

洗衣机

署名人: 袁浩然 CPA

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 22.20 元

当前股价: 16.34 元

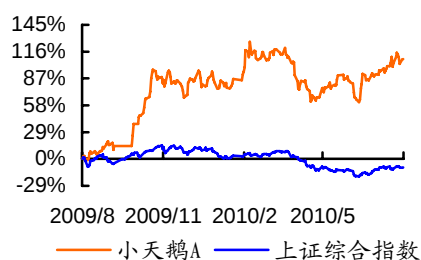
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2596.58
总股本(百万)	548
流通股本(百万)	539
流通市值(亿)	88
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	3.50
资产负债率	50.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
小天鹅 A	9.22	17.98	4.74
上证综合指数	0.95	-0.99	-15.16



相关报告

《小天鹅 A-盈利未受部分产品降价影响, 上半年实现增收又增利》2010-7-7

《小天鹅 A-资产注入方案获批, 内生外延齐增长》2010-5-24

《小天鹅 A-收入盈利齐增长》2010-4-27

小天鹅 A

000418

强烈推荐

收入增九成, 盈利高增长

投资要点:

- 公司上半年实现营业收入 36.3 亿元, 同比大幅增长 91% (在销售相对淡季的二季度, 实现收入 19.7 亿元, 同比增长 112.4%, 创出季度销售新高, 比去年最旺的四季度也高出 35%)。上半年实现净利润 1.7 亿元, 同比迅猛增长 149.8%, 属于公司 7 月初预增公告中提及的利润增长 100-150% 的上限, 略超市场预期, EPS 0.31 元。由于四季度为传统销售旺季, 全年收入有望超 80 亿, EPS 达 0.74 元。
- 收入分内外销看, 内销占 78.4%, 是收入的主要来源。上半年公司内销 28.5 亿元, 同比大增 107.7%。内销的高增长一方面得益于行业的整体复苏以及“家电下乡”和“以旧换新”等政策拉动洗衣机内销增长。更重要的是公司在美的入主之后, 整体经营发生了脱胎换骨的变化, 销售持续增长, 市场份额稳步上升, 盈利能力不断提高。具体表现为: 1) 美的系冰、洗、空渠道融合, 公司作为美的洗衣机平台, 渠道整合优势正在显现。2) 进一步发挥小天鹅本身的技术优势, 通过产品结构调整, 不断巩固和提高全自动洗衣机销售, 另外大力开发滚筒洗衣机新品, 上半年公司推出“ZEN 纯臻”、变频洗干一体、智能投放系列新品都收到了良好的效果。3) 规模优势逐渐形成, 销售净利润率从去年同期的 3.3% 上升到 5%, 尚有较大提升空间。(根据产业在线的数据, 1-6 月小天鹅 206 万台, 同比增长 78.7%, 市占率提升 3 个百分点至 9%。荣事达 246 万台, 市占率提升 3 个百分点至 11%。美的系合计市占率 20%。)
- 外销方面, 上半年 7.8 亿元, 同比增长 47.9%。未来公司将加大在海外市场上拓展, 充分利用美的全球营销网络, 出口收入的增长仍有很大提升空间。
- 上半年综合毛利率 15.7%, 同比下滑 5.6 个百分点。本期毛利率下滑的原因除了原材料价格上涨, 个别机型促销力度较大之外, 销售渠道变革是同期毛利率下降的最重要原因, 10 年公司改以销售公司为直接销售对象, 毛利率, 销售费用均大幅下降, 我们观察“毛利率-销售费用率”数据变化更为科学, 本期“毛利率-销售费用率”从 8.8% 提升到 9.9%, 提升了 1.1 个百分点, 表明公司的产品盈利水平还略有上升。由于公司管理费用率基本保持不变, 而财务费用影响不大, 公司上半年净利润率同比增长 1.7 个百分点达 5%, 综合盈利能力实际还是提升的。
- **美的雄厚实力是小天鹅未来持续增长的坚强后盾。**中长期来看, 我们坚定看好小天鹅未来的成长空间。目前美的、小天鹅整合优势互补还只是刚刚开始, 后面还有持续的惊喜: 1) 销售方面, 通过进入美的 3 万多个终端以及海外完整的营销网络, 收入有望持续快速增长。2) 通过美的管理输出, 公司经营效率、盈利水平也有望逐步提高。3) 荣事达资产注入后, 公司能够实现产品结构优势互补, 合理规划产业布局, 规模迅速扩大后, 能够增加上下游把控能力, 提升行业竞争力, 获取规模效益。目前增发事项已获证监会有条件通过, 等待相关核准材料, 办理交割。
- **盈利预测与公司估值:** 综合考虑, 我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 0.81 元, 1.11 元。考虑到公司的成长性, 按照 11 年 EPS, 20 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 22.2 元左右, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动影响洗衣机行业需求。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4,293	4,375	12,155	14,951
同比(%)	-14%	2%	178%	23%
归属母公司净利润(百万元)	40	222	513	703
同比(%)	-88%	456%	131%	37%
毛利率(%)	18.6%	23.4%	16.1%	16.2%
ROE(%)	2.5%	12.6%	25.2%	34.5%
每股收益(元)	0.07	0.41	0.81	1.11
P/E	233	40	20	15
P/B	5.4	4.8	4.2	4.2

资料来源: 中投证券研究所

一、半年度利润表对比

表 1: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	3,634	1,902	91.0%
二、营业总成本	3,416	1,820	87.7%
其中: 营业成本	3,064	1,497	104.7%
毛利率(简单测算)	15.7%	21.3%	-5.64%
营业税金及附加	10	11	
销售费用	211	238	-11.2%
销售费用率	5.8%	12.5%	-6.7%
管理费用	124	68	82.6%
管理费用率	3.4%	3.6%	-0.2%
财务费用	11	2	
资产减值损失	-4	5	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	-23	
三、营业利润	219	59	267.9%
加: 营业外收入	10	19	
减: 营业外支出	11	7	
四、利润总额	218	72	204.4%
减: 所得税费用	37	9	
综合所得税率	16.8%	12.5%	4.3%
五、净利润	182	63	189.5%
净利润率	5.0%	3.3%	1.7%
归属于母公司净利润	168	67	149.8%
少数股东损益	13	-5	
少数股东损益占比	7.3%	-7.5%	
六、总股本	548	548	
七、按期末股数简单每股收益:	0.31	0.12	
毛利率减销售费用率	9.9%	8.8%	1.1%

资料来源: 公司半年报

二、二季度利润表对比

表 2: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010Q2	2009Q2	同比
一、营业总收入	1,972	928	112.4%
二、营业总成本	1,853	865	114.2%
其中: 营业成本	1,673	708	136.2%
毛利率(简单测算)	15.2%	23.7%	-8.55%
营业税金及附加	5	4	
销售费用	107	120	-10.8%
销售费用率	5.4%	12.9%	-7.5%
管理费用	47	27	74.0%
管理费用率	2.4%	2.9%	-0.5%
财务费用	12	1	
资产减值损失	9	5	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	-1	-34	
三、营业利润	118	30	299.3%
加: 营业外收入	8	3	
减: 营业外支出	8	5	
四、利润总额	118	28	326.6%
减: 所得税费用	21	1	2368.8%
综合所得税率	18.1%	3.1%	15.0%
五、净利润	97	27	260.8%
净利润率	4.9%	2.9%	2.0%
归属于母公司净利润	90	24	279.3%
少数股东损益	7	3	
少数股东损益占比	6.9%	11.5%	
六、总股本	548	548	
七、按期末股数简单每股收益:	0.16	0.04	
毛利率减销售费用率	9.7%	10.8%	-1.0%

资料来源: 公司半年报

三、销售收入分季度

表 3: 销售收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	1,662	1,972			
	同比增长率	71%	112%			
2009 年	营业收入	974	928	1,015	1,457	4,375
	占全年比例	22.3%	21.2%	23.2%	33.3%	100.0%
	同比增长率	-14%	-28%	2%	68%	2%
2008 年	营业收入	1,138	1,286	1,000	869	4,293
	占全年比例	26.5%	30.0%	23.3%	20.2%	100.0%
	同比增长率	-21%	-7%	-20%	-5%	-14%
2007 年	营业收入	1,448	1,390	1,249	913	5,001
	占全年比例	29.0%	27.8%	25.0%	18.3%	100.0%
2006 年	营业收入	976	1,216	1,293	1,466	4,951
	占全年比例	19.7%	24.6%	26.1%	29.6%	100.0%

资料来源: 公司半年报

四、利润分季度

表 4: 净利润分季度 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	78	90			
	对应 EPS	0.14	0.17			
	同比增长率	79%	279%			
2009 年	普通股利润	44	24	68	86	222
	占全年比例	19.6%	10.7%	30.8%	38.9%	100.0%
	对应 EPS	0.08	0.04	0.13	0.16	0.41
	同比增长率	32%	-29%	46%	-217%	455%
2008 年	普通股利润	33	34	47	-74	40
	占全年比例	82.9%	83.8%	116.9%	-183.6%	100.0%
	对应 EPS	0.09	0.06	0.09	-0.13	0.10
	同比增长率	118%	2%	-69%	-156%	-88%
2007 年	普通股利润	15	33	153	132	333
	占全年比例	4.6%	9.8%	45.9%	39.6%	100.0%
	对应 EPS	0.04	0.09	0.42	0.36	0.91
2006 年	普通股利润	11	12	4	6	34
	占全年比例	32.5%	36.1%	12.9%	18.5%	100.0%
	对应 EPS	0.03	0.03	0.01	0.02	0.09

资料来源: 公司半年报

五、盈利预测与估值

表 5: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万元)	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	4,293	4,375	12,155	14,951
营业收入增长率	-14.2%		177.8%	23.0%
二、营业总成本	4,314	4,168	11,474	14,038
其中: 营业成本	3,495	3,353	10,202	12,529
综合毛利率 (简单测算)	18.6%	23.4%	16.1%	16.2%
营业税金及附加	18	19	32	7
销售费用	513	505	831	1,003
销售费用率	11.9%	11.5%	6.8%	6.7%
管理费用	233	188	354	424
管理费用率	5.4%	4.3%	2.9%	2.8%
财务费用	17	1	12	15
资产减值损失	39	103	43	60
加: 公允价值变动收益				
投资收益	63	-7	16	20
三、营业利润	42	200	698	933
加: 营业外收入	22	110	30	45
减: 营业外支出	24	33	31	36
四、利润总额	40	278	697	942
减: 所得税费用	15	56	112	149
综合所得税率	36.8%	20.1%	16.1%	15.8%
五、净利润	25	222	585	793
净利润率	0.6%	5.1%	4.8%	5.3%
归属于母公司净利润	40	222	513	703
少数股东损益	-15	-1	72	90
六、总股本	548	548	631	631
七、每股收益	0.07	0.41	0.81	1.11

资料来源: 公司半年报

综合考虑, 我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 0.81 元, 1.11 元。考虑到公司的成长性, 按照 11 年 EPS, 20 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 22.2 元左右, 维持“强烈推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434