

荣事达超预期，提升盈利预测

主要观点

- **荣事达盈利超越市场预期：**小天鹅向美的增发 8483 万股用于收购荣事达洗衣设备 69.47% 股权日前已经获批，美的集团以小天鹅为平台整合集团洗衣机业务的战略接近完成。注入的荣事达洗衣设备上半年业绩明显超越市场预期，是我们上调盈利预测的主要原因。
- **整合效果持续显现：**从小天鹅的季报以及荣事达上半年的财务数据看，两公司费用水平均呈现显著下降趋势，显示业务整合之后，运营费用得到明显节约。同时小天鹅产品也快速进入美的的全国销售网络，带动销售快速增长。我们预计费用率的下降可能会放缓，但渠道共享带来的销售快速增长仍将持续。
- **市场能够持续稳定增长，小天鹅市场份额稳步提升：**小天鹅和荣事达上半年销售收入均显著提升，除了整合效应之外，也充分反映了整个市场的快速增长。我们认为在城镇化和产品升级的拉动下，整个洗衣机行业有望实现稳定增长。从市场份额的角度看，美的系上半年已经实现了市场份额的稳步提升，尤其是在三四线以下市场，美的+荣事达市场份额优势明显。我们相信，作为国内行业最具渠道优势和技术优势的洗衣机制造企业之一，凭借全面的产品组合和进取的定价策略和营销策略，有望超额享受市场的稳步增长
- **盈利预测与投资建议：**主要由于荣事达部分的业绩显著超越预期，我们上调对小天鹅的盈利预测。预计整合并表后的小天鹅 2010—2012 年的销售收入分别增长 193%、33% 和 34.3%，分别达到 128 亿、171 亿元和 229 亿元，分别实现 EPS 0.83、1.12 和 1.45 元；公司目前 21.14 元的股价分别对应 2010 年和 2011 年业绩的估值水平为 25 倍和 19 倍，目前市值对应 2010 年收入的 PS 值仅为 0.9。我们持续看好公司整合荣事达后市场份额与运营效率持续上升的空间，维持对公司买入的投资评级，目标价 26 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭 洋

家电行业高级分析师

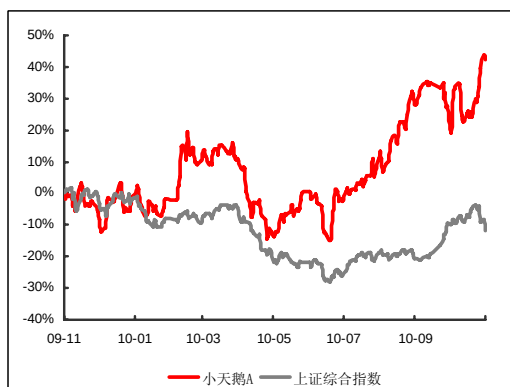
8621 - 63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2010 年 11 月 17 日)	19.60 元				
目标价格	26.00 元				
总股本/A 股 (未摊薄) (万股)	54766/34813				
A 股市值 (百万元)	115.77 亿元				
国家/地区	中国				
行业	家电制造				
报告日期	2010 年 11 月 17 日				

股价表现



财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E
营业收入	4375	12832	17061
同比 (%)	1.9%	193.3%	33.0%
归属母公司净利润	222	522	710
同比 (%)	454.9%	134.9%	36.0%
每股收益 (元)	0.35	0.83	1.12
P/E (倍)	60.18	25.62	18.83

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

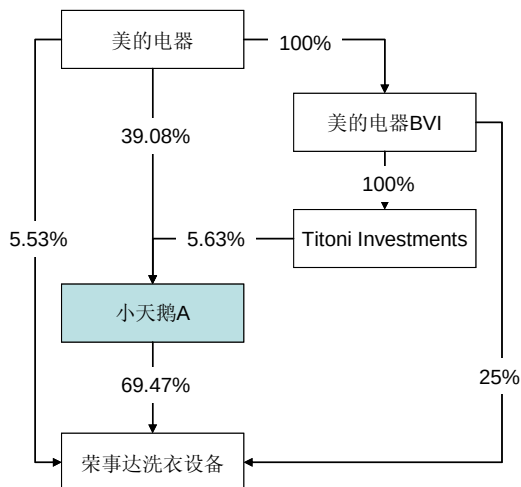
1 荣事达业绩超越市场预期	3
2 整合效果持续显现	4
3 行业龙头能够超额分享行业高成长	6
5 盈利预测与投资建议.....	10

荣事达业绩超越市场预期

2008 年美的收购小天鹅并成为其控股股东时即提出三年内解决其与小天鹅在洗衣机业务上的同业竞争问题。在明确“以洗为主，做大做强洗衣机业务”的战略方向，并且确定小天鹅为集团洗衣机业务平台之后，小天鹅 A 2009 年即提出增发收购荣事达洗衣设备股份的整合方案并先后获得董事会和股东大会的通过。

日前公司公告该方案已经获得证监会通过并即将实行增发。收购完成后，美的将持有小天鹅 39.08% 的股权，仍为公司控股股东；小天鹅将持有合肥荣事达洗衣设备 69.47% 的股权，美的电器持有 5.53%，美的电器 BVI 持有另外 25%。

图 1：整合完成后相关公司股权结构

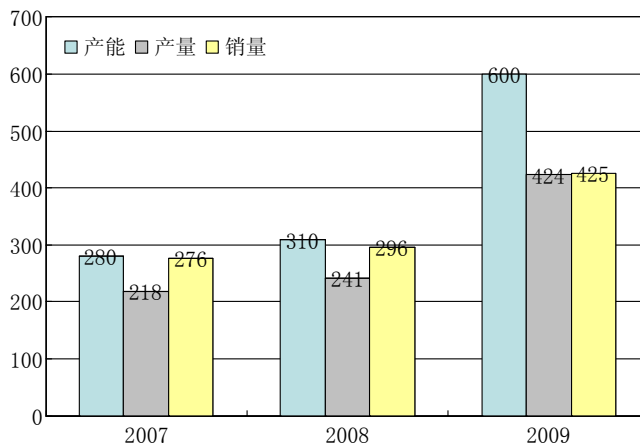


数据来源：公司公告，东方证券综合分析

合肥荣事达洗衣设备主要生产定位于低端的荣事达品牌和定位于中端的美的品牌洗衣机产品，2009 年内销市场份额接近 10%，位于全国第三位。

随着 2009 年三季度几条新生产线的达产，荣事达已经具备 600 万台的年产能，2009 年实现销售 425 万台，销售收入 28.14 亿元。

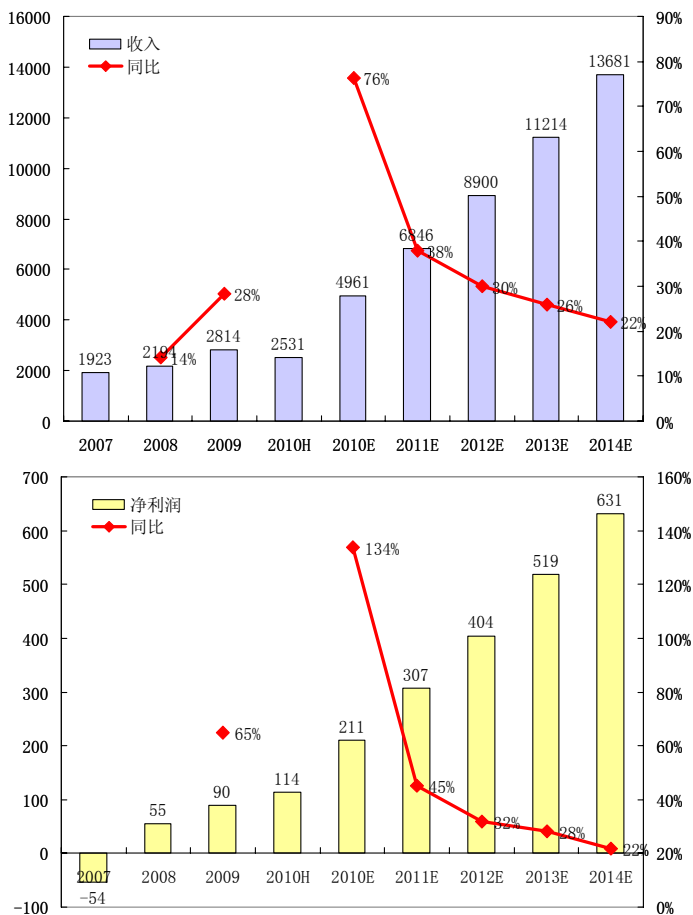
图 2：荣事达产能、产销快速提升 万台



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

从 2010 年上半年的数据来看，荣事达的经营业绩显著超越市场预期，截止 6 月底，即已实现销售收入 25.31 亿元，净利润 1.14 亿元，同比增长迅速。考虑四季度是行业传统旺季，我们相应上调对荣事达洗衣设备全年的业绩预测，如下图所示。

图 3：荣事达收入及业绩预测 百万



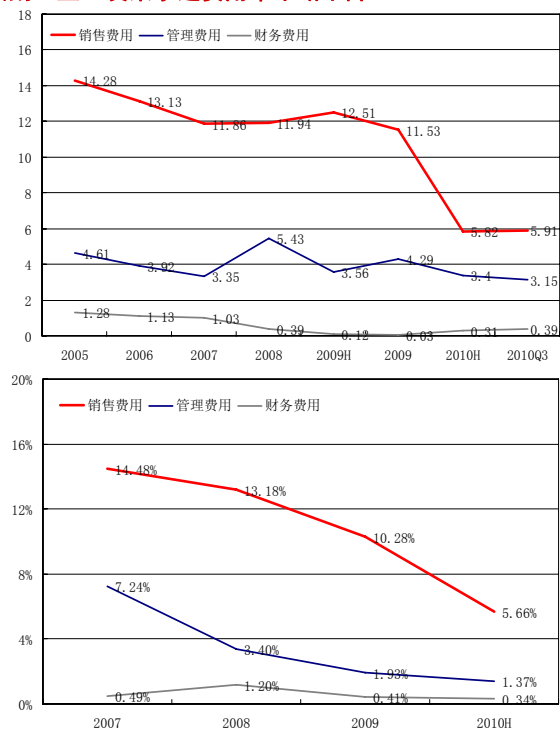
数据来源：公司公告，东方证券综合分析

按照增发后的总股本测算，荣事达洗衣设备 2010—2012 年将分别增厚小天鹅 A 的 EPS 0.23、0.34 和 0.44 元，以上成为我们本次上调对小天鹅盈利预测的主要原因。

整合效果持续显现

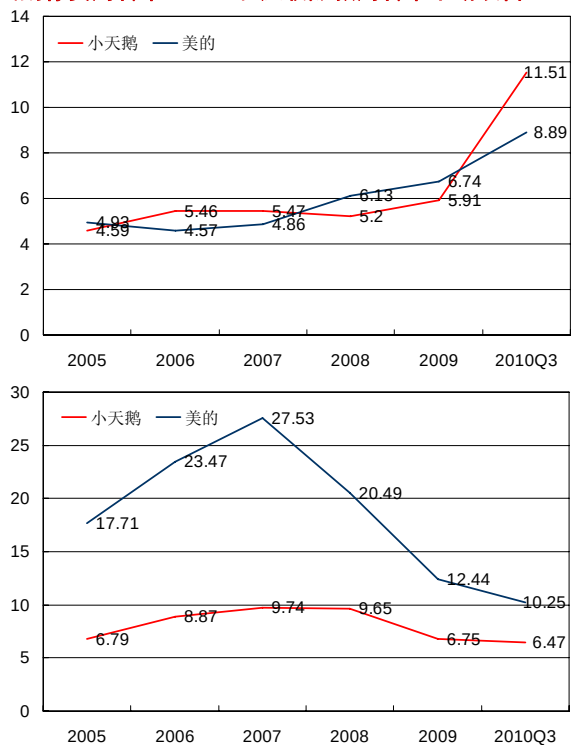
整合的目的在于增量、共享、提效。从美的电器以小天鹅为平台整合旗下洗衣机业务以来，小天鹅及荣事达洗衣设备的经营效率均有了显著提升，主要表现在经营费用率和营运指标的有效控制上。

图 4：整合推动小天鹅（上）及荣事达费用率不断下降 %



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

图 5：整合推动小天鹅存货周转率（上）和应收账款周转率不断改善



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

荣事达方面，2009 年整合之后，公司组织架构做出调整和精简，从而降控人力资源成本 1438 万元；同时由于研发的共享，当年公司也减少研发费用 533 万元。随着整合的深化，2010 年上半年荣事达洗衣设备的费用率也持续降低。

我们相信，小天鹅和荣事达期间费用率的降低已经接近地板，将不会再有太大的降控空间，未来小天鹅 A 的期间费用率水平将随着产销的快速增长而呈现稳定、微降的趋势。

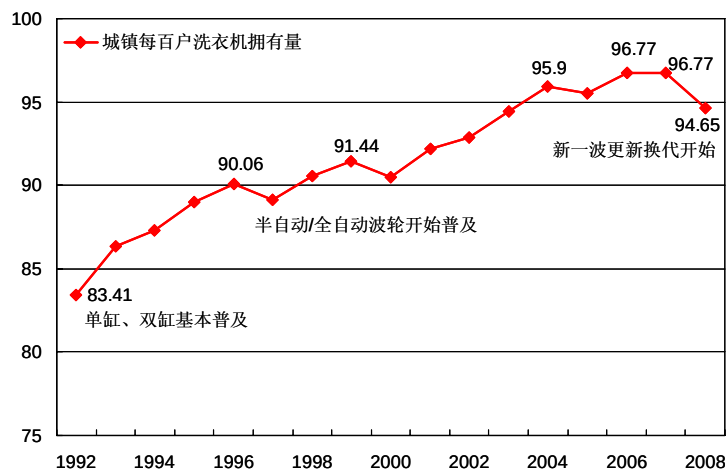
整合的另一部分表现在渠道的共享。整合之前，小天鹅定位中高端，主要布局于一二线城市的连锁、百货等专业卖场，其自有网络规模远逊于海尔等品牌；而美的、荣事达已经在全国范围内发展了比较成熟的经销商体系，网络遍及全国 1000 多个城市，拥有超过 3 万个网点，尤其是在三四线城市市场及农村市场具备较高的知名度和美誉度。

随着渠道共享的深化，小天鹅借助美的庞大的内销网络体系、众多的外销区域分公司，开始实现国内和海外市场的双重突破。通过美的 59 个销售公司和覆盖全国的专卖店网络，小天鹅洗衣机已经快速覆盖了全国市场并深入三四级城市；同时借助美的全球客户体系，小天鹅也展开了广泛国际合作，全面进军欧美高端市场并取得突破性进展。

行业龙头能够超额分享洗衣机市场高增长

小天鹅和荣事达上半年销售收入均显著提升，除了整合效应之外，也充分反映了整个市场的快速增长。据行业统计，2010 年 1-3 季度全国洗衣机产销在 4100 万台左右，同比增长 31%。我们预计未来数年在产品替代（一二线滚筒替波轮、三四线波轮替双缸，四线以下普及）和更新换代以及家电下乡等因素推动下，行业产销有望维持 20%以上的增速。

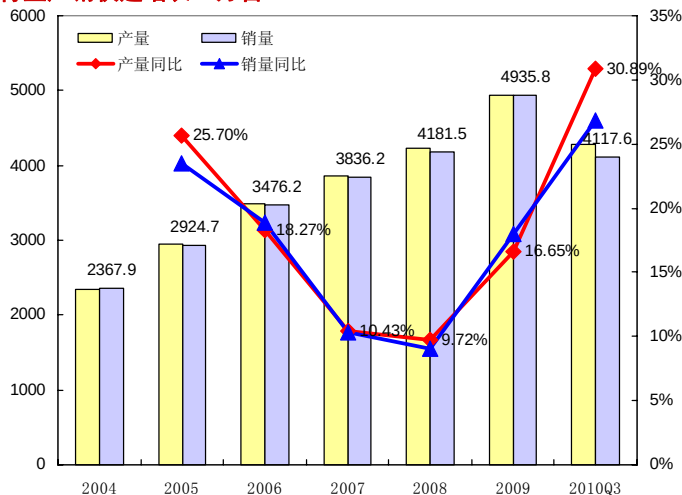
图 6：洗衣机行业面临更新换代的机遇



数据来源：产业在线，东方证券综合分析

小天鹅和荣事达今年以来的销售收入同比增长均大幅超越行业平均水平，显示其市场份额快速上升。我们认为小天鹅+荣事达作为行业龙头，有望继续超额分享整个洗衣机行业的稳定增长。

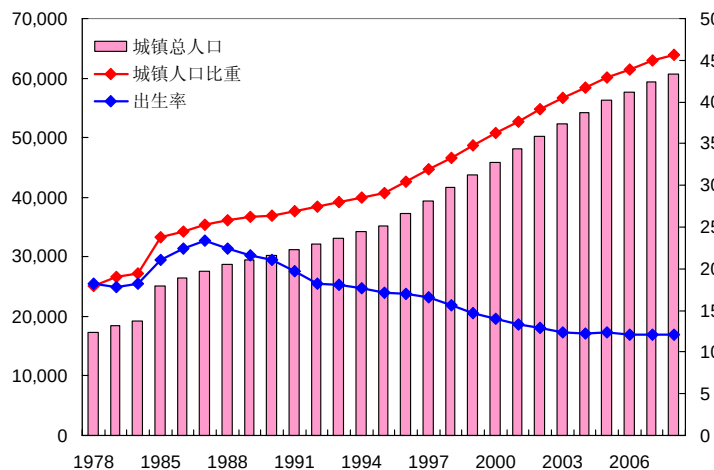
图 7：洗衣机行业产销快速增长 万台



数据来源：WIND，东方证券综合分析

宏观因素是家电行业稳定增长的基石：我国正处于城镇化率快速提升的阶段。截止 2009 年底，我国城镇化率为 46.6%，全国城镇人口 6.2 亿。中国社科院预计到 2015 年我国整体的城镇化率有望达到 52% 左右，到 2030 年达到 65% 左右。城镇化进程每年为我国新增 1500 万—2000 万城镇人口。

图 8：城镇化加速以及婚育高峰的到来将持续推动家电产品需求的上升 万人 %

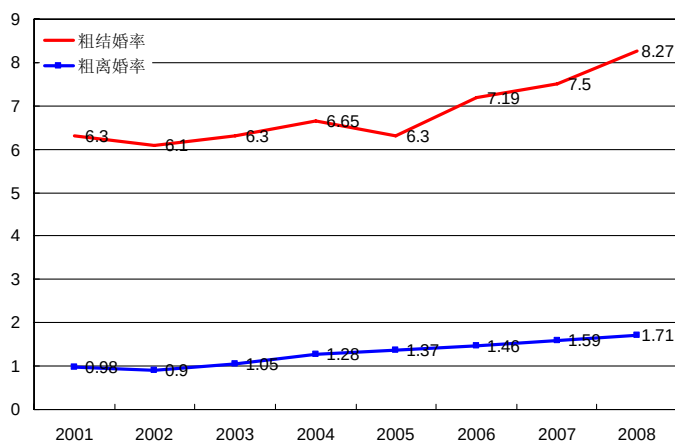


数据来源：WIND，东方证券综合分析

按照户均 3 人测算，未来每年 1% 的城镇化进程将带来约 500 万户的新增城镇家庭，这部分新增家庭将长期为我国家电制造企业提供稳定增长的需求来源。

其次，上世纪 70 年代末到 80 年代出生高峰期间出生的人口现在已经进入婚育年龄；根据民政部的预测数字，未来数年间每年结婚人口将维持在 1000 万对以上（2008 年登记结婚 1098 万对）。

图 9：婚育高峰的到来将对家电需求构成持续推动力 %

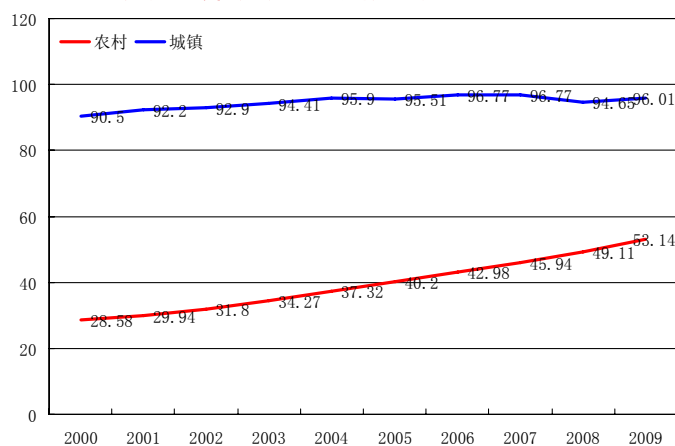


数据来源：民政部网站，东方证券综合分析

城乡普及率差异是未来几年行业增长的空间所在：从普及率的角度来看，城镇、农村市场之间普及率的巨大差异是支撑未来洗衣机行业快速增长的另一个主要需求来源。

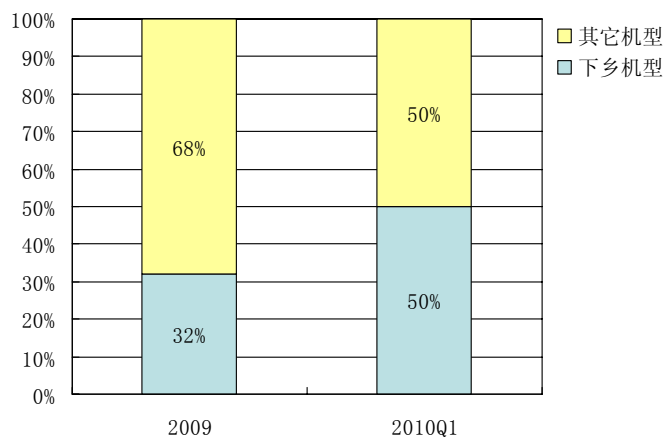
目前我国农村每百户居民拥有的洗衣机数约为 50 余台，存在较大上升空间。家电下乡政策刚好针对这部分需求，而定位于中低端的荣事达和美的品牌借助较低的产品价格区间和在三四线城市的网络布局，2010 年第一季度半数的销售收入来自于家电下乡，收益匪浅。我们预计未来美的系在农村市场份额仍有提升空间。

图 10：我国农村和城镇家庭每百户洗衣机拥有量 台



数据来源：WIND，东方证券综合分析

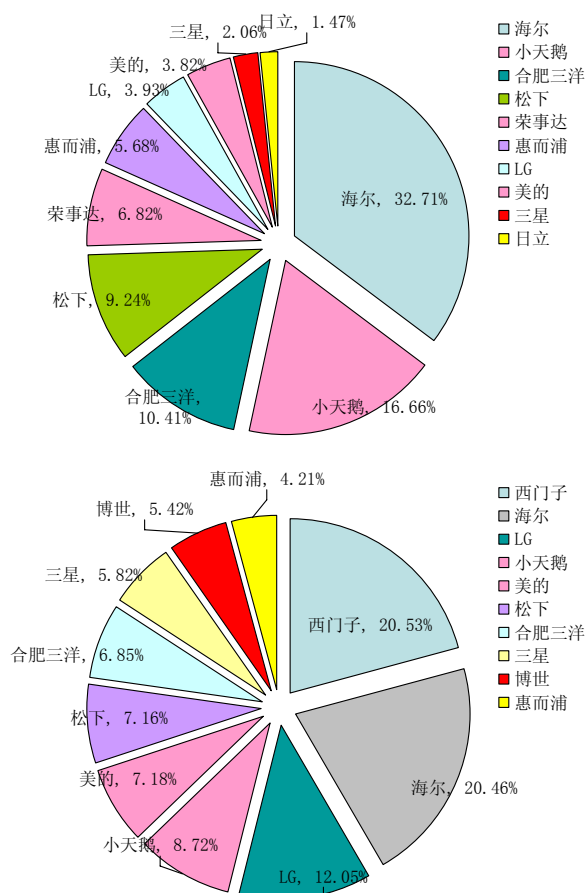
图 11：荣事达的销售收入中，下乡机型占据半数



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

从整个市场来看，小天鹅+美的+荣事达三个品牌的市场份额也稳步上升，位于市场三甲。2010 上半年在波轮洗衣机市场，三品牌合计市场份额 27.3%，仅次于海尔的 32.71%；在全自动滚筒洗衣机市场，美的系合计市场份额 15.90%，位居第三。

图 12：2010 年上半年重点市场波轮（上）和全自动滚筒洗衣机市场份额示意



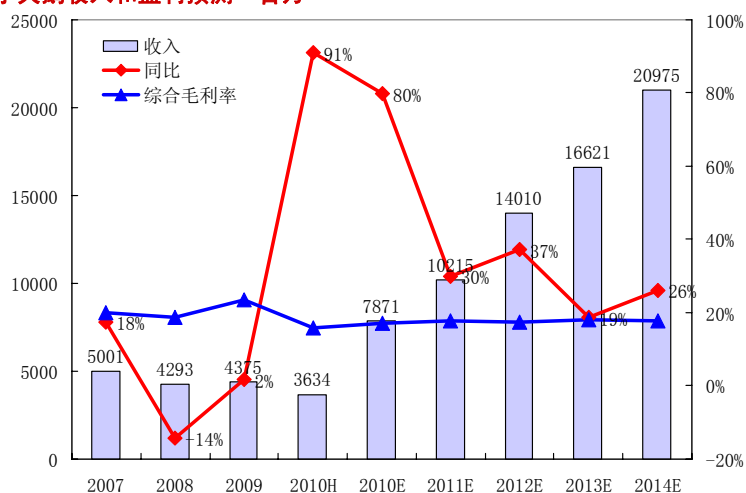
数据来源：中国家电网，东方证券综合分析

我们相信，作为国内行业最具渠道优势和技术优势的洗衣机制造企业之一，凭借全面的产品组合和进取的定价策略和营销策略，小天鹅有望超额享受市场的稳步增长

盈利预测与投资建议

我们预计未来数年原小天鹅部分的业务借助渠道共享和产品创新，有望获取 30%以上的收入环比增速。同时综合毛利率基本稳定在目前水平之上。

图 13：原小天鹅收入和盈利预测 百万



数据来源：中国家电网，东方证券综合分析

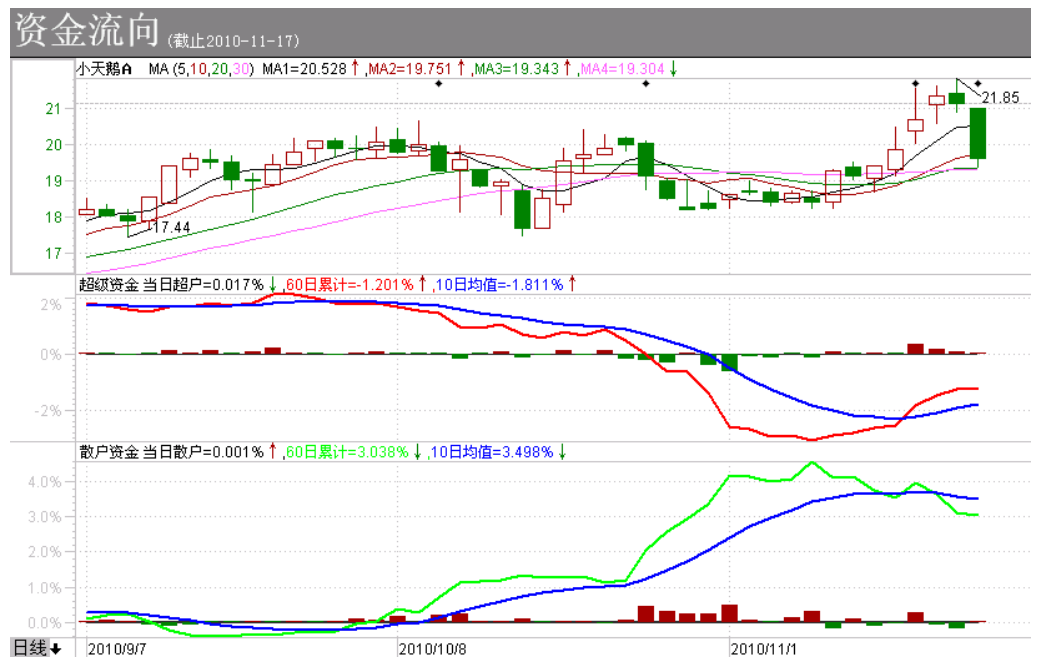
主要由于荣事达部分的业绩显著超越预期，我们上调对小天鹅的盈利预测。预计整合并表后的小天鹅 2010—2012 年的销售收入分别增长 193%、33%和 34.3%，分别达到 128 亿、171 亿元和 229 亿元，分别实现 EPS 0.83、1.12 和 1.45 元；公司目前 21.14 元的股价分别对应 2010 年和 2011 年业绩的估值水平为 25 倍和 19 倍，目前市值对应 2010 年收入的 PS 值仅为 0.9。我们持续看好公司整合荣事达后市场份额与运营效率持续上升的空间，维持对公司买入的投资评级，目标价 26 元。

附表：小天鹅 A 财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2881	7583	9544	12100	营业收入	4375	12832	17061	22910
现金	852	2566	3464	4582	营业成本	3353	10851	14352	19265
应收账款	875	1806	2233	2459	营业税金及附加	19	45	67	92
其它应收款	25	141	142	221	营业费用	505	796	1075	1443
预付账款	66	255	298	428	管理费用	188	449	597	802
存货	440	462	451	457	财务费用	1	-15	-28	-31
其他	622	2352	2955	3954	资产减值损失	103	10	15	20
非流动资产	998	1129	1195	1265	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	144	148	148	148	投资净收益	-7	1	1	1
固定资产	592	711	799	888	营业利润	200	697	984	1321
无形资产	142	139	136	133	营业外收入	110	61	75	87
其他	120	132	113	96	营业外支出	33	24	29	38
资产总计	3879	8712	10739	13365	利润总额	278	734	1030	1370
流动负债	1949	6098	7327	8910	所得税	56	148	227	329
短期借款	1	170	19	531	净利润	222	586	804	1041
应付账款	1552	2515	3111	3329	少数股东损益	-0	64	94	123
其他	396	3413	4197	5049	归属于母公司净利润	222	522	710	918
非流动负债	15	29	22	25	EBITDA	263	726	1010	1347
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.83	1.12	1.45
其他	15	29	22	25	主要财务比率				
负债合计	1964	6126	7349	8935	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	60	124	218	341	成长能力				
股本	548	632	632	632	营业收入	1.9%	193.3%	33.0%	34.3%
资本公积	508	508	508	508	营业利润	377.0%	249.0%	41.2%	34.2%
留存收益	800	1322	2032	2949	归属于母公司净利润	454.9%	134.9%	36.0%	29.2%
归属母公司股东权益合计	1855	2462	3172	4089	获利能力				
负债和股东权益	3879	8712	10739	13365	毛利率	23.4%	15.4%	15.9%	15.9%
现金流量表					净利率	5.1%	4.1%	4.2%	4.0%
单位: 百万元					ROE	12.0%	21.2%	22.4%	22.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	139	1584	1157	715	资产负债率	50.6%	70.3%	68.4%	66.9%
净利润	222	586	804	1041	净负债比率				
折旧摊销	61	43	53	58	流动比率	1.48	1.24	1.30	1.36
财务费用	1	-15	-28	-31	速动比率	1.23	1.16	1.24	1.30
投资损失	7	-1	-1	-1	营运能力				
营运资金变动	-174	385	137	-601	总资产周转率	1.21	2.04	1.75	1.90
其它	21	585	192	250	应收账款周转率	5	7	6	7
投资活动现金流	134	-144	-137	-141	应付账款周转率	2.64	5.33	5.10	5.98
资本支出	109	140	129	134	每股指标 (元)				
长期投资	14	-0	0	0	每股收益	0.35	0.83	1.12	1.45
其他	257	-5	-8	-7	每股经营现金流	0.22	2.50	1.83	1.13
筹资活动现金流	-38	274	-123	543	每股净资产	2.93	3.89	5.01	6.47
短期借款	-74	169	-150	512	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	60.18	25.62	18.83	14.57
普通股增加	0	85	0	0	P/B	7.21	5.43	4.22	3.27
资本公积增加	27	0	0	0	EV/EBITDA	41	15	11	8
其他	8	21	28	31					
现金净增加额	234	1714	898	1118					

资料来源：东方证券综合分析

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn