

2010-11-11

家用电器

小天鹅 A000418.SZ

维持

增持

当前价格	19.85 元
目标价格	23.30 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊 (执业证书编号: S0930209110229)

联系人: 何伟

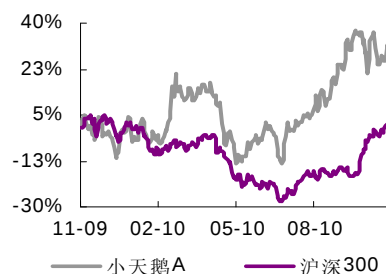
021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	548
总市值(百万元)	10,871
流通比例(%)	63.72%
12 个月最高/最低 (元)	20.70/11.91
近 3 月日均成交量(百万股)	4.08
主要股东	广东美的电器股份有限公司

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-15.05	0.53	46.32
绝对收益	0.25	24.44	46.50

相关报告:

资产注入获批，公司业绩明朗

◇ 事件：非公开发行股份购买资产暨关联交易事项获证监会核准

◆ 证监会核准公司重大重组方案

证监会核准公司重大资产重组方案符合市场预期。公司拟向美的电器定向增发收购荣事达洗衣机设备 69.47% 的股权，定向增发股数 8483 万股，占发行后总股本 13.41%。交易完成后，美的电器还持荣事达 5.53% 的股权属于限制性股权；美的电器 BVI 还持有荣事达 25% 的股权涉及外资，股权收购流程复杂，因此并未注入。

◆ 注入资产对上市公司业绩增厚超预期

预计本次注入的荣事达洗衣机资产 2010 年收入增长 100%，同时净利率明显提高，导致净利润增长 180%。预计合并报表增厚公司 2010 年每股收益 0.20 元，明显高于我们之前的预期 (0.08 元)。主要原因在于我们低估了注入资产净利率的提升幅度。

◆ 洗衣机市场龙头已长成

本次注入完成后，公司洗衣机收入规模超百亿，同海尔并列为市场龙头。小天鹅品牌布局中高端，美的和荣事达品牌布局中低端，实现完备的品牌布局。公司以营销驱动为主，因此在高端市场竞争力还有所不足。

◆ 未来增长点在于出口业务

公司当前出口业务占比 22%，未来将加强拓展出口业务。洗衣机出口市场存在明显整合空间。洗衣机出口量仅是内销的 50%，明显低于空调和彩电。中国洗衣机产能占全球 30%，明显低于空调、冰箱、彩电。母公司美的中国最大的空调出口企业，具有丰富的出口渠道和客户资源。因此，公司未来出口业务的快速增长可以期待。

◆ 维持“增持”评级

预计资产注入后，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.86/1.05/1.32 元。未来两年公司业绩复合增长率 23%。维持公司目标价格 23.30 元以及“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	4,293	4,375	11,183	14,010	16,809
营业收入增长率	-14.15%	1.92%	155.61%	25.28%	19.98%
净利润 (百万元)	40	222	546	662	832
净利润增长率	-87.99%	454.93%	145.95%	21.12%	25.72%
EPS (元)	0.06	0.35	0.86	1.05	1.32
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.49%	11.98%	17.44%	17.44%	17.98%
P/E	316	57	23	19	15
P/B	7	6	4	3	3
EV/EBITDA	-2,655	40	16	12	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：注入资产以及模拟合并后资产盈利能力分析

	2008A	2009A	2010H1	备注
收入				
合并备考（百万元）	6,459	6,759	5,390	
小天鹅洗衣机（百万元）	4,293	4,375	3,634	
荣事达洗衣机（百万元）	2,193	2814	2,531	
合并抵消（百万元）	27	430	775	关联交易合并抵消
成本				
合并备考（百万元）	5,202	5,243	4,498	
小天鹅洗衣机（百万元）	3,495	3,353	3,064	
荣事达洗衣机（百万元）	1,734	2,326	2,213	
合并抵消（百万元）	27	436	779	关联交易合并抵消
净利润				
合并备考（百万元）	120	384	300	
小天鹅洗衣机（百万元）	25	222	182	
荣事达洗衣机（百万元）	55	90	114	
毛利率				
合并备考	19.5%	22.4%	16.5%	
小天鹅洗衣机	18.6%	23.4%	15.7%	毛利率趋势性下降是由于销售模式改变导致。实际盈利能力提升
荣事达洗衣机	20.9%	17.3%	12.6%	
净利率				
合并备考	1.9%	5.7%	5.6%	
小天鹅洗衣机	0.6%	5.1%	5.0%	盈利能力明显提升，显示美的超强整合能力
荣事达洗衣机	2.5%	3.2%	4.5%	

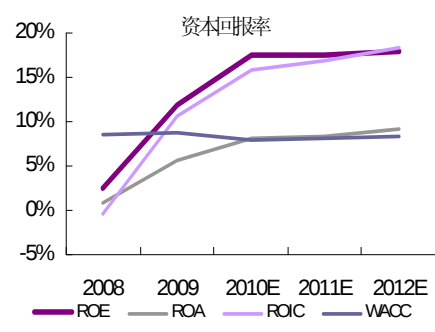
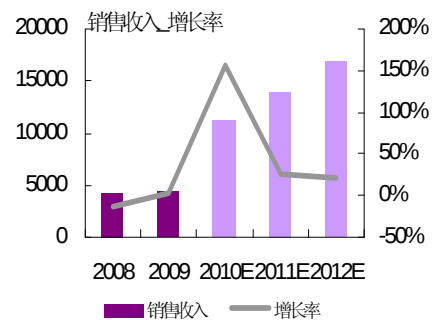
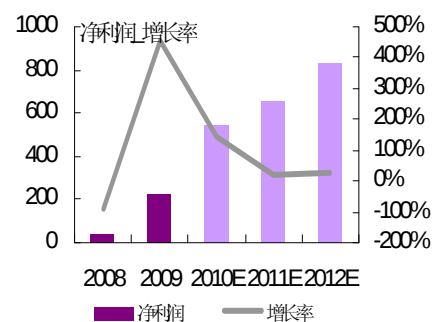
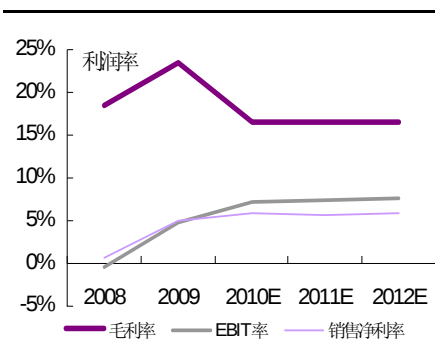
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：2010 年模拟合并业绩估算

	小天鹅	荣事达	模拟合并	
收入（百万元）	7,661	5,700	11,183	合并抵消部分内部交易
净利润率	5.1%	4.5%	5.8%	净利润率参考 2010 年上半年
净利润(百万元)	391	257	647	
母公司利润占比	93%	69%	84%	
归属母公司利润	363	178	542	
股本(百万股)	548		632	
EPS	0.66		0.86	

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,293	4,375	11,183	14,010	16,809
营业成本	3,495	3,353	9,341	11,698	14,025
折旧和摊销	0	61	78	99	99
营业税费	18	19	34	42	50
销售费用	513	505	615	771	924
管理费用	233	188	336	420	504
财务费用	17	1	27	55	43
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	63	-7	0	0	0
营业利润	42	200	786	987	1,241
利润总额	40	278	786	987	1,241
少数股东损益	-15	0	106	128	161
归属母公司净利润	40.04	222.18	546.47	661.87	832.12

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	3,339	3,879	7,979	9,395	10,749
流动资产	2,324	2,881	6,400	7,915	9,368
货币资金	618	852	1,678	2,102	2,521
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	423	875	1,901	2,289	2,632
应收票据	381	604	1,342	1,681	2,017
其他应收款	100	25	145	168	185
存货	695	440	1,083	1,365	1,645
可供出售投资	7	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	219	144	144	144	144
固定资产	502	592	1,169	1,086	1,001
无形资产	152	142	232	220	209
总负债	1,643	1,964	4,680	5,307	5,667
无息负债	1,569	1,963	3,560	4,321	5,026
有息负债	75	1	1,120	986	642
股东权益	1,696	1,915	3,299	4,089	5,082
股本	548	548	632	632	632
公积金	634	685	1,398	1,477	1,576
未分配利润	427	622	1,103	1,686	2,419
少数股东权益	89	60	165	293	454

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	139	-259	614	806
净利润	40	222	546	662	832
折旧摊销	0	61	78	99	99
净营运资金增加	171	-63	2,118	754	748
其他	-211	-81	-3,002	-902	-873
投资活动产生现金流	-75	134	-740	0	0
净资本支出	129	-47	740	0	0
长期投资变化	219	144	0	0	0
其他资产变化	-423	37	-1,480	0	0
融资活动现金流	-79	-38	1,824	-190	-386
股本变化	183	0	85	0	0
债务净变化	-119	-74	1,119	-135	-344
无息负债变化	-304	394	1,597	761	705
净现金流	-290	234	825	424	420

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-14.15%	1.92%	155.61%	25.28%	19.98%
净利润增长率	-87.99%	454.93%	145.95%	21.12%	25.72%
EBITDA 增长率	-108.87%	-1377.47%	230.04%	28.13%	21.12%
EBIT 增长率	-115.80%	-1085.30%	289.86%	28.18%	23.17%
估值指标					
PE	316	57	23	19	15
PB	7	6	4	3	3
EV/EBITDA	-2,655	40	16	12	10
EV/EBIT	-2,655	51	17	14	11
EV/NOPLAT	-1,373	64	21	17	14
EV/Sales	3	2	1	1	1
EV/IC	7	7	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.58%	23.38%	16.47%	16.50%	16.56%
EBITDA 率	-0.49%	6.14%	7.97%	8.15%	8.23%
EBIT 率	-0.49%	4.73%	7.27%	7.44%	7.64%
税前净利润率	0.92%	6.35%	7.03%	7.05%	7.38%
税后净利润率 (归属母公司)	0.93%	5.08%	4.89%	4.72%	4.95%
ROA	0.75%	5.72%	8.17%	8.41%	9.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.49%	11.98%	17.44%	17.44%	17.98%
经营性 ROIC	-0.52%	10.57%	15.79%	16.91%	18.41%
偿债能力					
流动比率	1.43	1.48	1.37	1.50	1.66
速动比率	100.27%	125.22%	113.97%	123.78%	136.64%
归属母公司权益/有息债务	21.44	1854.91	2.80	3.85	7.21
有形资产/有息债务	41.33	3640.28	6.90	9.29	16.40
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.06	0.35	0.86	1.05	1.32
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.00	0.22	-0.41	0.97	1.27
每股自由现金流(FCFF)	-0.49	0.70	-3.26	0.34	0.63
每股净资产	2.93	3.39	4.95	6.00	7.32
每股销售收入	6.79	6.92	17.68	22.15	26.58

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。

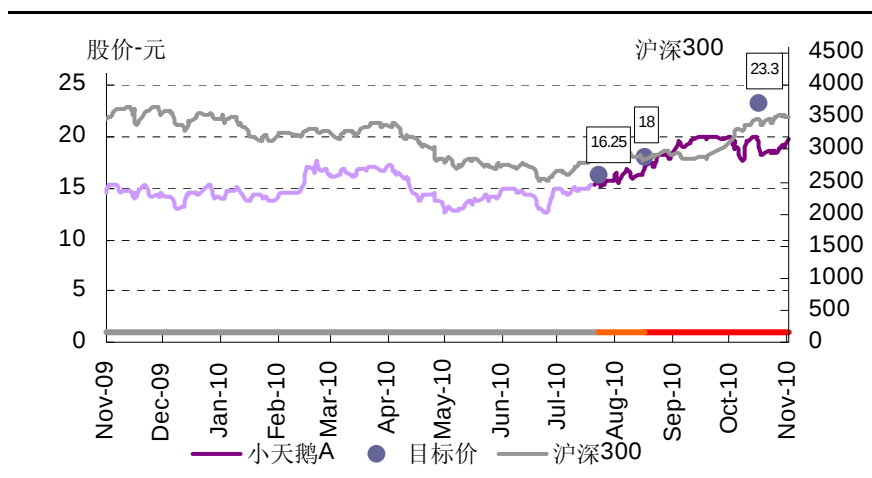
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

小天鹅 A（000418）

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-08-26	16.34	18.00	增持
2010-10-26	19.99	23.30	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。