

小天鹅 A (000418.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

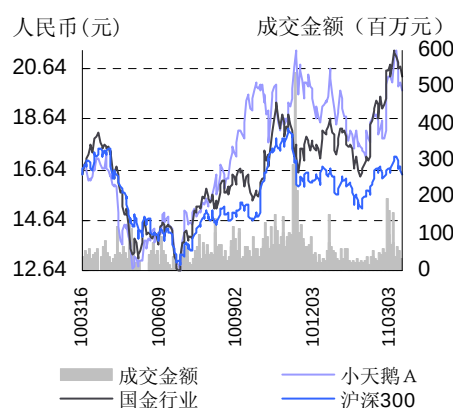
业绩点评

市价(人民币): 19.80 元
 目标(人民币): 27.00-30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 348.94
 总市值(百万元) 12,523.26
 年内股价最高最低(元) 21.35/12.65
 沪深 300 指数 3203.96
 深证成指 12705.32



相关报告

1. 《品牌提升价值,营销改革体现增长拉;》, 2011.1.6
2. 《明年关联采购金额预示业绩将继续快速增长》, 2010.12.16
3. 《定增收购资产终获批文,天鹅高飞后劲足》, 2010.11.12

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青 联系人
 (8621)61357504
 suqq@gjzq.com.cn

业绩符合预期, 规模快速扩张还在进行时

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.406	0.801	1.126	1.490	1.759
每股净资产(元)	3.39	4.83	6.773	8.263	9.892
每股经营性现金流(元)	0.25	1.14	1.295	1.421	1.780
市盈率(倍)	36.06	24.64	17.59	13.29	11.25
行业优化市盈率(倍)	45.80	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	454.93%	128.15%	40.14%	32.34%	18.09%
净资产收益率(%)	11.98%	16.58%	16.62%	18.03%	17.78%
总股本(百万股)	547.66	632.49	632.49	632.49	632.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 小天鹅 2010 年收入 112 亿、可比口径下增长 66%, 归属于上市公司股东净利润 5.07 亿、可比口径下增长 63%, 对应全年 EPS 为 0.801 元, 基本符合我们一直以来对其 0.81 元的盈利预测。

经营分析

- 美的系洗衣机增长远超行业, 主要系整合后营销、渠道方面加强所致: 产业在线和中怡康统计口径比较分析结果显示美的系洗衣机销量增速大幅领先行业平均增速。销售的强劲表现归功于 08-10 三年以来美的系洗衣机业务整合从开始到收官, 在营销和渠道建设方面的进步, 这也是我们推荐小天鹅的重要原因之一。从 2010 年全年表现看, 企业用各方面的数据证明了我们对于小天鹅的整体。
- “上规模、调结构、保盈利”的经营策略贯穿全年: 目前洗衣机行业的品牌集中度不高, 相比空调的双寡头垄断格局而言 CR2 仍有近 15% 的提升空间, 美的系也正是看中了这个空间, 2010 年提出了“上规模、调结构、保盈利”的经营策略。这一经营策略的直接结果就是我们看到的销量快速上升从而抢占了市场份额, 同时通过高效运营和降本工作保持合理盈利水平(分析过程详见正文)。预计 2011 年这一经营思路将继续通过报表数据体现出来。
- 南沙投资项目取消不影响短期扩张进度: 小天鹅现有产能为 1600 万台(总部 800 万台+荣事达 700 万台+湖北荆州 100 万台), 虽然目前新投资南沙基地的项目暂缓实施, 我们认为主要是地理位置的问题, 将来仍有可能再启, 尤其不会影响短期扩张进度。

盈利调整、估值和投资建议

- 预计公司 2011-2013 年收入分别为 143、185、218 亿, 同比增长 27%、30%和 18%, 净利润增速分别为 30.5%、30.7%和 21.4%, 对应 EPS 分别为 1.10、1.44、1.75 元。
- 公司未来三年净利润有 30%复合增速, 我们认为是优良的价值投资标的, 6-12 个月合理估值区间应为 24X11PE-20X12PE, 即 27-30 元, 距离目前股价有 35%以上的空间, 维持“买入”评级。

2010 年总体竞争力明显上升

美的系洗衣机增长远超行业，主要系整合后营销、渠道方面加强所致

- 通过不同统计口径的增长对比，我们可以看出美的系洗衣机 2010 年市场表现较为喜人：
 - 统计局产量数据显示行业 2010 年增长 26%；
 - 产业在线显示的 2010 年行业总销量、内销和外销增速分别为 27%、26%和 30%，同期小天鹅+荣事达（因为产业在线没有统计美的牌销量，所以暂时我们比较小天鹅+荣事达销量增长）总销量、内销和外销增速分别为 65%、58%和 97%，内外销增长都远远超过行业增长；
 - 中怡康数据可以看出美的系洗衣机在一二级市场的竞争力表现：2010 年中怡康口径的洗衣机行业总销量增长 17%，而美的系（美的+小天鹅+荣事达）品牌销量同比增长 26%，也远超行业增长；

图表1：美的系洗衣机增速与行业增速对比表

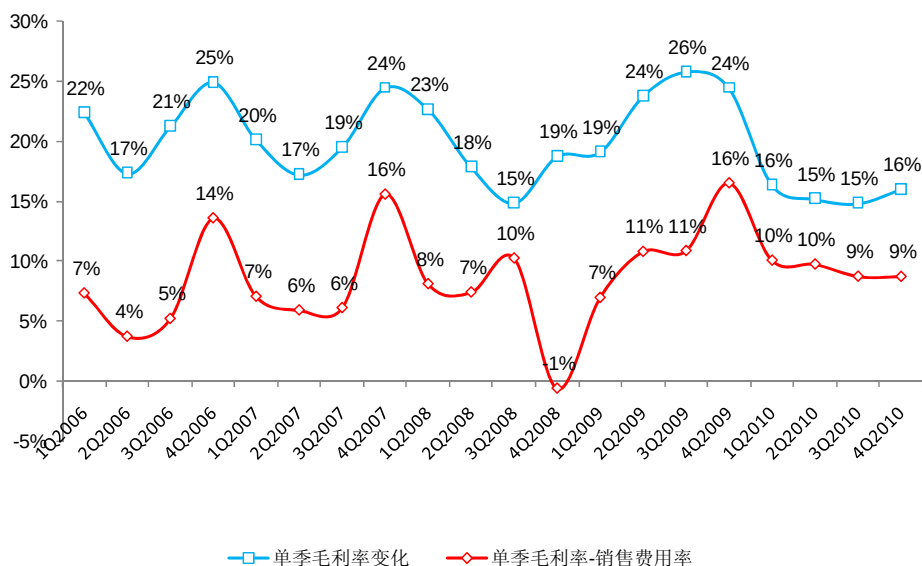
统计口径		万台	2009	2010	YOY
行业增长	统计局	产量	4936	6208	26%
	产业在线 (企业发货)	总销量	3974	5058	27%
		内销	2677	3360	26%
		外销量	1297	1692	30%
	中怡康 (城市零售)	销量	951	1110	17%
小天鹅-产业在线		总销量	251	444	77%
		内销	203	338	67%
		外销量	48	106	124%
荣事达-产业在线		总销量	40	532	57%
		内销	280	427	52%
		外销量	59	105	76%
小天鹅+荣事达-产业在线		总销量	590	976	65%
		内销	483	765	58%
		外销量	107	211	97%
小天鹅-中怡康		销量	117	159	36%
荣事达-中怡康		销量	73	57	-23%
美的-中怡康		销量	17	45	173%
三品牌合计-中怡康		销量	207	261	26%

来源：华通人，产业在线，中怡康，国金证券研究所

- 终端销售方面的强劲表现主要和 2010 年以来美的系洗衣机整合收官后，在营销和渠道建设方面的进步有关，同时这一点也是我们之前推荐小天鹅的重要原因之一，至少从 2010 年全年表现看，企业用各方面的数据证明了我们对小天鹅的整体判断：
 - 营销方面，2010 年小天鹅一改往日低调的营销风格，开始在广告方面有所投入，但总体占比不高，预计 2011 年广告投入力度将加大，规划 2 个亿将用于广告方面；
 - 渠道建设方面，整合前小天鹅拥有 10000 多个终端销售网点，整合后，利用美的较强的渠道资源（30000 多个销售终端），渠道数量短期内可有大幅度提升；

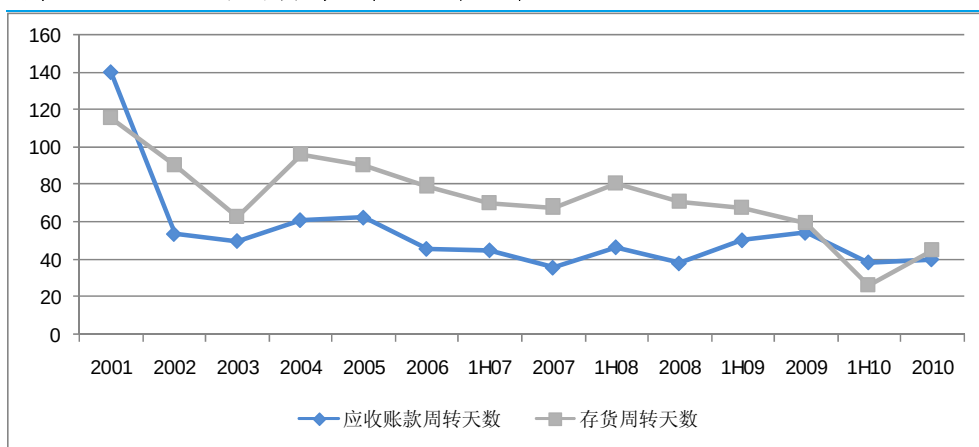
- 同时，整合后，原来美的经销商还可经营洗衣机产品，一方面可与冰箱、空调的淡季经营季节性形成有效互补，另一方面对于经销商来说也是增加了一种热销产品，可以稳固并激励经销商团队。

图表2：单季毛利率和费用率变化图



来源：国金证券研究所

图表3：应收账款和存货周转率较去年提升明显

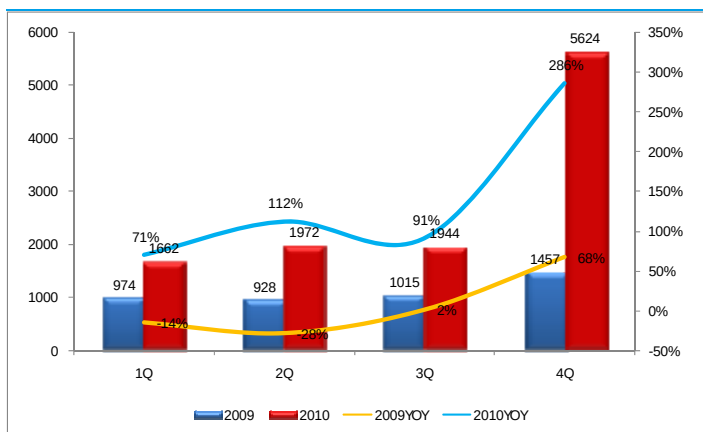


来源：国金证券研究所

外销增长超过内销，盈利情况基本保持不变

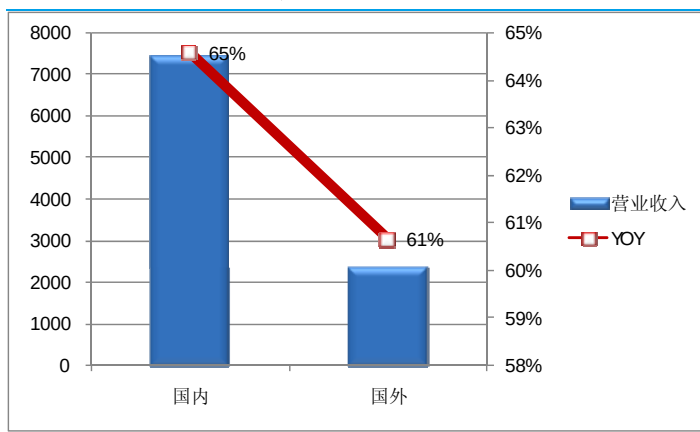
- 2010 年单季收入均同比 2009 年实现正增长，同时每季度增速都高于 2009 年同期增速（除了 4Q 不可比），主要是营销和渠道整合效果所致：
 - 2010 年 4Q 同比增长 286% 不可比，因为主要是四季度实现了与荣事达的合并报告所致。
- 从内外销增长对比看，小天鹅 2010 年基本实现内外销同步发展，内销增长 65%，外销增长 61%。

图表4：分季度收入及增长对比（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：国内外市场同步增长



利润表的其他变化分析

图表6：有关利润表的各项变化及说明

	2009	2010	变动原因
营业收入(百万元)	4375	11202	① 营销和渠道整合拉动销量增长；②合并报表因素
-营业成本	77%	84%	
=毛利	23%	16%	① 原材料价格较去年同期有所增长；②营销模式改革
-营业税金及附加	0%	0%	
-销售费用	12%	7%	渠道营销模式改革所致，毛利率-销售费用率较去年下降 2 个百分点，主要是 2010 年采用价格战术获得市场，使得毛利率受到影响
-管理费用	4%	3%	融入美的管理体系，管理效率提升所致
-财务费用	0%	0%	
-资产减值损失	2%	0%	
+公允价值变动损益	0%	0%	
+投资收益	0%	0%	
+营业外收支	2%	0%	
=利润总额	6%	6%	
-所得税费用	1%	1%	
-少数股东损益	0%	1%	
=归属于母公司所有者净利润	5%	5%	

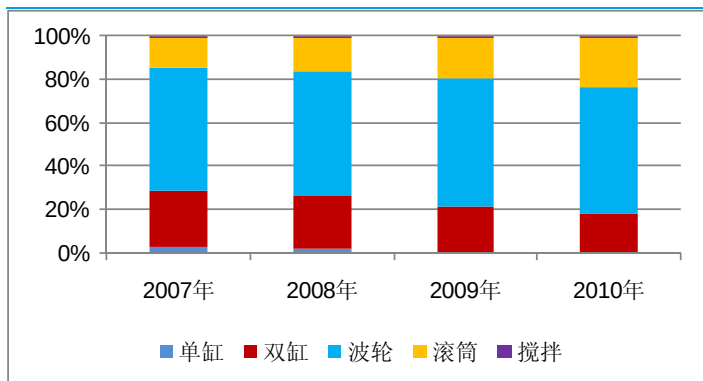
来源：国金证券研究所

2011：坚持“上规模、调结构、保盈利”的经营策略

- 小天鹅现有产能为 1600 万台（总部 800 万台+荣事达 700 万台+湖北荆州 100 万台），由于华南地区还没有洗衣机产能基地，小天鹅也选中了南沙作为第四个洗衣机产能基地，虽然目前有关南沙产能规划及投产时间暂时没有明确信息，但 2011 年“快速上量”的经营方针不会改变。
- 随着滚筒洗衣机销量占比的不断提高，小天鹅也明确提出了加大滚筒占比的经营目标，计划用三年时间将滚筒洗衣机比例提升至 30%（目前行业滚筒占比是 23%），通过产品结构优化调节整体盈利能力。

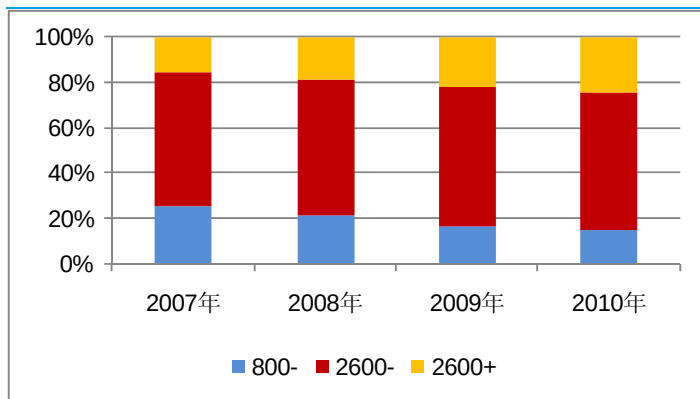
- 在盈利方面，也将坚持美的一贯的“保持合理利润水平”的经营方针，通过降低单位成本、提高团队经营效率、优化产品结构和加快新品研发等措施实现这一目标。

图表7：洗衣机产品销售结构



来源：中怡康，国金证券研究所

图表8：洗衣机产品消费价格的结构变化图



盈利预测、估值和投资建议

- 预计公司 2011-2013 年收入分别为 143、185、218 亿，同比增长 27%、30%和 18%，净利润增速分别为 30.5%、30.7%和 21.4%，对应 EPS 分别为 1.10、1.44、1.75 元。
- 公司未来三年净利润有 30%复合增速，我们认为是优良的价值投资标的，6-12 个月合理估值区间应为 24X11PE-20X12PE，即 27-30 元，距离目前股价有 35%以上的空间，维持“买入”评级。

图表9：公司三张报表及预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	4,293	4,375	11,202	13,868	18,009	20,338
增长率		1.9%	156.0%	36.9%	29.9%	12.9%
主营业务成本	-3,495	-3,353	-9,445	-11,624	-15,129	-17,091
%销售收入	81.4%	76.6%	84.3%	83.8%	84.0%	84.0%
毛利	798	1,023	1,757	2,244	2,880	3,247
%销售收入	18.6%	23.4%	15.7%	16.2%	16.0%	16.0%
营业税金及附加	-18	-19	-24	-64	-83	-81
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%
营业费用	-513	-505	-738	-749	-954	-1,119
%销售收入	11.9%	11.5%	6.6%	5.4%	5.3%	5.5%
管理费用	-233	-188	-326	-499	-612	-610
%销售收入	5.4%	4.3%	2.9%	3.6%	3.4%	3.0%
息税前利润（EBIT）	34	312	669	932	1,231	1,437
%销售收入	0.8%	7.1%	6.0%	6.7%	6.8%	7.1%
财务费用	-17	-1	-34	20	32	49
%销售收入	0.4%	0.0%	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-39	-103	21	-5	-9	-10
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	63	-7	4	0	0	5
%税前利润	158.8%	n.a	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%
营业利润	42	200	668	947	1,254	1,480
营业利润率	1.0%	4.6%	6.0%	6.8%	7.0%	7.3%
营业外收支	-2	78	53	0	0	0
税前利润	40	278	722	947	1,254	1,480
利润率	0.9%	6.3%	6.4%	6.8%	7.0%	7.3%
所得税	-15	-56	-112	-237	-313	-370
所得税率	36.9%	20.1%	15.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	25	222	610	710	940	1,110
少数股东损益	-15	0	103	0	0	0
归属于母公司的净利润	40	222	507	710	940	1,110
净利率	0.9%	5.1%	4.5%	5.1%	5.2%	5.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	222	610	710	940	1,110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	164	86	39	52	57
非经营收益	0	-73	-30	0	0	-5
营运资金变动	0	-174	57	67	-95	-40
经营活动现金净流	0	139	723	817	897	1,123
资本开支	-129	47	-168	-312	-162	-22
投资	-2	43	-17	0	0	0
其他	55	44	27	0	0	5
投资活动现金净流	-75	134	-158	-312	-162	-17
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-49	-34	8	0	1	3
其他	-31	-5	-1	0	0	0
筹资活动现金净流	-79	-38	7	0	1	3
现金净流量	-155	234	572	505	736	1,109

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	618	852	2,216	1,641	2,377	3,486
应收款项	903	1,504	2,482	3,070	3,937	4,427
存货	695	440	1,051	1,433	1,856	2,107
其他流动资产	107	84	494	234	305	344
流动资产	2,324	2,881	6,243	6,379	8,475	10,364
%总资产	69.6%	74.3%	78.0%	67.3%	72.5%	76.5%
长期投资	256	144	110	849	850	851
固定资产	517	615	1,222	984	1,099	1,070
%总资产	15.5%	15.9%	15.3%	10.4%	9.4%	7.9%
无形资产	169	158	304	148	151	154
非流动资产	1,016	998	1,759	1,984	2,103	2,078
%总资产	30.4%	25.7%	22.0%	20.9%	18.0%	15.3%
资产总计	3,339	3,879	8,002	9,475	11,690	13,554
短期借款	75	1	9	0	0	1
应付款项	1,465	1,762	4,328	4,222	5,444	6,149
其他流动负债	102	197	144	297	349	477
流动负债	1,643	1,960	4,482	4,519	5,793	6,627
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	1	4	9	0	0	0
负债	1,643	1,964	4,491	4,519	5,794	6,630
普通股股东权益	1,606	1,855	3,056	4,274	5,214	6,243
少数股东权益	89	60	454	682	682	682
负债股东权益合计	3,339	3,879	8,002	9,475	11,690	13,554

比率分析

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.073	0.406	0.801	1.126	1.490	1.759
每股净资产	2.933	3.387	4.832	6.773	8.263	9.892
每股经营现金净流	-0.246	0.254	1.145	1.295	1.421	1.780
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	2.49%	11.98%	16.58%	16.62%	18.03%	17.78%
总资产收益率	1.20%	5.73%	6.34%	7.50%	8.04%	8.19%
投入资本收益率	1.23%	12.99%	16.05%	14.11%	15.65%	15.55%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.15%	1.92%	156.04%	36.85%	29.86%	12.93%
EBIT增长率	-83.79%	803.22%	114.78%	37.17%	32.02%	16.74%
净利润增长率	-87.99%	454.93%	128.15%	38.83%	32.34%	18.09%
总资产增长率	-11.76%	16.15%	106.30%	29.80%	26.49%	17.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.8	54.1	29.0	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	70.2	61.8	28.8	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	111.9	138.4	87.4	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	42.7	49.4	39.0	17.8	15.0	12.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.02%	-44.47%	-63.08%	-33.12%	-40.30%	-50.29%
EBIT利息保障倍数	2.0	211.6	19.8	-45.9	-38.1	-29.4
资产负债率	49.22%	50.63%	56.12%	47.69%	49.56%	48.91%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	3	14
买入	1	1	1	4	16
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.33	2.40	2.00	1.70

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-09-01	买入	17.15	20.30 ~ 22.43
2 2010-10-26	买入	19.12	30.00 ~ 30.00
3 2010-11-12	买入	20.70	30.00 ~ 30.00
4 2010-12-16	买入	19.36	30.00
5 2011-01-06	买入	18.75	30.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室