

小天鹅 A (000418)

推荐

小天鹅 A 年报点评-高增长预期兑现

市场数据

报告日期	2011-3-15
收盘价(元)	19.80
总股本(百万股)	632.49
流通股本(百万股)	539.98
总市值(百万元)	12523.26
流通市值(百万元)	10691.53
净资产(百万元)	3056.48
总资产(百万元)	8001.58
每股净资产	4.83

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11202	14563	17476	20097
同比增长(%)	65.7%	30.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	507	731	986	1264
同比增长(%)	78.7%	44.3%	34.8%	28.2%
毛利率(%)	15.7%	16.0%	16.5%	17.0%
净利率(%)	4.5%	5.0%	5.6%	6.3%
净资产收益率(%)	16.6%	19.3%	20.7%	20.9%
每股收益(元)	0.80	1.16	1.56	2.00
每股经营现金流(元)	1.14	1.58	1.96	2.24

相关报告

投资要点

事件:

公司公布 2010 年报, 2010 年公司实现营业收入 112 亿元, 同比增长 65.7%, 归属于上市公司股东的净利润 50.7 亿元, 同比增长 78.7%。同时, 公司公布利润分配方案, 拟以公司 2010 年末总股本为基数, 按每 10 股派发现金红利 1 元向全体股东分配, 剩余未分配利润结转以后年度。

点评:

- 业绩基本符合高增长预期。2010 年小天鹅在共享美的渠道的情况下, 实现了销售收入的快速增长, 其中 2010 年内销实现 74 亿, 同比增长 65%; 外销实现 24 亿元, 同比增长 61%;
- 公司围绕“上规模、保利润、调结构”的思路拓展洗衣机业务, 以积极的价格竞争手段扩大市场规模, 因此, 公司 2010 年洗衣机业务的毛利率水平(16.9%)相比 2009 年下降了将近 8 个百分点;
- 受益于渠道共享以及规模效应, 公司销售费用率大幅下降 5 个百分点, 渠道协同效应明显。
- 我们看好公司洗衣机业务在收入规模扩大后的盈利能力。我们预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.16、1.56、2.00 元, 利润增速分别为 44%、35%和 28%, 给与“推荐”评级。
- 风险提示: 原材料成本大幅上涨, 行业竞争加剧

联系人: 姚永华
021-38565940
yaoyh@xyzq.com.cn

分析师 陈宇
SAC:S0190210070001

➤ 渠道整合对公司的业绩贡献尚未结束

公司洗衣机产品自 2009 年底开始进入美的的销售渠道,即打破原来层次较多的渠道模式,转而进入美的扁平化的渠道模式。

渠道的变革为公司经营带来了巨大的变化:一方面,体现在收入水平上,渠道变革直接带动了公司收入的大幅增长。通过美的销售公司,小天鹅的洗衣机产品逐渐进入美的的销售终端,公司网点数量由原来的 8000 多个增至 2010 年底的 1.3 万多个,目前渠道的整合仍在进行中,而美的内销共有 3-4 万多个网点,仍有非常大的拓展空间。同时,借助美的海外销售渠道,出口业务也将成为公司新的增长点;另一方面:进入美的渠道后,经销商的管理是通过销售公司进行,缩短了原先的渠道价值链,也减少了各地营销中心所消耗的大量销售费用,体现在财务报表上即是销售费用率的降低,2010 年公司的销售费用率相比 2009 下降 5 个百分点。

➤ 毛利率的下降源自公司洗衣机业务发展战略的需要

现阶段,公司将提高市场占有率放在发展的首位,以积极的价格手段参与竞争,以规模换成本,直接导致了公司 2010 年洗衣机业务毛利率的下滑,这也符合美的参与市场竞争的一贯做法。美的从 2008 年开始整合小天鹅,内销市场占有率逐渐提升,从 08 年的 13%提升至 10 年的 23%。未来,随着小天鹅市场占有率的稳固,公司在洗衣机领域的规模优势将逐渐体现,随之而来的也将是盈利能力的提升。

以下是对 2009 年和 2010 年业绩的简单比较:

表 1、小天鹅业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	2009-12	2010-12	YOY	说明
营业收入	6,759	11,202	65.74%	美的渠道整合,带动公司洗衣机业务内销和外销的同时提升收入增加引起
营业成本	5,246	9,445	80.05%	
毛利	1,513	1,757	16.14%	渠道整合作用显著
销售费用	794	738	-6.98%	
管理费用	242	326	34.59%	因收入增长,致使管理成本及幅度相应加大。
财务费用	13	34	160.07%	
营业利润	313	668	113.53%	汇率波动原因导致汇兑损失变大
利润总额	384	722	88.11%	
净利润	284	507	78.66%	
EPS	0.45	0.80	78.66%	
销售费用率	11.75%	6.59%	-5.15%	渠道整合效应显著
管理费用率	3.58%	2.91%	-0.67%	规模效应,管理水平不断提高
财务费用率	0.19%	0.30%	0.11%	汇率波动引起的汇兑损失
所得税率	18.98%	15.51%	-3.47%	
毛利率	22.38%	15.68%	-6.70%	“上规模”指导思路下,公司参与市场竞争采取相对较低的价格策略
净利润率	4.20%	4.53%	0.33%	

数据来源:公司资料,兴业证券研究所

➤ **2011 年公司的主要工作思路:**

“坚持“上规模、保利润、调结构、”的经营方针，深化内部公司化运作，经营方式逐步由要素驱动向效率驱动转变，继续加大技术开发力度，提升品质监控能力，完善产品线布局，建立公司特有的市场竞争优势、技术创新优势、产能规模优势和产业布局优势。

从公司的发展计划中，我们可以发现：

- 1) 2011 年仍将是规模和利润平衡发展的一年；
- 2) 公司在内部管理生产效率上的提升将加大投入，符合低端劳动力要素市场供给逐步减少的发展趋势，相信这些内部挖潜的工作将进一步敦实公司的成本控制能力。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6243	7627	9850	12307
货币资金	2216	2515	3817	5323
交易性金融资产	8	0	0	0
应收账款	906	1538	1818	2038
其他应收款	14	134	126	148
存货	1051	1430	1597	1872
非流动资产	1759	2396	2295	2206
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	109	114	114	114
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1196	1615	1535	1454
在建工程	26	13	7	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	240	475	467	459
资产总计	8002	10022	12145	14513
流动负债	4463	5703	6737	7710
短期借款	9	0	0	0
应付票据	805	1042	1243	1421
应付账款	2972	3709	4462	5111
其他	677	952	1032	1178
非流动负债	28	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	28	0	0	0
负债合计	4491	5703	6737	7710
股本	632	632	632	632
资本公积	1100	1100	1100	1100
未分配利润	1112	1789	2703	3873
少数股东权益	454	530	633	764
股东权益合计	3511	4319	5408	6803
负债及权益合计	8002	10022	12145	14513

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	507	731	986	1264
折旧和摊销	107	94	95	95
资产减值准备	-392	375	-35	10
无形资产摊销	33	8	8	8
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	34	-47	-63	-91
投资损失	-4	0	0	0
少数股东损益	103	76	102	131
营运资金的变动	-871	230	-148	-9
经营活动产生现金流量	1196	999	1238	1415
投资活动产生现金流量	-712	-735	0	0
融资活动产生现金流量	651	35	63	91
现金净变动	1135	299	1301	1506
现金的期初余额	852	2216	2515	3817
现金的期末余额	1988	2515	3817	5323

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11202	14563	17476	20097
营业成本	9445	12233	14592	16681
营业税金及附加	24	39	44	51
销售费用	738	932	1101	1246
管理费用	326	437	507	563
财务费用	34	-47	-63	-91
资产减值损失	-21	37	32	25
公允价值变动	8	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	668	932	1262	1624
营业外收入	74	30	30	30
营业外支出	20	12	12	12
利润总额	722	950	1280	1642
所得税	112	142	192	246
净利润	610	807	1088	1395
少数股东损益	103	76	102	131
归属母公司净利润	507	731	986	1264
EPS (元)	0.80	1.16	1.56	2.00

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	65.7%	30.0%	20.0%	15.0%
营业利润增长率	113.5%	39.4%	35.5%	28.6%
净利润增长率	78.7%	44.3%	34.8%	28.2%
盈利能力(%)				
毛利率	15.7%	16.0%	16.5%	17.0%
净利率	4.5%	5.0%	5.6%	6.3%
ROE	16.6%	19.3%	20.7%	20.9%

偿债能力(%)

资产负债率	56.1%	56.9%	55.5%	53.1%
流动比率	1.40	1.34	1.46	1.60
速动比率	1.16	1.07	1.21	1.34

营运能力(次)

资产周转率	1.89	1.62	1.58	1.51
应收帐款周转率	10.82	10.81	9.11	9.31

每股资料(元)

每股收益	0.80	1.16	1.56	2.00
每股经营现金	1.14	1.58	1.96	2.24
每股净资产	4.83	5.99	7.55	9.55

估值比率(倍)

PE	24.7	17.1	12.7	9.9
PB	4.1	3.3	2.6	2.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。