

小天鹅 A (000418.sz)

又要花几年来“再造”？

惠毓伦 分析师

电话：020-87555888-615

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260200010112

五年“再造美的”，小天鹅又要花几年来“再造”？

当前美的电器营收的主要构成是家用空调，我们认为对于这一部分业务的增长前景，实现平稳增长是大概率事件。要实现美的的“五年再造”，中央空调、冰洗等新业务的高速增长是关键。我们预计未来母公司（美的电器）对小天鹅的支持力度必然较大，进而公司将有望实现更短时间的“再造”。

小天鹅—“美的”资源整合的大赢家

美的电器始于 07 年的资源整合对小天鹅有两方面的积极影响：一是通过一系列资产重组，公司成为拥有三大品牌的专业洗衣设备商，三个品牌分别针对高、中、低端三级市场，市场定位清晰，全产品系有望形成合力，充分挖掘各个细分市场。二是组织架构调整带来各个产品事业部渠道的整合，目前洗衣机的渠道整合仍在进行中，我们预计，当洗衣机完成与美的销售渠道的完全整合后，销售费用率还进一步下降的空间。

盈利预测与估值

我们预测 10~12 年公司 EPS 为 0.90、1.25、1.74 元（定增摊薄后 EPS），对应当前股价，10~12 年市盈率分别为 18.5X、13.3X、9.6X。参考冰洗板块的整体估值，给予公司 11 年 16.7XPE，目标价 24.13 元，给予“买入”评级。

风险提示

外围经济的疲软以及人民币升值可能会带来公司收入低于预期的风险；同时公司存在渠道整合慢于预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,292.99	4,375.24	12179.45	16895.87	23171.04
增长率(%)	-14.15%	1.92%	178.37%	38.72%	37.14%
EBITDA(百万元)	56.50	328.50	757.70	1067.27	1477.65
净利润(百万元)	40.04	222.18	570.94	791.57	1098.24
增长率(%)	-87.99%	454.93%	156.97%	38.64%	38.74%
每股收益(元)	0.073	0.406	0.90	1.25	1.74
市盈率	61.29	36.06	18.50	13.30	9.60
市净率	1.53	4.32	3.73	2.98	2.33
EV/EBITDA	35.39	21.98	14.06	9.56	6.38

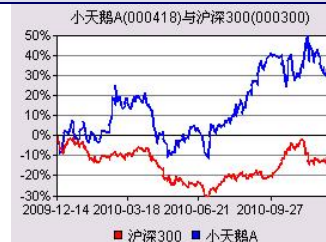
数据来源：无锡小天鹅股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	19.36
目标价格(元)	24.13
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-7.63%	-1.44%	32.32%
沪深300	-0.93%	10.08%	-8.78%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

632.49/348.94

主要股东：

广东美的电器股份有限公司

主要股东持股比例

34.20%

财务比率

ROE	11.98%
ROA	7.73%
资产负债率	50.63%
每股净资产(元)	3.39

2009 年报数据

目录索引

一、五年“再造美的”，小天鹅又要花几年来“再造”？	3
二、“美的”资源整合的大赢家	3
（一）母公司组织架构调整将带来资源在集团内更高的配置效率	3
（二）获得荣事达洗衣资产，布局全系列产品线	4
（三）销售渠道整合进行时，费率尚存向下空间	5
三、行业依旧存在成长空间	5
（一）家电下乡推动洗衣机在农村的普及	5
（二）产品升级与产品线拓展是洗衣机行业持续增长的驱动力	6
（三）与空调产业相比，行业尚缺绝对的行业龙头	7
四、盈利预测与估值	7
五、风险提示	8

图表索引

图 1：97 年与 02 年的两次组织架构调整都带来公司业务的快速发展	4
图 2：滚筒洗衣机市场份额增长显著	4
图 3：10 年美的销售费用率下降明显，小天鹅更是实现大幅下降	5
图 4：下乡家电占内销量比例——洗衣机占到 35%	6
图 5：城市洗衣机保有量趋势	6
图 6：农村洗衣机与空调保有量对比	6
图 7：1~10 月洗衣机企业出货量份额	7

一、五年“再造美的”，小天鹅又要花几年来“再造”？

美的集团提出要“五年再造”，即在“十二五”期间，实现销售收入100%的增长。对应到上市公司美的电器层面，也必然要求其实现五年再造。当前美的电器营业收入的主要构成是家用空调，对于这一部分业务的增长前景，我们认为实现平稳增长是大概率事件。要实现“五年再造”，美的将更多地倚仗中央空调、洗衣机冰箱等新业务的高速增长。中央空调当前总量太小，拉高美的整体增速的重担自然落在冰洗业务身上，所以我们预计未来母公司（美的电器）对小天鹅的支持力度必然较大，公司将有望实现更短时间的“再造”。

事实上，我们前期在对美的电器进行深入研究后，发现美的的“再造”不用5年，3~4年就能实现100%的增长，这意味着小天鹅将能贡献更高的增速；也即是能在更短的时间内实现“再造”。

二、“美的”资源整合的大赢家

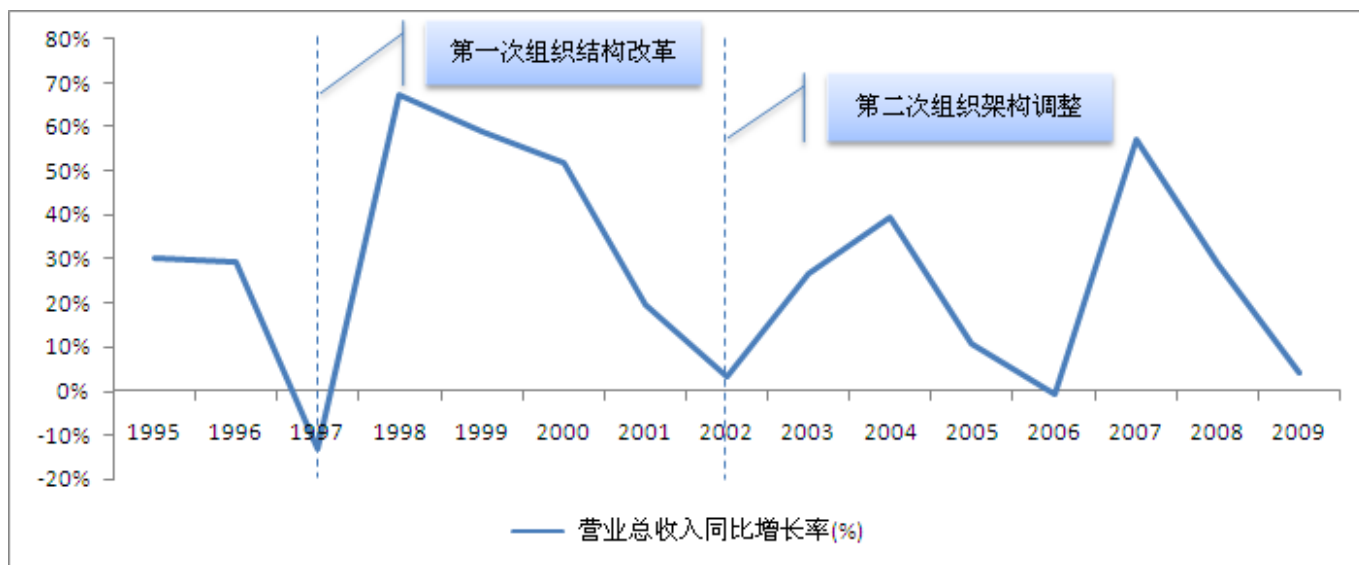
美的电器的资源整合有两个方面：一是为解决效率问题而实施的事业部制改革，一是为了解决同业竞争问题实施的业务资产重组。

（一）母公司组织架构调整将带来资源在集团内更高的配置效率

美的电器的组织架构改革始于2007年。改革的主要思路是改变原有的单纯以产品为纬度的事业部制，进而形成2维矩阵式的事事业部模式。美的针对事业部制的改革，主要目的在于对集团内的资源进行重组，实现更高的配置效率，减少因各个事业部重复投入带来的资源浪费。组织结构改革的一个重要内容，就是搭建营销中心平台，实现产品间的销售渠道共享与渠道扁平化。

从97年和02年两次组织架构调整的效果来看，美的的改革都收获了较好的效果，直接体现为营业收入增速的提升。所以我们预计此次改革也将提高集团整体的经营效率，小天鹅将从中直接受益。

图 1: 97 年与 02 年的两次组织架构调整都带来公司业务快速发展



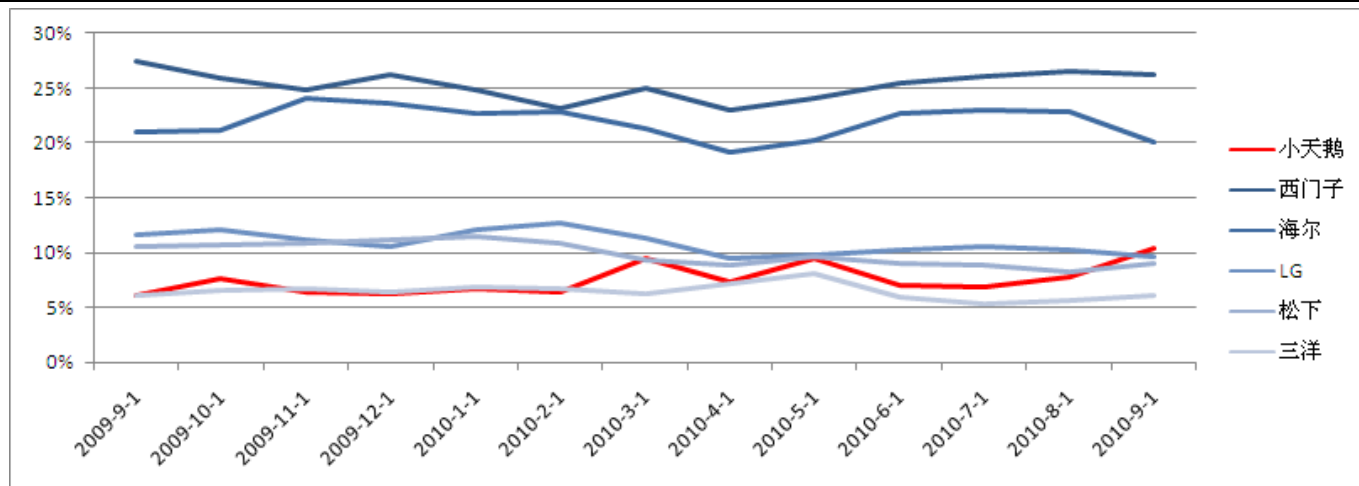
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

(二) 获得荣事达洗衣资产，布局全系列产品线

除了组织架构调整外，美的电器为解决同业竞争而实施的一系列集团内资产重组同样值得我们关注。首先是小天鹅将其冰箱资产剥离，同时公告称将通过对母公司定向增发接纳荣事达洗衣设备公司 69.75% 的股权，并于 12 月 16 日公告转让子公司华印电器 100% 的股权，由此小天鹅将形成专注于洗衣设备，拥有“小天鹅”、“美的”、“荣事达”三个系列产品线的企业。三个品牌分别针对高、中、低端三级市场，市场定位清晰，全产品系有望形成合力，充分挖掘各个细分市场。

事实上，“小天鹅”品牌在高端市场的竞争力已经开始凸显，一年以来，滚筒洗衣机的市场份额增加了 4 个百分点。而“荣事达”品牌，虽然中怡康的数据显示其在一二线城市的市场份额面临收缩，但 10 年一季度其洗衣机下乡的销售收入已达到 09 年全年的 63%，同时上半年营业收入同比增速约 100%，这两点都说明“荣事达”在低端市场巨大的竞争力。

图 2: 滚筒洗衣机市场份额增长显著

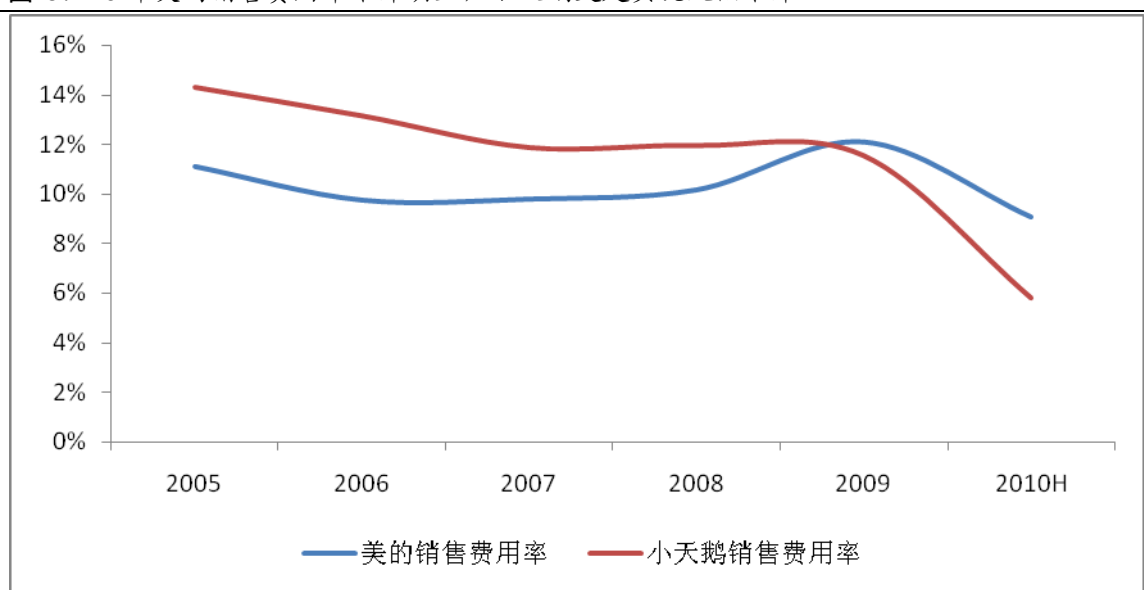


数据来源: CMM

（三）销售渠道整合进行时，费率尚存向下空间

组织架构变化前的美的，每个事业部都拥有相对独立的营销网络。组织架构调整后，美的分别成立中国营销中心与海外营销中心，分别负责公司产品的内销与外销，原有的多个营销网络整合为一体，分别与两个营销中心相对接，由此带来美的各个产品事业部的销售费用大幅降低，而这其中尤以洗衣事业部为最。美的电器目前拥有销售网点3万余个，专卖店1万多家，洗衣机的渠道整合仍在进行中，我们预计，当洗衣机完成与美的销售渠道的完全整合后，销售费用率还进一步下降的空间。

图 3：10 年美的销售费用率下降明显，小天鹅更是实现大幅下降



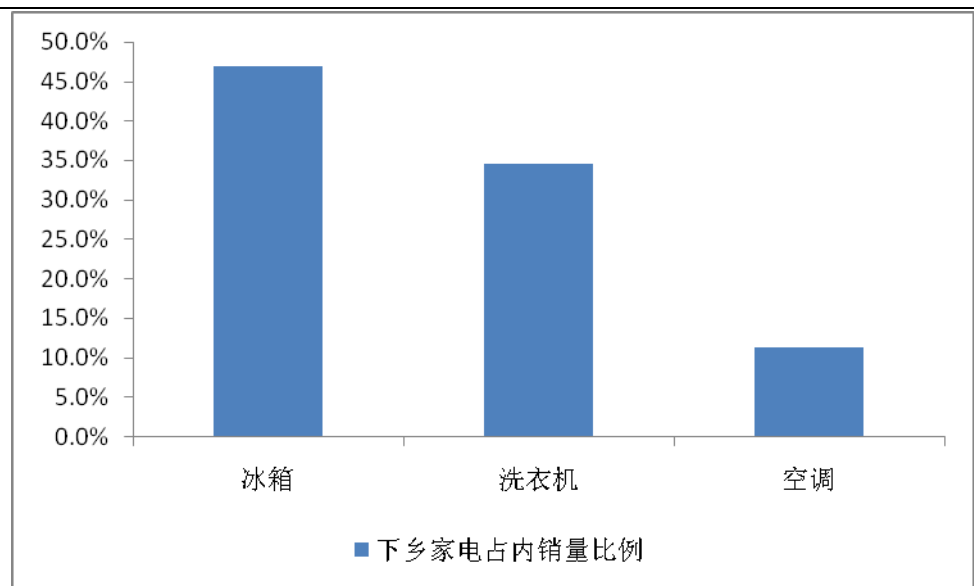
数据来源：wind 资讯

三、行业依旧存在成长空间

（一）家电下乡推动洗衣机在农村的普及

从10年1~10月的白电销售来看，三类白电产品的销售量中，下乡家电的销售占比由高至低分别是冰箱、洗衣机与空调，比值分别为47%、35%与11%。家电下乡销售增速对洗衣机整体消费增速具有重要的作用。

图 4：下乡家电占内销量比例——洗衣机占到 35%



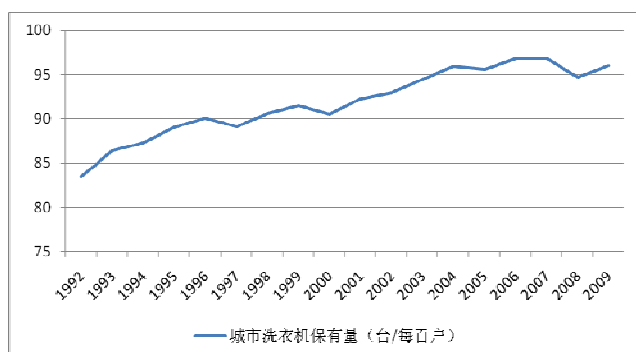
数据来源：商务部

农村洗衣机的普及是未来农村市场增长的重要驱动力。09年农村洗衣机的保有量为53台/百户，据我们的模型估算，10年保有量将上升约5个百分点，达到58%，参照城市的保有量水平，可以看到即使在10年农村洗衣机销量实现大幅增长的情况下，农村洗衣机的保有量依旧处于较低的水平，在家电下乡政策效果持续发酵的背景下，农村洗衣机市场未来2~3年内都有望实现快速增长，从而驱动洗衣机整体销售量的增长。

（二）产品升级与产品线拓展是洗衣机行业持续增长的驱动力

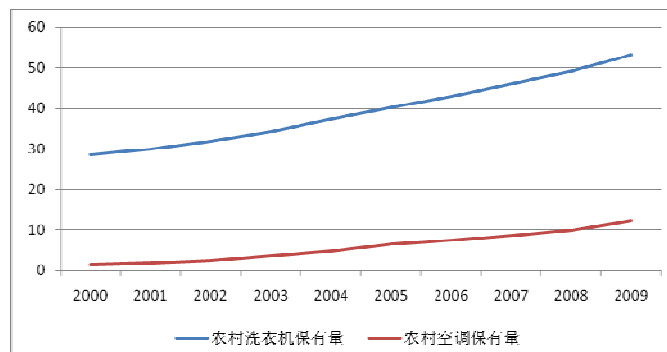
白色家电企业未来的成长性资本市场关注的问题，单就洗衣机的保有量来看，城市的保有量已接近饱和；而与空调等家电对比，农村的洗衣机保有量也保持在一个较高的水平。行业的成长空间似乎受到压制，但事实上，当前行业的增长已由发展之初的保有量驱动型逐渐转换为功能驱动型模式，短期内滚筒洗衣机将成为行业最重要的销售机型之一。而中长期内，干衣机、工业洗衣机等大洗衣范畴的外延式产品将推动行业保持较快的增长。所以单纯从某种产品保有量达到某一水平就断定这个行业的成长空间，有失公允。

图 5：城市洗衣机保有量趋势



数据来源：wind 资讯

图 6：农村洗衣机与空调保有量对比



数据来源：wind 资讯

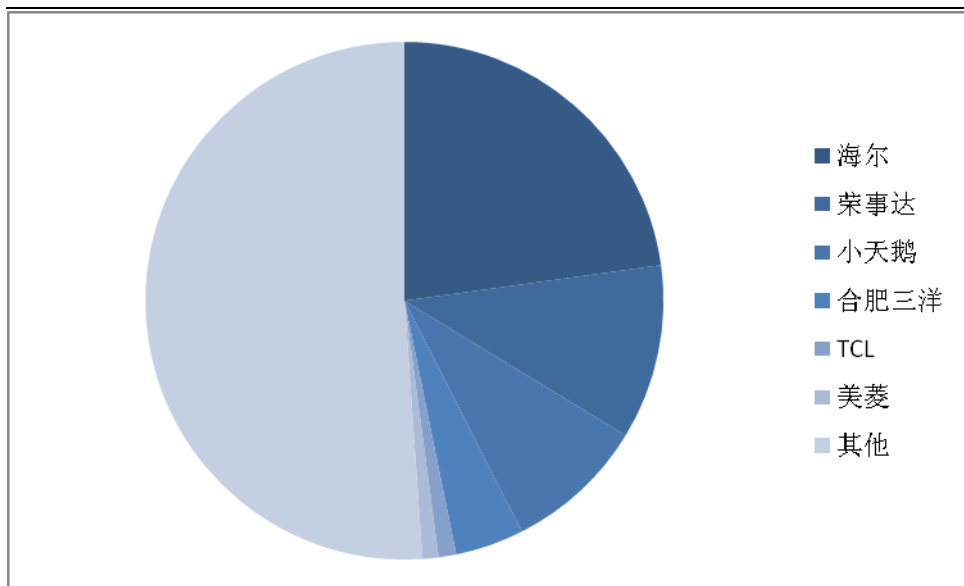
（三）与空调产业相比，行业尚缺绝对的行业龙头

前面我们谈的是未来整个洗衣机行业的成长路径。而对于业内的竞争结构而言，行业呼唤绝对龙头的出现。

中短期内，家电，特别是白色家电的核心竞争力将依旧是规模优势，以及由规模优势延伸出的产业链集群优势。规模效应对于家电企业的重要性不言而喻，这使得产业资本向龙头企业转移的趋势成为必然。空调行业的竞争格局就是一个重要的范本。1~9月格力与美的占到了总体出货量的52%，9月当月更是达到了60%，如果考虑70%的空调产能在中国的事实，那么两个龙头的空调出货量占到了全球市场的40%以上。

而对比洗衣机行业，显然当前的行业整合尚不彻底，海尔与美的系洗衣机的出货量占比仅为40%，在这一背景下，未来洗衣机行业整合、集中度提高将是行业发展的必然过程。综合对比，我们认为公司是未来最具行业龙头潜质的洗衣机企业之一。

图 7：1~10 月洗衣机企业出货量份额



数据来源：产业在线

四、盈利预测与估值

基于上述分析，我们作出以下关键假设：

- （1）未来几年，行业增速为1.5~2倍GDP增速。
- （2）“小天鹅”品牌的市场占有率未来五年提升5个百分点；“荣事达”及“美的”品牌的市场占有率未来五年提升4个百分点。
- （3）洗衣机行业竞争平稳，单价增速同步于通胀水平。
- （4）未来几年，电机、PP等关键原材料的价格将同步或高于通胀水平，“小天鹅”增速快于“荣事达”，产品结构中“小天鹅”比重上升，造成整体毛利率平稳向上。

基于以上假设,我们预测10~12年公司EPS为0.90、1.25、1.74元(定增摊薄后EPS),对应当前股价,10~12年市盈率分别为18.5X、13.3X、9.6X。参考冰洗板块的整体估值,给予公司11年16.7XPE,目标价24.13元,给予“买入”评级。

五、风险提示

外围经济的疲软以及人民币升值可能会带来公司收入低于预期的风险;同时公司存在渠道整合慢于预期的风险。

资产负债表

单位: 百万元

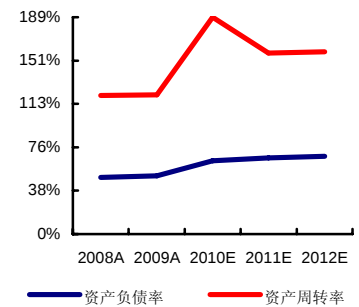
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,324	2,881	7,226	10,551	14,849
货币资金	618	852	1,045	1,586	2,556
应收及预付	1,009	1,571	5,618	7,794	10,688
存货	695	440	563	1,171	1,606
其他流动资产	2	17	0	0	0
非流动资产	1,016	998	1,793	1,860	1,917
长期股权投资	219	144	854	854	854
固定资产	502	592	628	654	669
在建工程	14	23	43	63	83
无形资产	169	158	175	191	207
其他长期资产	111	80	93	98	102
资产总计	3,339	3,879	9,018	12,411	16,766
流动负债	1,624	1,949	5,726	8,222	11,334
短期借款	75	1	0	86	286
应付及预收	1,549	1,948	5,726	8,136	11,048
其他流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	19	15	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	15	18	18	18
负债合计	1,643	1,964	5,745	8,240	11,352
股本	548	548	632	632	632
资本公积	480	508	1,135	1,135	1,135
留存收益	580	800	1,371	2,162	3,260
归属母公司股东权益	1,606	1,855	3,139	3,930	5,028
少数股东权益	89	60	135	241	386
负债和股东权益	3,339	3,879	9,018	12,411	16,766

利润表

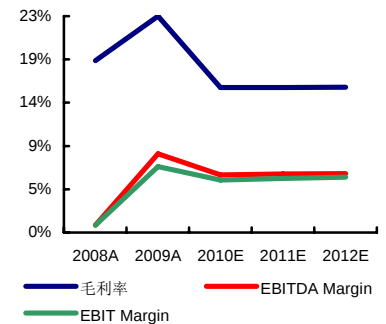
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4293	4375	12179	16896	23171
营业成本	3495	3353	10271	14251	19534
营业税金及附加	18	19	37	51	70
销售费用	513	505	706	963	1321
管理费用	233	188	475	642	857
财务费用	17	1	-18	-17	-19
资产减值损失	39	103	0	12	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	63	-7	1	1	1
营业利润	42	200	710	995	1405
营业外收入	22	110			
营业外支出	24	33			
利润总额	40	278	761	1055	1462
所得税	15	56	114	158	219
净利润	25	222	647	897	1243
少数股东损益	-15	0	76	105	145
归属母公司净利润	40	222	571	792	1098
EBITDA	34	373	758	1067	1478
EPS (元)	0.07	0.41	0.90	1.25	1.74

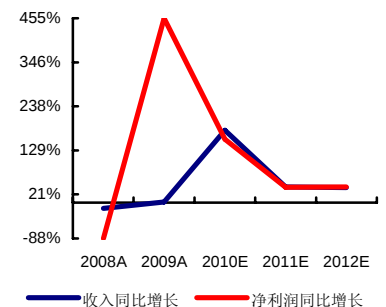
资产负债率趋势



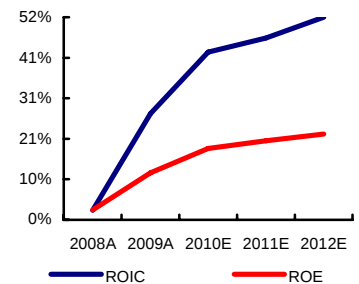
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

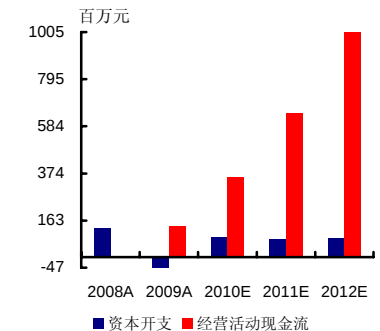
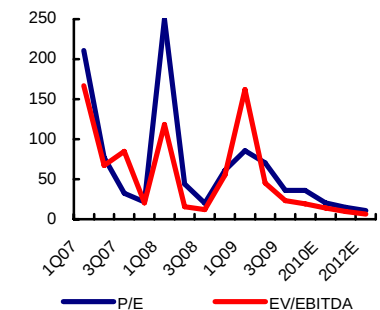
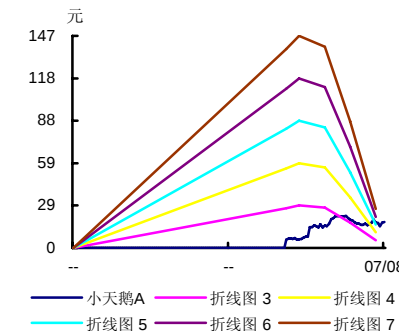
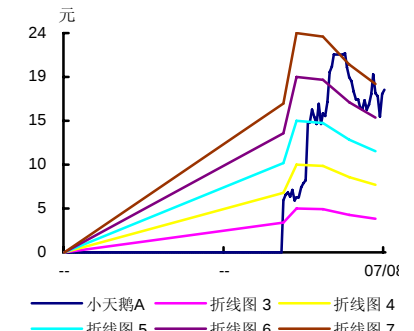
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	139	278	537	861
净利润	0	222	647	897	1,243
折旧摊销	0	61	67	78	88
营运资金变动	0	-174	-371	-386	-421
其它	0	30	-65	-52	-49
投资活动现金流	-75	134	-798	-79	-82
资本支出	-129	47	-89	-80	-83
投资变动	53	86	-709	1	1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-79	-38	712	84	191
银行借款	197	24	-1	86	200
债券融资	-245	-58	3	0	0
股权融资	0	0	713	0	0
其他	-31	-5	-3	-2	-9
现金净增加额	-155	234	192	541	970
期初现金余额	908	618	852	1,045	1,586
期末现金余额	753	852	1,045	1,586	2,556

主要财务比率

单位: %

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-14.2%	1.9%	178.4%	38.7%	37.1%
营业利润	-90.2%	377.0%	255.1%	40.3%	41.2%
归属于母公司净利润	-88.0%	454.9%	157.0%	38.6%	38.7%
获利能力					
毛利率	18.6%	23.4%	15.7%	15.7%	15.7%
净利率	0.6%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%
ROE	2.5%	12.0%	18.2%	20.1%	21.8%
ROIC	2.4%	27.1%	42.7%	46.3%	51.6%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	50.6%	63.7%	66.4%	67.7%
净负债比率	-32.0%	-44.5%	-31.9%	-36.0%	-41.9%
流动比率	1.43	1.48	1.26	1.28	1.31
速动比率	0.94	1.22	1.11	1.09	1.12
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.21	1.89	1.58	1.59
应收账款周转率	9.65	6.75	6.08	6.08	6.08
存货周转率	5.20	5.91	18.25	12.17	12.17
每股指标 (元)					
每股收益	0.07	0.41	0.90	1.25	1.74
每股经营现金流	0.00	0.25	0.44	0.85	1.36
每股净资产	2.93	3.39	4.96	6.21	7.95
估值比率					
P/E	61.3	36.1	20.5	14.8	10.7
P/B	1.5	4.3	3.7	3.0	2.3
EV/EBITDA	55.4	19.2	14.1	9.6	6.4

资本支出与经营活动现金流

相对估值

PE BAND

PB BAND


广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

小天鹅 A(000418.sz)_公司调研简报	周瑾	2009-05-25
小天鹅 A(000418.sz)_公告点评	周瑾	2009-01-21

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。