们认为销售费用率和管理费用率的下降是推动 2011 年公司盈利增长的重要动力之一。
- 假设公司四季度与荣事达实现并表, 预计 2010 年-2012 年公司每股收益分别为 0.65 元、1.11 元和 1.39 元。相对应 PE 分别为 22.86 倍和 13.39 倍。在当前市场估值水平下, 结合未来三年 (2009 年-2012 年) 净利润 60% 的复合增长率, 给予其 2011 年每股收益 18-22 倍的市盈率, 对应的合理估值区间为 19.98 元-24.42 元。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	42.93	43.75	71.25	121.12
增长比率 (%)	(14.16)	1.91	62.85%	70.00%
净利润 (亿元)	0.40	2.22	3.67	7.07
增长比率 (%)	(87.99)	455.00	65.22%	92.53%
每股收益 (元)	0.11	0.62	0.65	1.11
市盈率 (倍)	130.18	23.40	22.86	13.39

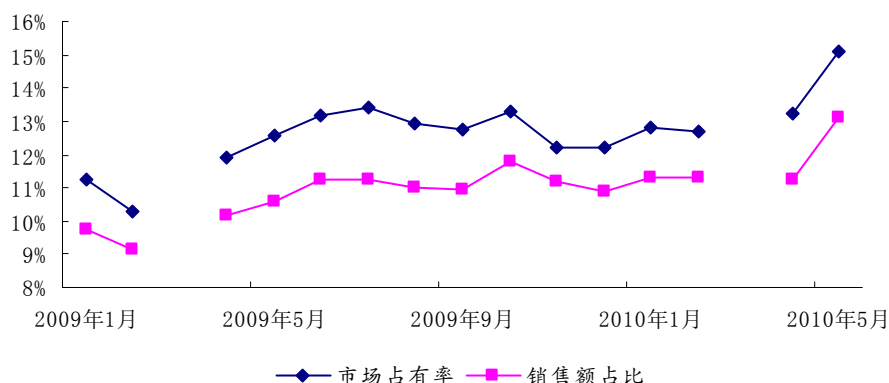
1. 集团销售平台优势初步显现

自控股股东美的启动冰洗资产整合方案以来,公司逐步剥离了冰箱等非主业资产。做强主业,今年更是有望将荣事达洗衣机业务吸收合并入公司,公司将逐步被打造成美的电器的洗衣机业务平台。

2009年四季度,控股股东美的电器业务整合步入销售平台整合阶段,将小天鹅产品销售纳入美的经销商网络,小天鹅产品的销售将全部依靠美的电器的经销商渠道。截止2010年一季度,除了国美、苏宁等全国性家电连锁,小天鹅全国超过一万家零售终端均已被纳入美的电器经销商体系。

财务数据和市场数据均显示公司前期整合十分成功。2010年一季度,公司营业收入同比增长了70.63%,归属于母公司净利润同比增幅达到79.33%。业绩快报显示上半年净利润较去年同期增长100%-150%。中怡康数据也显示,自2009年以来,公司产品的市场占有率一路攀升。

图1: 小天鹅品牌洗衣机市场占有率变动情况



资料来源: 中原证券、中怡康

2. 内销平台整合潜力巨大

截止2010年4季度,除国美、苏宁等全国性连锁外,其余公司零售网点已基本纳入美的电器遍布全国的60家经销商体系管理。二、三季度是洗衣机传统的销售淡季,同时也是绝佳的渠道建设期,由此推断二、三季度,销售平台整合的重点将转向在美的电器销售网络内为小天鹅产品拓展新的销售网点。

截止2009年底,美的电器在国内销售网点超过3万余家,扣除部分与公司重叠的网点(主要集中在一二线城市市场和国美、苏宁等全国性家电连锁网点),公司产品在美的销售平台中,特别是经销商网点和专卖店渠道中拓展潜力巨大。

公司产品与美的空调、冰箱销售旺季恰好相反,有极好的互补性。预计

公司产品较易获得美的销售平台中绝大部分三四级城镇市场经销商的认可，在四季度旺季来临前，美的电器销售平台中将会有相当部分经销商网点和专卖店渠道将开始销售公司产品。

中怡康统计2010年4、5月份小天鹅品牌洗衣机市场份额明显上升，除了5月公司成功的市场促销运作外，公司销售网点的增加也是主要原因之一。

2009年公司全年销售洗衣机约350万台。综合考虑公司受益与美的电器销售平台整合、经销网点快速扩张因素，和2009年四季度公司营业收入基数较高的因素，不考虑合并吸收荣事达洗衣机业务并表因素，预计公司2010年国内销售将较2009年增长55%-70%。

3、外销：产品对欧美市场有优势

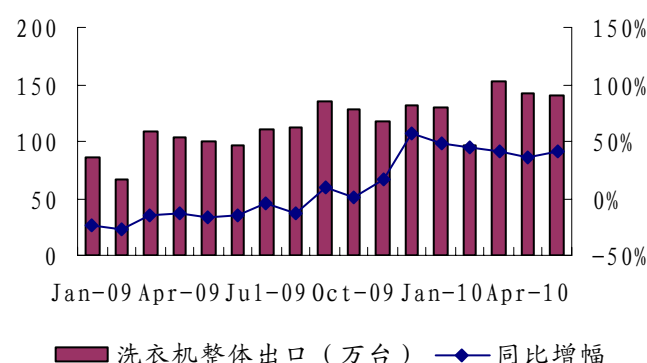
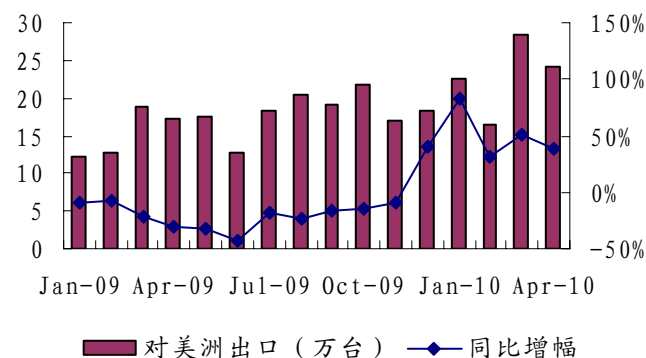
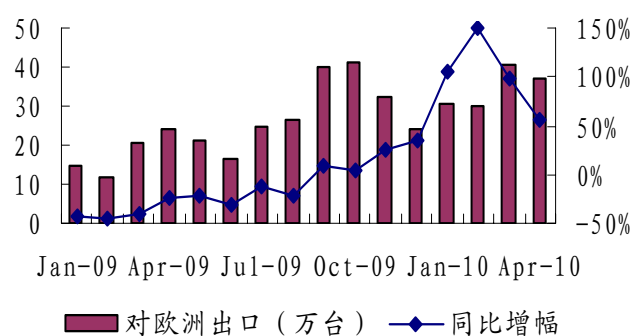
今年前5个月，国内洗衣机出口复苏迹象明显，尤其是对欧洲和美洲洗衣机出口保持了非常高的增幅。与此同时，美国和欧盟消费者信息指数也处于复苏期。以美国市场为例，截止2010年5月，美国国家商店零售额缓慢回升，电子产品库存/销售比处于金融危机以来的底部，预计美国家用电器渠道也有增加库存需求。由此判断，在欧美需求强劲的支撑下2010年下半年国内洗衣机出口强劲趋势有望延续。但由于2009年四季度出口基数有所提高，2010年四季度同比增幅可能有所下降。

公司洗衣机产品线涵盖了波轮（亚洲）、滚筒（欧洲）和搅拌式（美洲），产品线涵盖了欧美主流产品线，无疑将是对欧美出口强劲增长的主要受益者。

公司海外业务虽未象国内业务一样，与美的电器共用外销平台，但也与美的电器实现了客户资源共享。目前，通过与通用合资子公司，为通用电器OEM代工量稳定在20-25万台/年，主要供应美国市场。公司获得欧洲VD认证后，今年1-5月对欧洲出口出现高速增长。

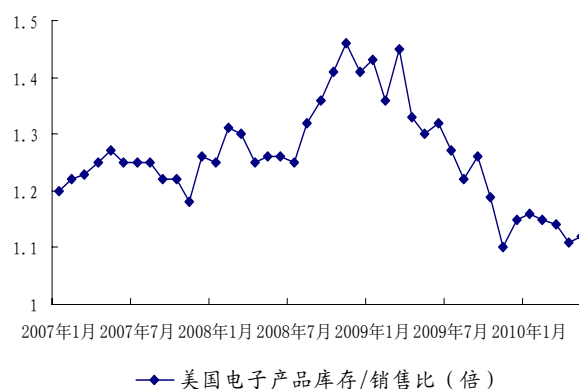
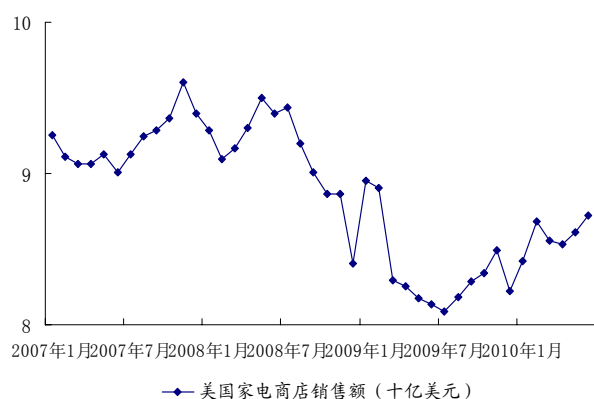
2010年前5个月，公司海外业务营业收入增幅超过100%。预计公司全年海外业务营业收入有望增长75%-90%。

图2：国内洗衣机整体出口以及对欧美出口变动情况



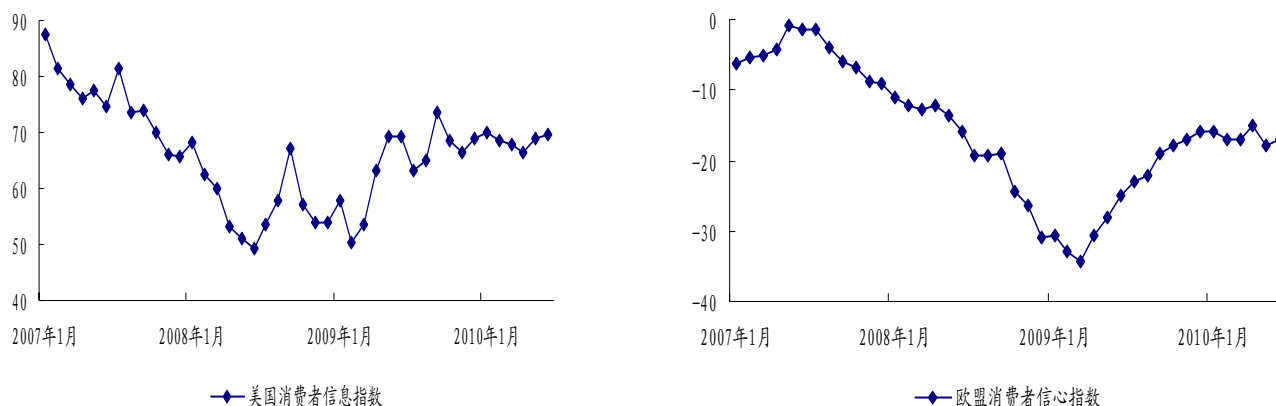
资料来源：中原证券、产业在线

图3：美国电器商店销售额及其电子产品批发库存/销售比变动情况



资料来源：中原证券、BLOOMBERG

图4：欧美消费者信心指数



资料来源：中原证券、BLOOMBERG

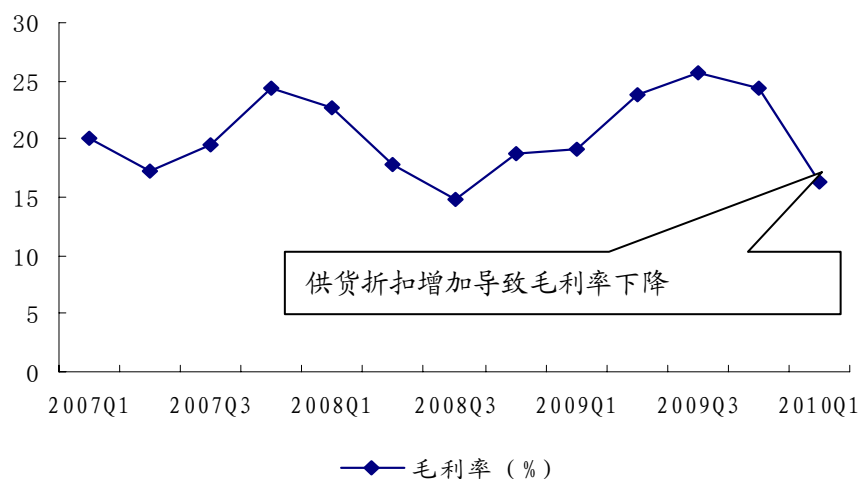
4、营业利润率有潜可挖

公司内销平台与美的电器对接后,公司产品的销售将全部依靠美的电器在全国60家经销商销售,相当部分市场广告、促销和店头管理职能交由经销商承担。因此,尽管公司给予经销商更大的供货折扣,毛利率有所下降,但同时销售费用的支出也大为减少。

2010年一季度营业利润率较前期大幅提高,我们认为相对于公司,经销商通常更熟悉当地市场情况,在市场促销和店头管理上更具效率。

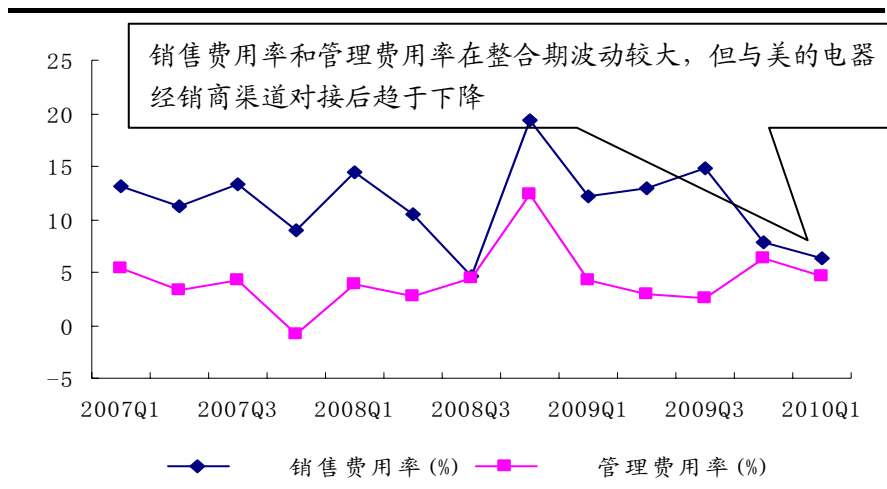
预计2010年下半年,由于新增拓网点较多,公司销售费用支出短期内可能有所增加。但从长期看,特别是在荣事达资产完全注入公司后,荣事达产品也将纳入当前公司已成型的销售框架,受益规模优势,公司的销售费用率和管理费用率均有进一步下降的空间。我们认为销售费用率和管理费用率的下降是推动2011年公司盈利增长的重要动力之一。

图5：毛利率单季变动情况——2010年一季度毛利率明显下降



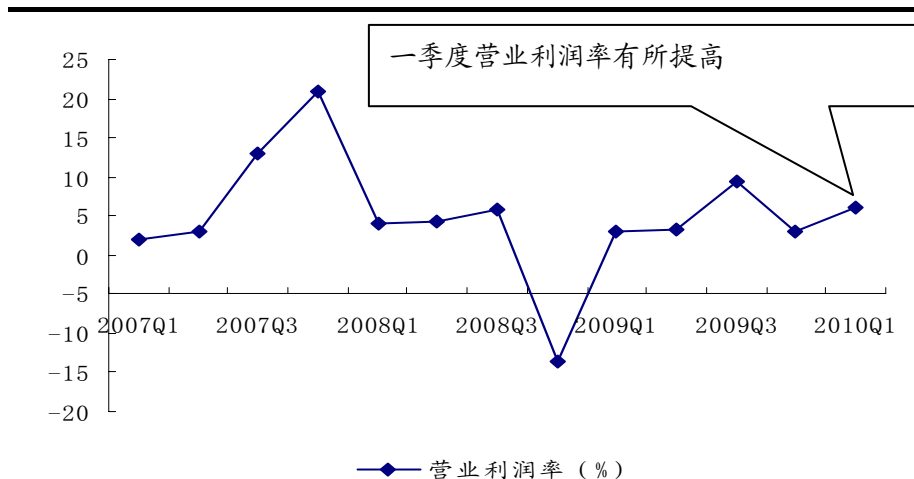
资料来源：中原证券、WIND

图6: 销售费用率和管理费用率单季波动情况



资料来源: 中原证券、WIND

图7: 营业利润率淡季变动情况



资料来源: 中原证券、WIND

5、盈利预测

基于上述分析, 对公司2010年-2012年的盈利状况进行预测, 主要假设归纳如下:

- 荣事达资产注入相关手续在三季度完成, 四季度实现与公司并表
- 销售平台整合进展顺利, 公司产品顺利进入美的电器销售渠道
- 荣事达资产注入后, 逐步过渡到由同一团队负责美的、荣事达和小天鹅品牌产品的销售运作

假设公司四季度与荣事达实现并表, 预计2010年-2012年公司每股收益分别为0.65元、1.11元和1.39元。以2010年7月21日14.86元的收盘价, 公司相对于2010年、2011年的PE分别为22.86倍和13.39倍。在当前市场估值水平下, 结合未来四年(2009年-2012年)净利润42%的复合增长率, 给予其2011年每股收益18-22倍的市盈率, 对应的合理估值区间为19.98元-24.42

元，维持“买入”投资评级。

表1：盈利预测

单位：亿元/元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	43.75	71.25	121.12	151.40
营业成本	33.53	59.35	100.90	126.12
营业税费	0.19	0.31	0.53	0.67
销售费用	5.05	4.99	7.87	9.84
管理费用	1.88	2.49	3.03	3.79
财务费用	0.01	0.16	0.56	0.65
资产减值损失	1.03	0.12	0.21	0.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.07	0.60	0.60	0.60
营业利润	2.00	4.42	8.62	10.68
营业外收入	1.10	0.03	0.00	0.00
营业外支出	0.33	0.03	0.00	0.00
利润总额	2.78	4.42	8.62	10.68
所得税	0.56	0.66	1.29	1.60
净利润	2.22	3.76	7.33	9.08
少数股东权益	0.00	0.08	0.26	0.27
归属母公司净利润	2.22	3.67	7.07	8.81
加权后 EPS（元）	0.41	0.65	1.11	1.39

资料来源：中原证券

6、主要不确定因素

- 公司完成产权交割，与荣事达公司并表时间具有不确定性
- 公司产品进入美的电器经销商网点速度具有一定的不确定性
- 公司销售平台与荣事达销售平台整合速度具有不确定性

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。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。本报告的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、刊登、发表或引用。