

经营淡季不淡，扩产意在海外市场

——小天鹅 A (000418) 调研简报

核心观点

近日，我们对公司进行了实地调研，就 3 季度的经营状况、洗衣机市场的前景及扩产项目的情况进行了深入的互动交流。

1、渠道融合顺利推进，内销规模扩大。近两年公司的渠道逐渐向区域销售公司的模式转变，原有的经销商并入到销售公司下面，并在产品上对销售公司实行让利，同时将广告宣传费用、终端费用等转由经销商承担，因此毛利率和销售费用率同步大幅下降。目前美的在全国拥有销售公司约 50-60 家，终端网点近 3 万个，公司的网点数量现已增加至 1 万以上，带动内销规模扩大的效果在上半年已经充分体现，而连锁销售占比由原来的近 40% 降至不足 1/3。此外，公司非常重视农村市场的成长，正不断加大三四级市场的拓展力度。

2、产能扩充意在海外市场。近期公司发布公告，拟投资约 7.4 亿元在广州南沙建工业园，新增洗衣机和干洗机合计产能 900 万台，分为两期，一期 400 万台可能会在 2011 年-2012 年正式量产。新工业园一方面辐射华南内销市场，另一方面定位为出口基地，为海外市场的开拓奠定基础。目前公司洗衣机出口以 OEM 为主，规模尚小，未来将借助美的丰富的客户资源，在规模效应的基础上提高盈利能力，海外建厂或收购也可能进入到计划中。

3、淡季不淡，期待下半年旺季超预期。上半年洗衣机行业实现稳定增长，出口好于内销，预计公司销售各类型洗衣机约 300 万台，增长明显好于行业平均，2、3 季度在经营上基本呈现淡季不淡的状况，夏季放假时间较往年要短，生产持续处于紧张状态。我们看好今年 4 季度洗衣机行业的旺季表现，公司全年销量也有望超过 600 万台。

4、滚筒占比快速提高，中高端定位深入人心。中怡康的数据显示，从销售量上看，上半年洗衣机行业滚筒占比已升至 23%，我们预计公司的滚筒比重则接近 30%，市场地位仍会继续提高，有助于整体盈利水平的持续上升。

5、技术和品质是公司中长期制胜的法宝。凭借着多年的积累，公司的洗衣机制造技术已处于业内领先，目前研发主要分为基础研发和产品开发两大部分，新品推出的频率加快。此外，目前国内外品牌的技术差异在不断缩小，产品品质是维系消费者的根本，公司对这一块的重视也从未放松。

投资建议与估值：估值方面，考虑荣事达资产注入和增发后，预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.71 元、0.9 元和 1.18 元，对应 PE 为 28 倍、22 倍和 17 倍，近期涨幅较大，估值略有偏高，但鉴于公司内外销均具备较好的成长性，4 季度旺季有超预期的可能，给予“推荐，A”的评级。

风险提示：渠道融合的进度低于预期；4 季度行业需求不振；出口拓展缓慢

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	54765.58
流通A股(万股)	34894.04
52周内股价区间(元)	8.24-19.45
总市值(亿元)	106.25
总资产(亿元)	38.79
每股净资产(元)	3.39
目标价	6个月 20
	12个月 25.2

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-小天鹅 A (000418): 中期再度报喜，经营成效充分显现》2010-07-07
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-小天鹅 A (000418): 主营业务已步入良性成长通道》2010-04-23
- 3.《国都证券-公司研究-投资价值分析-小天鹅 A (000418): 小天鹅 A: 举头仰望，展翅欲飞》2010-03-25

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

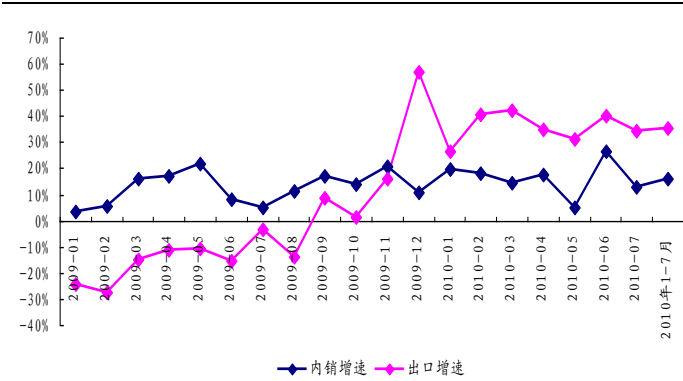
联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

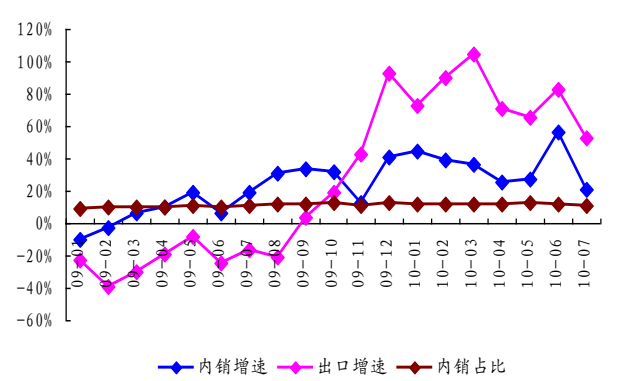
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1：洗衣机行业内外销量月度增速变化



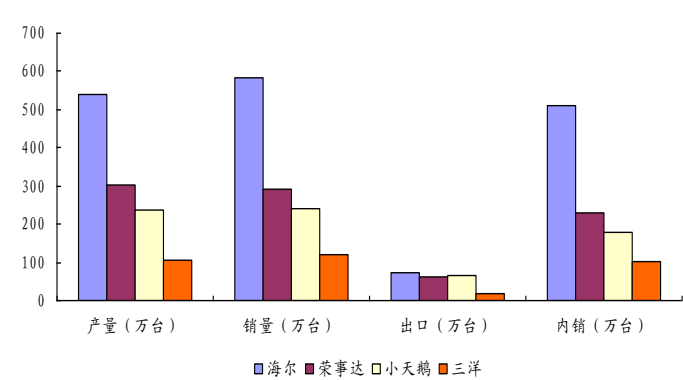
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 2：滚筒洗衣机内外销增长情况



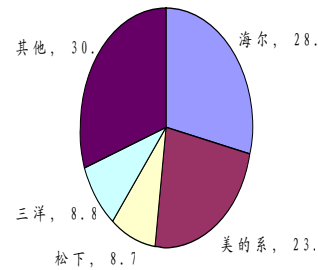
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 3：2010 年 1-7 月主要品牌产销量比较



资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 4：2010H 洗衣机行业市场份额分布



资料来源：中怡康、国都证券研究所

表 1：小天鹅收入及毛利率预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
总市场规模（万台）	3993	4951	5789	6773
yoy	7%	24%	17%	17%
总销量（万台）	347	594	712	881
销量增速	15.9%	71.0%	19.8%	23.7%
均价增速	14%	3%	5%	7%
洗衣机业务收入（万元）	383,060	674820	849172	1123578
yoy	32.2%	76%	26%	32%
滚筒市场规模（万台）	714	1,071	1,392	1,810
yoy	3%	50%	30%	30%
市占率	7.4%	13.0%	13.8%	14.30%
销量（万台）	53	139	192	259
均价增速	8%	7%	5%	5%
滚筒收入（万元）	68,951	194,413	281,705	398,459
滚筒收入占比	18%	29%	33%	35%
其他收入（万元）	54,464.45	60000	70000	80000
yoy	-61%	10%	17%	14%
收入合计（万元）	437524	734,820	919,172	1,203,578
yoy		67.9%	25.1%	30.9%

滚筒洗衣机	35.0%	23.0%	22.8%	22.6%
全自动波轮	23.0%	16.0%	15.8%	15.7%
双缸洗衣机	18.0%	14.2%	14.3%	14.3%
综合毛利率	23.4%	16.9%	17.2%	17.3%

资料来源：国都证券研究所

表 2：小天鹅盈利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	437,524	1,032,526	1,264,510	1,617,985
营业收入	437,524	1,032,526	1,264,510	1,617,985
收入增长率	1.9%	136.0%	22.5%	28.0%
二、营业总成本	416,814	978,387	1,195,035	1,526,605
营业成本	335,250	863,240	1,054,394	1,346,517
毛利率	23.4%	16.4%	16.6%	16.8%
营业税金及附加	1,906	3,210	4,011	5,246
销售费用	50,457	62,958	79,111	100,751
管理费用	18,759	39,356	46,782	60,161
财务费用	147	2,223	1,496	1,845
资产减值损失	10,294	7,398	9,242	12,086
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0	0	0
投资净收益	-728	1,000	1,200	1,500
汇兑净收益	0	0	0	
四、营业利润	19,982	55,139	70,675	92,880
加：营业外收入	11,041	3,000	3,000	3,000
减：营业外支出	3,261	2,500	2,500	2,500
五、利润总额	27,762	55,639	71,175	93,380
减：所得税	5,593	8,413	10,757	14,108
加：未确认的投资损失		0	0	0
六、净利润	22,169	47,226	60,418	79,272
减：少数股东损益	-49	2,316	3,644	4,670
归属于母公司所有者的净利润	22,218	44,910	56,774	74,601
净利润增长率	455%	102%	26%	31%
七、每股收益：				
基本每股收益（元）	0.41	0.82	1.04	1.36
稀释每股收益（元）		0.71	0.90	1.18

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com