

洗衣机

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 28.80 元

当前股价: 19.80 元

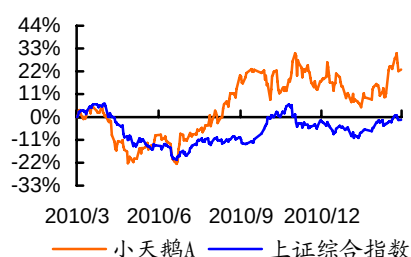
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2896.26
总股本(百万)	632
流通股本(百万)	540
流通市值(亿)	107
EPS (TTM)	0.55
每股净资产(元)	5.55
资产负债率	56.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
小天鹅 A	5.43	2.96	1.49
上证综合指数	-0.10	-0.52	9.19



相关报告

《小天鹅 A-转让华印电器股权 主业更加清晰》2010-12-16

《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

000418

强烈推荐

渠道、效率、结构: 三轮驱动持续增长

投资要点:

- 2010 年公司实现收入 112 亿元, 同比增长 65.7%, 实现净利润 5 亿元, 同比增长 78.7%, EPS 0.8 元, 扣除非经常性损益净利润 0.66 亿元, 同比增长 144%。2010 年公司完成对合肥荣事达 69% 股权收购, 且注入资产盈利水平较高, 当期实现净利润 2 亿元, 贡献 EPS 0.26 元。当期实现每股经营性现金流 1.14 元, 现金流充裕。
- 渠道驱动, 扩大规模优势。2010 年剥离冰箱业务, 完成荣事达资产注入, 年底实现并表, 产能快速扩张。荣事达与小天鹅销量同比增长 67%, 是行业平均增速两倍, 合计市占率已达 20% 左右, 与洗衣机龙头海尔差距缩小在 5% 以内。当期内外销调整后收入同比增长均在 60% 以上, 内销占比 75.7%。规模快速增长, 一方面是行业的整体复苏以及国内“家电下乡”和“以旧换新”等政策拉动洗衣机销量增长。更重要的是公司在美的入主之后, 整体经营发生了脱胎换骨的变化, 借力美的销售渠道, 规模优势还会初步扩大。具体表现为: 1) 三四级市场需求仍有较大空间, 小天鹅目前在美的 5 万个终端渗透率在 60%, 公司利用美的三四级市场渠道优势尚有较大提升余地。2) 公司目前出口占比不足 25%, 借力美的拥有强大的海外渠道资源, 出口销量大幅增长能够更有效的发挥公司规模优势。
- 2010 年公司改以销售公司为直接销售对象, 毛利率, 销售费用均大幅下降。当期毛利率 15.7%, 销售费用率 6.6%, “毛利率-销售费用率”为 9%, 同比略降 1 个百分点, 主要受原材料价格上涨, 以及公司个别机型促销力度较大影响。当期实现净利润率 4.5%, 同比略增长 0.3 个百分点。
- 期待效率提升、结构优化, 持续改善盈利能力。公司 2011 年工作重点放在经营方式转变上, 通过美的管理输出, 未来经营效率、盈利水平也有望逐步提高: 1) 通过提高劳动生产效率, 实现产能和效率的同步大幅提升。公司公告暂缓南沙基地的项目, 改为拟投资 6.4 亿元用于技改扩能和新基建项目, 产能将由目前的 1,600 万台提升到 2,500 万台。2) 持续进行产品结构优化, 通过加大滚筒和变频洗衣机等高端产品收入占比, 持续改善盈利能力。目前公司滚筒占比不足 20%, 主要为欧美出口, 未来随着内销滚筒需求加速释放, 滚筒占比还会持续提升。同时公司在干衣机、变频洗衣机等新产品上也积极布局, 预计未来会成为新的增长点。
- 2010 年利润分配预案每 10 股派现金 1 元。
- 盈利预测和投资评级。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。预计公司 11, 12 和 13 年 EPS 分别为 1.16 元、1.59 和 2.09 元。考虑到公司成长性, 11 年给予 25 倍 PE, 6-12 个月目标价 28.8 元, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动, 洗衣机需求增长低预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11202	16272	21675	27527
同比(%)	66%	45%	33%	27%
归属母公司净利润(百万元)	507	731	1007	1324
同比(%)	79%	44%	38%	31%
毛利率(%)	15.7%	15.8%	15.9%	15.9%
ROE(%)	16.6%	19.3%	21.0%	21.6%
每股收益(元)	0.80	1.16	1.59	2.09
P/E	24.70	17.14	12.43	9.46
P/B	4.10	3.30	2.61	2.04
EV/EBITDA	13	10	7	5

资料来源: 中投证券研究所

一、销售收入分产品

表 1: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
洗衣机	9814	87.6%	63.3%	6009	88.9%
冰箱			-	180	2.7%
其他产品	39	0.4%	-53.4%	84	1.2%
材料销售	1341	12.0%	177.6%	483	7.1%
小计	11194	99.9%	65.7%	6,755	99.9%
其他业务	8	0.1%	133.4%	3.61	0.1%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、产品毛利率变化

表 2: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
洗衣机	16.9%	24.7%	-7.8%
冰箱		-9.6%	9.6%
其他产品	9.4%	9.4%	0.0%
材料销售	6.6%	7.5%	
其他	90.7%	51.5%	39.2%
合计	15.7%	22.4%	-6.7%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

三、收入分地区

表 3: 收入分地区 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比	营业收入同比	营业收入 (2009)	收入占比
国内	7431	75.7%	64.6%	4515	75.3%
国外	2383	24.3%	60.7%	1483	24.7%
合计	9814	100.0%	63.6%	5998	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6243	8468	11416	14411	营业收入	11202	16272	21675	27527
现金	2216	2830	3942	4933	营业成本	9445	13705	18239	23154
应收账款	906	1695	2061	2700	营业税金及附加	24	39	50	64
其它应收款	14	72	69	99	营业费用	738	1041	1366	1679
预付账款	357	403	587	724	管理费用	326	493	629	798
存货	1051	1396	1914	2406	财务费用	34	19	15	14
其他	1700	2073	2842	3547	资产减值损失	-21	0	0	0
非流动资产	1759	2400	3057	3665	公允价值变动收益	8	5	6	6
长期投资	109	121	117	118	投资净收益	4	0	1	1
固定资产	1196	1770	2359	2893	营业利润	668	981	1385	1824
无形资产	240	297	366	431	营业外收入	74	67	56	60
其他	213	212	214	224	营业外支出	20	26	24	25
资产总计	8002	10868	14473	18076	利润总额	722	1022	1417	1859
流动负债	4463	6475	8884	10926	所得税	112	169	229	303
短期借款	9	582	1111	1389	净利润	610	853	1188	1556
应付账款	2972	4227	5663	7174	少数股东损益	103	123	181	232
其他	1482	1666	2109	2364	归属母公司净利润	507	731	1007	1324
非流动负债	28	23	25	24	EBITDA	809	1105	1541	2014
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	1.16	1.59	2.09
其他	28	23	25	24	主要财务比率				
负债合计	4491	6498	8909	10950	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	454	577	758	990	成长能力				
股本	632	632	632	632	营业收入	65.7%	45.3%	33.2%	27.0%
资本公积	1100	1100	1100	1100	营业利润	113.5	46.8%	41.2%	31.7%
留存收益	1325	2056	3063	4387	归属于母公司净利润	78.7%	44.2%	37.8%	31.5%
归属母公司股东权益	3056	3793	4806	6136	获利能力				
负债和股东权益	8002	10868	14473	18076	毛利率	15.7%	15.8%	15.9%	15.9%
现金流量表					净利率	4.5%	4.5%	4.6%	4.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	16.6%	19.3%	21.0%	21.6%
经营活动现金流	724	802	1394	1510	ROIC	53.1%	43.4%	46.0%	45.3%
净利润	610	853	1188	1556	偿债能力				
折旧摊销	107	105	141	175	资产负债率	56.1%	59.8%	61.6%	60.6%
财务费用	34	19	15	14	净负债比率	0.20%	8.96%	12.48	12.68%
投资损失	-4	-0	-1	-1	流动比率	1.40	1.31	1.28	1.32
营运资金变动	57	-385	7	-338	速动比率	1.16	1.08	1.06	1.09
其它	-80	211	45	103	营运能力				
投资活动现金流	-158	-742	-797	-781	总资产周转率	1.89	1.72	1.71	1.69
资本支出	201	655	704	688	应收账款周转率	11	12	11	11
长期投资	13	12	-4	1	应付账款周转率	4.17	3.81	3.69	3.61
其他	55	-76	-96	-92	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	8	554	515	263	每股收益(最新摊薄)	0.80	1.16	1.59	2.09
短期借款	8	573	529	277	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.27	2.20	2.39
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.83	6.00	7.60	9.70
普通股增加	85	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	592	0	0	0	P/E	24.70	17.14	12.43	9.46
其他	-678	-19	-15	-14	P/B	4.10	3.30	2.61	2.04
现金净增加额	573	614	1112	991	EV/EBITDA	13	10	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

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。

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。

免责声明

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