

小天鹅 A (000418.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹
 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青
 联系人
 (8621)61357504
 suqq@gjzq.com.cn

定增收购资产终获批文，天鹅高飞后劲足

事件

公司公告已接到中国证监会《关于核准无锡小天鹅股份有限公司重大资产重组及向广东美的电器股份有限公司发行股份购买资产的批复》的文件，核准小天鹅重大资产重组及向美的电器发行 8483.2 万股购买其持有的荣事达洗衣机资产 69.47% 股权。

评论

获得批文的时点符合预期，标志着小天鹅成为完整的美的洗衣机事业部：事件回顾——美的电器（000527.SZ）于 08 年 3 月控股小天鹅、并将其定位为美的洗衣机事业部；但因美的电器还另 100% 控股合肥荣事达洗衣设备制造有限公司（下文简称“荣事达洗衣机资产”），为避免同业竞争，双方 09 年 10 月公告资产重组方案，美的电器意将其直接持有的荣事达洗衣机资产的大部分股权转让给小天鹅，对价是小天鹅向美的电器定向增发股份，使得美的对小天鹅控股比例由 29.64% 增加到 44.71%（图表 1）；此方案已于今年 5 月 19 日获得证监会有条件通过，一直在等待批文。因此获得批文的时点符合预期，标志着小天鹅成为完整的美的洗衣机事业部。

荣事达洗衣资产将全年并表，合并后净利率优于小天鹅自身，全年业绩兑现我们预期的安全边际很高，还有超预期可能：尽管荣事达是针对三四级市场的低端品牌，但盈利能力并不差，从 1H10 合并备考来看合并后净利率优于小天鹅自身，上半年合并备考 EPS 已达 0.399 元（图表 2），这点应该优于市场预期。下半年是洗衣机传统旺季（07-09 年产业在线洗衣机行业销量平均 2H 环比 1H 增长 15%；09 年小天鹅 2H 收入环比 1H 增长 30%），我们在假设 1）下半年合并收入环比增速分别为 0%-30%，2）净利率保持 4.6% 的情况下，全年 EPS 的区间在 0.79-0.89 元之间（图表 3）。我们的盈利预测是 0.81 元，因此全年业绩兑现的安全边际很高，而且还有超预期可能。

整合完成后协同作用将进一步发挥：此前与整合有关的准备工作都到位，批文一到，相关资产的过户重组工作即可立即启动，应能很快完成。相信美的系洗衣机同业协同效益将逐步发挥效果，从荣事达资产的盈利能力便可见整合后在期间费用上还有降低空间。

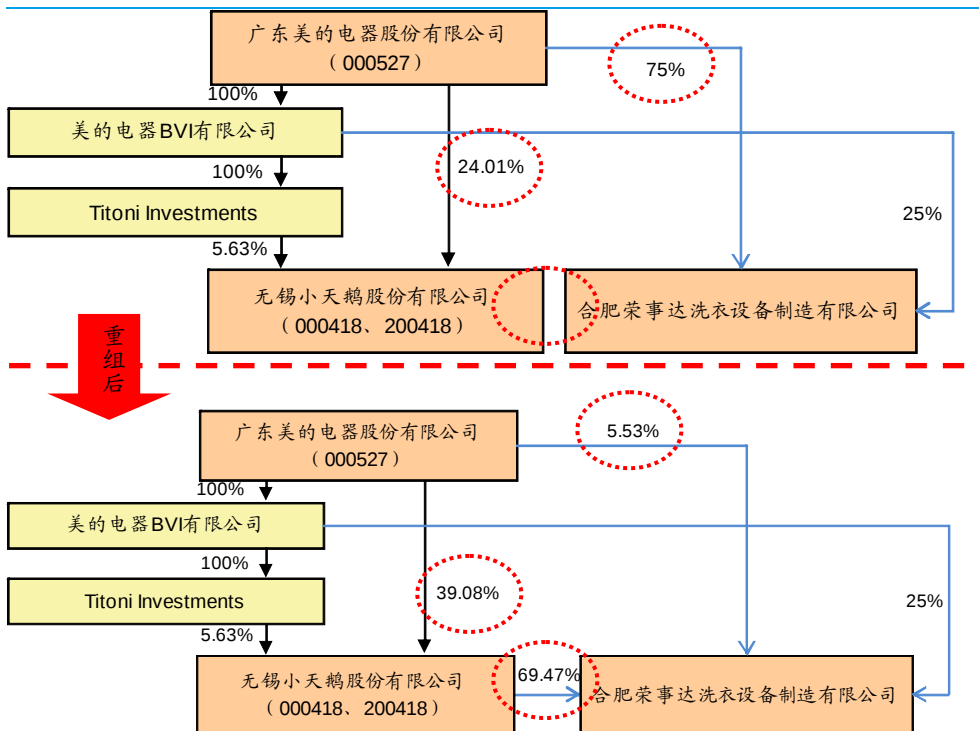
我们将公司作为快速成长股持续推荐。快速成长基于四点：①高中低品牌线齐全、②洗衣机行业增速在白电中最稳定且洗牌空间最大、③复制美的空调的成长模式、④产能扩张配合。更加高效的管理运营将使小天鹅继续绽放光彩，重申“未来三年将是业绩发力期”的观点不变。

投资建议

维持前期盈利预测不变：由于我们前期盈利预测已经是在增发注入资产完成后的情景下，因此本次维持盈利预测不变，2010-2012 年收入 101、138、180 亿元；增速 131%（不可比）、37%、30%；按增发后股本 EPS 分别为 0.811、1.126 和 1.490 元，净利润增速分别为 130%（不可比）、39% 和 32%。

公司 10-12 年复合增速 35%、成长性堪比小家电中的苏泊尔；目前股价对应 11 年 PEG 仅为 0.45，估值优势明显；是相当不错的价值投资品种。而且由于三季报的增速略低于乐观预期，前期公司股价有所调整，当时我们就建议公司流通盘不大，下跌是买入布局明年的好机会。我们对公司 6-12 个月的目标价为 30 元，对应 26.5X11PE 及 20X12PE，股价有 50% 空间。维持买入建议。

图表1：重组前后相关资产股权结构对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：1H10 合并备考净利率优于小天鹅，EPS0.399 元

	1H10 小天鹅	1H10 荣事达	1H10 合并备考	3Q 小天鹅
销售收入（百万元）	3634	2531	5391	1944
毛利率	15.7%	12.5%	16.5%	14.8%
销售费用率	5.8%	5.7%	6.6%	6.1%
管理费用率	3.4%	1.4%	2.9%	2.7%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
净利润（百万元）	168	114	252	93
净利率	4.63%	4.50%	4.67%	4.78%
增发后股本（万股）	631	631	631	631
按增发后股本的 EPS	0.267	0.181	0.399	0.147

来源：公司财报，国金证券研究所

图表3：荣事达洗衣资产下半年收入环比增速对全年EPS 贡献的敏感性分析

已知数据		2H10 合并收入环比增速假设				
		0%	10%	15%	20%	25%
	1H10	区间设置理由：1) 09 年小天鹅 2H 收入环比 1H 增长 30%；2) 07-09 年产业在线洗衣机行业销量平均 2H 环比 1H 增长 15%				
合并备考收入	5,391	5391	5930	6199	6469	6738
总体净利率	4.67%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
总体净利润	251.6	248.0	272.8	285.2	297.6	310.0
贡献的 EPS	0.40	0.39	0.43	0.45	0.47	0.49
全年 EPS		0.79	0.83	0.85	0.87	0.89

来源：国金证券研究所

图表4：分产品盈利预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
洗衣机						
平均售价 (元/件)	1,351.43	1,142.28	1,390.42	918.90	952.05	971.35
增长率 (YOY)	35.14%	-15.48%	21.72%		3.61%	2.03%
销售数量 (千件)	2,414.67	2,537.49	2,755.00	10,375.09	14,041.68	18,025.78
增长率 (YOY)		5.09%	8.57%		35.34%	28.37%
销售收入 (百万元)	3,263.26	2,898.52	3,830.60	9,533.65	13,368.36	17,509.28
增长率 (YOY)		-11.18%	32.16%		40.22%	30.98%
毛利率	22%	21%	25%	16%	16%	16%
毛利 (百万元)	704.86	598.54	965.31	1,499.74	2,104.07	2,755.26
增长率 (YOY)		-15.08%	61.28%		40.30%	30.95%
占总销售额比重	65.26%	67.52%	87.55%	94.08%	96.39%	97.22%
占主营业务利润比重	65.89%	69.32%	84.71%	89.28%	93.76%	95.66%
其中：小天鹅						
平均售价 (元/件)	1,351.43	1,142.28	1,390.42	1,432.13	1,475.09	1,519.35
增长率 (YOY)		-15.48%	21.72%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (千件)	2,414.67	2,537.49	2,755.00	4,866.33	6,699.18	8,481.88
增长率 (YOY)		5.09%	8.57%	76.64%	37.66%	26.61%
销售收入 (百万元)	3,263.26	2,898.52	3,830.60	6,969.21	9,881.91	12,886.91
增长率 (YOY)		-11.18%	32.16%	81.94%	41.79%	30.41%
毛利率	22%	21%	25%	16%	16%	16%
毛利 (百万元)	704.86	598.54	965.31	1,115.07	1,581.11	2,061.91
增长率 (YOY)		-15.08%	61.28%	15.51%	41.79%	30.41%
占总销售额比重	65.26%	67.52%	87.55%	68.77%	71.26%	71.56%
占主营业务利润比重	65.89%	69.32%	84.71%	66.38%	70.46%	71.59%
其中：美的+荣事达						
平均售价 (元/件)	652.00	628.00	529.00	465.52	474.83	484.33
增长率 (YOY)		-3.68%	-15.76%	-12.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (千件)	2,730.00	2,571.81	3,421.10	5,508.76	7,342.50	9,543.90
增长率 (YOY)		-5.79%	33.02%	61.02%	33.29%	29.98%
销售收入 (百万元)	1,779.96	1,615.10	1,809.76	2,564.44	3,486.44	4,622.37
增长率 (YOY)		-9.26%	12.05%	41.70%	35.95%	32.58%
毛利率	20%	20%	22%	15%	15%	15%
毛利 (百万元)	353.86	326.25	397.06	384.67	522.97	693.36
增长率 (YOY)		-7.80%	21.70%	-3.12%	35.95%	32.58%
占总销售额比重	35.59%	37.62%	41.36%	25.31%	25.14%	25.67%
占主营业务利润比重	33.08%	37.78%	34.84%	22.90%	23.30%	24.07%
其他业务						
销售收入 (百万元)	1,737.43	1,394.47	544.64	600.00	500.00	500.00
增长率 (YOY)		-19.74%	-60.94%	10.16%	-16.67%	0.00%
毛利率	21%	19%	32%	30%	28%	25%
毛利 (百万元)	364.86	264.95	174.29	180.00	140.00	125.00
增长率 (YOY)		-27.38%	-34.22%	3.28%	-22.22%	-10.71%
占总销售额比重	34.74%	32.48%	12.45%	5.92%	3.61%	2.78%
占主营业务利润比重	34.11%	30.68%	15.29%	10.72%	6.24%	4.34%
销售总收入 (百万元)	5000.69	4292.99	4375.24	10133.65	13868.36	18009.28
销售总成本 (百万元)	3930.97	3429.49	3235.65	8453.91	11624.29	15129.02
毛利 (百万元)	1069.72	863.49	1139.60	1679.74	2244.07	2880.26
平均毛利率	21.39%	20.11%	26.05%	16.58%	16.18%	15.99%

来源：国金证券研究所

图表5：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,001	4,293	4,375	10,134	13,868	18,009
增长率		-14.2%	1.9%	131.6%	36.9%	29.9%
主营业务成本	-4,005	-3,495	-3,353	-8,454	-11,624	-15,129
% 销售收入	80.1%	81.4%	76.6%	83.4%	83.8%	84.0%
毛利	996	798	1,023	1,680	2,244	2,880
% 销售收入	19.9%	18.6%	23.4%	16.6%	16.2%	16.0%
营业税金及附加	-23	-18	-19	-35	-64	-83
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	-593	-513	-505	-567	-749	-954
% 销售收入	11.9%	11.9%	11.5%	5.6%	5.4%	5.3%
管理费用	-167	-233	-188	-397	-499	-612
% 销售收入	3.3%	5.4%	4.3%	3.9%	3.6%	3.4%
息税前利润（EBIT）	213	34	312	680	932	1,231
% 销售收入	4.3%	0.8%	7.1%	6.7%	6.7%	6.8%
财务费用	-52	-17	-1	16	20	32
% 销售收入	1.0%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-20	-39	-103	-14	-5	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	285	63	-7	0	0	0
% 税前利润	68.0%	158.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	427	42	200	682	947	1,254
营业利润率	8.5%	1.0%	4.6%	6.7%	6.8%	7.0%
营业外收支	-8	-2	78	0	0	0
税前利润	419	40	278	682	947	1,254
利润率	8.4%	0.9%	6.3%	6.7%	6.8%	7.0%
所得税	-72	-15	-56	-171	-237	-313
所得税率	17.2%	36.9%	20.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	347	25	222	512	710	940
少数股东损益	14	-15	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	333	40	222	512	710	940
净利率	6.7%	0.9%	5.1%	5.0%	5.1%	5.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011	2012
净利润	347	0	222	512	710	940
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	124	0	164	43	39	52
非经营收益	-175	0	-73	79	0	0
营运资金变动	78	0	-174	-232	67	-95
经营活动现金净流	373	0	139	402	817	897
资本开支	-50	-129	47	-109	-312	-162
投资	253	-2	43	-708	0	0
其他	51	55	44	0	0	0
投资活动现金净流	254	-75	134	-817	-312	-162
股权募资	0	0	0	707	0	0
债权募资	-391	-49	-34	-5	0	1
其他	-74	-31	-5	-3	0	0
筹资活动现金净流	-465	-79	-38	699	0	1
现金净流量	161	-155	234	284	505	736

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	908	618	852	1,136	1,641	2,377
应收款项	982	903	1,504	2,382	3,070	3,937
存货	650	695	440	1,047	1,433	1,856
其他流动资产	99	107	84	171	234	305
流动资产	2,640	2,324	2,881	4,737	6,379	8,475
% 总资产	69.7%	69.6%	74.3%	73.5%	76.3%	80.1%
长期投资	309	256	144	848	849	850
固定资产	576	517	615	711	984	1,099
% 总资产	15.2%	15.5%	15.9%	11.0%	11.8%	10.4%
无形资产	211	169	158	145	148	151
非流动资产	1,145	1,016	998	1,706	1,984	2,103
% 总资产	30.3%	30.4%	25.7%	26.5%	23.7%	19.9%
资产总计	3,785	3,339	3,879	6,443	8,363	10,578
短期借款	191	75	1	0	0	0
应付款项	1,810	1,465	1,762	3,073	4,222	5,444
其他流动负债	51	102	197	237	297	349
流动负债	2,051	1,643	1,960	3,309	4,519	5,793
长期贷款	3	0	0	0	0	1
其他长期负债	12	1	4	0	0	0
负债	2,066	1,643	1,964	3,309	4,519	5,794
普通股股东权益	1,583	1,606	1,855	2,452	3,162	4,102
少数股东权益	136	89	60	682	682	682
负债股东权益合计	3,785	3,339	3,879	6,443	8,363	10,578

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.913	0.073	0.406	0.811	1.126	1.490
每股净资产	4.336	2.933	3.387	3.885	5.011	6.501
每股经营现金净流	1.021	-0.246	0.254	0.636	1.295	1.421
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.06%	2.49%	11.98%	20.87%	22.47%	22.92%
总资产收益率	8.81%	1.20%	5.73%	7.94%	8.49%	8.89%
投入资本收益率	9.19%	1.23%	12.99%	16.27%	18.19%	19.29%
增长率						
主营业务收入增长率	17.49%	-14.15%	1.92%	131.61%	36.85%	29.86%
EBIT增长率	326.66%	-83.79%	803.22%	118.14%	37.17%	32.02%
净利润增长率	706.37%	-87.99%	454.93%	130.30%	38.83%	32.34%
总资产增长率	4.62%	-11.76%	16.15%	66.11%	29.80%	26.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.6	37.8	54.1	40.0	35.0	35.0
存货周转天数	68.3	71.2	60.0	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	94.8	111.9	138.4	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	39.6	42.7	50.6	21.8	17.8	15.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.55%	-32.02%	-44.47%	-36.26%	-42.70%	-49.67%
EBIT利息保障倍数	4.1	2.0	211.6	-41.5	-45.9	-38.1
资产负债率	54.59%	49.22%	50.63%	51.37%	54.04%	54.77%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-01	买入	17.15	20.30 ~ 22.43
2	2010-10-26	买入	19.12	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室