

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

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 19.36元

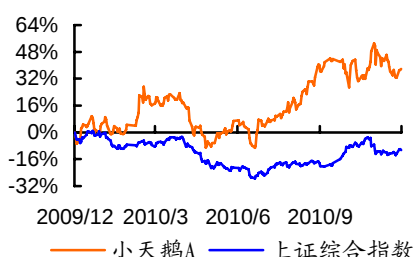
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2911.41
总股本(百万)	632
流通股本(百万)	540
流通市值(亿)	105
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.03
资产负债率	50.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
小天鹅 A	-8.42	1.73	0.00
上证综合指数	-3.42	9.76	0.00



相关报告

《小天鹅 A-注入资产盈利水平超预期》

2010-11-12

《小天鹅 A-继续快速扩张》2010-10-25

《小天鹅 A-增产扩能 适应销售快速增长》

2010-9-16

小天鹅 A

000418

强烈推荐

转让华印电器股权 主业更加清晰

投资要点:

- **华印电器股权转让重启, 预计带来一次性投资收益 1500 万元。**小天鹅拟将持有的小天鹅华印电器 100% 股权转让于威灵洗涤电机, 转让价格 7500 万元。预计将会带来 1500 万元的一次性投资收益, 增厚 EPS 0.02 元左右。
- **清理非核心资产, 洗衣机主业更加清晰。**华印电器主营为家用电器电机及维特电机, 受制于技术和规模上限制, 与其他上游企业相比并不具备长期竞争优势。华印电器转让进一步清理了公司非核心资产, 符合公司“做大做强洗衣机主业”的发展战略。根据议案, 华印 2010 年 6 月 30 日后损益有威灵洗涤享有或承担, 华印 2010 年上半年营收 8296 万元, 净利润 38 万元, 对小天鹅经营业绩影响甚微。
- 此次股权转让受让方威灵洗涤及其大股东威灵电机是目前国内最具规模电机制造商, 也是小天鹅电机供应商。收购华印后有利于其进一步整合资源, 扩大市场, 做精做专家电电机市场。威灵电机实际控制人为何享健先生, 为公司关联方。预计转让完成后公司关联交易会有所增加。
- 2010 年 11 月小天鹅完成荣事达资产交割。预计荣事达资产全年收入在 55 亿元左右, 同比增长 98%, 全年净利润 2.5 亿元, 同比增长 178%, 增厚小天鹅 EPS 0.29 元。**上半年小天鹅合并备考营业收入 53.9 亿元, 净利润 2.5 亿元, 按照 6.31 亿股摊薄后 EPS 0.40 元, 超市场预期。**下半年为洗衣机传统旺季, 公司三季度销售依然强劲增长, 预计全年营收将超 125 亿元, 净利润 5.8 亿元, 考虑此次股权转让一次性投资收益, EPS 0.92 元。
- **小天鹅本身的竞争优势主要体现在技术、品牌模等方面。同美的整合后, 能够实现优势互补, 取长补短。**1) 借助美的管理平台小天鹅原先在体制、营销、内部管理等方面的短板可以迅速改善。2) 销售方面, 通过进入美的 4 万多个终端以及海外完整的营销网络, 收入有望持续快速增长。3) 产品线完善, 小天鹅定位中高端, 荣事达则偏中低端定位, 合并后将涵盖高中低端市场。规模迅速扩大后, 能够增加上下游把控能力, 提升行业竞争力, 获取规模效益。
- **未来成长空间仍然巨大。**1) 目前洗衣机行业内销景气度高涨, 农村洗衣机保有量每百户仅 40 多台, 在农村收入不断提高, 家电消费倾向增长的背景下, 农村洗衣机销售持续旺盛。城市消费升级特征明显, 带动产品平均单价上升。2) 外销方面, 美的强大的海外渠道尚未被小天鹅充分利用, 依托美的海外优势, 小天鹅出口增长将成为未来公司增长的重要动力。3) 相比空调市场, 洗衣机行业集中度仍偏低, 未来随着行业集中度的提高, 海尔、美的等行业龙头的市场份额有望进一步提升。在集中度提高的背景下, 龙头企业的净利润率水平也会提升。
- **盈利预测与估值。**考虑到公司未来的发展, 小天鹅在美的扶持下, 逐步整合到位后, 未来增长空间较大。考虑资产注入, 按照 6.31 亿股股本计算公司 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.92 元、1.60 元和 2.18 元, 按照 11 年 20 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价在 32 元左右, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(百万元)	4,375	12,512	17,298	21,506
同比(%)	2%	186%	38%	24%
归属母公司净利润(百万元)	222	580	1,010	1,373
同比(%)	455%	161%	74%	36%
毛利率(%)	23.4%	14.4%	15.1%	15.6%
ROE(%)	12.0%	26.0%	40.7%	55.4%
每股收益(元)	0.41	0.92	1.60	2.18
P/E	52	23	13	10
P/B	6.2	5.9	5.0	4.3

盈利预测 (资产整合)

表 1: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业总收入	4,375	12,512	17,298	21,506
营业收入增长率	1.9%	186.0%	38.2%	24.3%
二、营业总成本	4,168	11,784	16,139	19,897
其中: 营业成本	3,353	10,716	14,679	18,159
毛利率(简单测算)	23.4%	14.4%	15.1%	15.6%
营业税金及附加	19	30	37	45
销售费用	505	738	1,001	1,184
销售费用率	11.5%	5.9%	5.8%	5.5%
管理费用	188	264	365	433
管理费用率	4.3%	2.1%	2.1%	2.0%
财务费用	1	25	36	46
资产减值损失	103	10	20	30
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	-7	25	20	28
三、营业利润	200	753	1,179	1,637
加: 营业外收入	110	40	50	60
减: 营业外支出	33	6	10	20
四、利润总额	278	787	1,219	1,677
减: 所得税费用	56	134	207	302
综合所得税率	20.1%	17.0%	17.0%	18.0%
五、净利润	222	653	1,012	1,375
归属于母公司净利润	222	580	1,010	1,373
净利润率	5.1%	4.6%	5.8%	6.4%
少数股东损益	-0	73	2	2
少数股东损益占比	-0.2%	11.2%	0.1%	0.1%
六、总股本	548	631	631	631
七、按期末股数简单每股收益:	0.41	0.92	1.60	2.18
净利润增长率	454.9%	160.9%	74.3%	36.0%

资料来源: 中投证券研究所

考虑到公司未来的发展, 小天鹅在美的扶持下, 逐步整合到位后, 未来增长空间较大。考虑资产注入, 按照 6.31 亿股本计算公司 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.92 元、1.60 元和 2.18 元, 按照 11 年 20 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价在 32 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 $\pm 10\%$ 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434