

洗衣机

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

目标价: 22.20 元

当前股价: 19.03 元

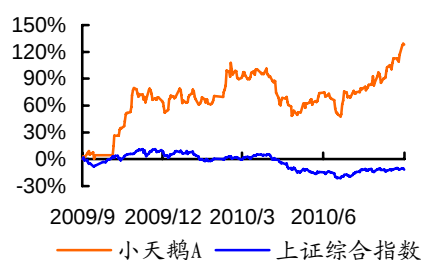
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2602.47
总股本(百万)	548
流通股本(百万)	540
流通市值(亿)	103
EPS (TTM)	0.59
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	15.47	0.00	15.61
上证综合指数	-2.23	0.00	-13.04



相关报告

《小天鹅 A-收入增九成, 盈利高增长》
2010-8-26

《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

000418

强烈推荐

增产扩能 适应销售快速增长

投资要点:

- **产品结构不断优化, 滚筒和全自动产品销售占比不断提升。**1-7 月份洗衣机产量近 300 万台, 滚筒产量占总产量比重超过 25%, 未来高端滚筒占比还将持续提升。
- **南沙 800 万台洗衣机扩产项目完善产业布局。**新增南沙生产基地, 主要考虑是做大做强公司出口销售的发展战略。预计 3-5 年内国内洗衣机市场将维持 10% 左右的稳定增长, 而洗衣机行业外销市场将成为未来行业增长的重要来源。公司正是看好洗衣机出口增长, 提早布局, 依托南沙基地毗邻港口, 为出口做生产配套。
- **公司不惧扩展可能导致的行业产能过剩。**针对市场上担心此次扩产可能会带来产能过剩问题从而带来市场新一轮价格战等恶性竞争问题, 我们认为这种担心对行业龙头并不成立。1) 产能的释放是逐步的, 此次投产一期预计 2012 年才产生销量。在此期间行业总量仍将会保持较旺盛的增长态势。2) 产能的提升能够为公司进一步扩大规模, 发挥规模效益提供保证。随着竞争的加剧, 更多的小厂商会承受更大的竞争压力, 小天鹅会抢占更多的市场份额。未来整个行业总量可能会出现产能过剩, 但龙头企业的产能还是会相对紧张。3) 公司遵从的规模优先的战略并不代表不重视利润的增长。相反, 小天鹅在美的的管理下, 更加重视盈利导向, 不可能单纯追逐规模而放弃盈利性。
- **渠道整合持续推进。**渠道整合后, 销售公司统领各产业线的销售, 能够兼顾各线产品, 也更加关注整体的规模效应。权责也进行了重新划分, 由销售公司负责与经销商接洽以及产品促销。公司层面负责品牌维护和大型产品促销等活动。上半年出现的毛利率和销售费用率同时下降, 正是新的营销体系的影响。目前美的销售公司总量有 50-60 家。美的 4 万个零售终端, 目前小天鹅已开始售货的终端有 1 万个左右。未来公司在渠道上的想法是逐步加大自有店面销售占比, 公司在大卖场的销售占比客观上会减少, 主要是公司在其他渠道上的销售增长更快。原先在苏宁、国美等大卖场的销售收入占比在 40% 左右, 目前已减少到不足 33%。公司未来自有渠道销售占比还将进一步提升。
- **内销增长平稳, 公司市场份额有望进一步提升。**家电下乡数据持续向好, 但增长已有所减缓。预计以旧换新活动对白电的拉动有限。主要因为以旧换新主要在城镇市场, 而城镇市场对价格敏感性本身就不大。中长期来看, 随着新农村建设的不断深入, 农村居民可支配收入的增加, 农村市场家电消费还会不断释放出来。未来三四级市场仍是家电市场的重要增量。公司也表示会进一步加大在三四级市场的投入。
- **出口增长空间很大。**公司控股股东美的电器外销规模超过 300 亿, 具有完善的全球营销网络, 依托其网络, 小天鹅外销有较大增长空间。目前公司出口占比 20% 左右, 仍有较大增长空间。主要看点是借助美的的海外资源客户。比如上半年公司新增客户伊莱克斯就是通过美的的渠道而被小天鹅所吸收。
- **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	-	47	23	17
P/B	6.3	5.6	4.9	4.9

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

研究团队简介

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。

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。

免责条款

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