

仓庚啾啾 意在扩张

——小天鹅 A (000418) 快报点评——

买入

事件:

- 小天鹅 A (000418) 第六届董事会第十一次会议审议通过了《关于公司 2011 年投资规划的议案》。根据“以洗为主, 做大做强洗衣机主业”的发展战略, 为进一步完善洗衣机产业布局, 增强公司的综合竞争力, 公司计划于 2011 年新增固定资产投资 64,870 万元, 主要是用于提升公司产能。
- 另, 公司拟暂缓对南沙工业园项目的实施, 待公司进一步详细论证后再行确定。

点评:

- **行业战国时代, 意在扩张** 公司对洗衣机产业布局进行相应的调整, 充分扩充现有无锡、合肥、荆州三基地的产能。公司现有产能为 1600 万台, 其中总部 800 万台, 荣事达 700 万台, 湖北荆州 100 万台。此次投资计划全部完成后, 公司产能将由目前的 1,600 万台提升到 2,500 万台, 公司产能持续不足的问题将得以解决。伴随消费升级的加速和城镇市场的发展, 由于家电行业的完全竞争态势, 洗衣机子行业也步入群雄逐鹿的战国时代, 行业竞争格局也将向寡头化方向发展。洗衣机行业品牌集中度进一步提高, 将演绎出强者愈强的格局。高端洗衣机龙头公司将步入发展快行轨道, 作为行业龙头将充分分享行业发展空间。公司销量快速上升, 抢占市场份额。在现有生产优势基础上, 扩大产能建设步伐。为了确立可持续的成本竞争优势, 公司拟暂缓对南沙工业园项目的实施, 目前家电产业基地普遍开始从东南沿海地区向内地转移, 是综合考虑沿海地区的生产成本及内地市场的未来前景, 而适时采取的战略举措。一方面可以实现区域市场产品的快速响应; 另一方面, 也降低物流运输等成本。

分析师

李辉
执业证号: S1250511010001
电话: 010-57631229
邮箱: lihui@swsc.com.cn

市场表现

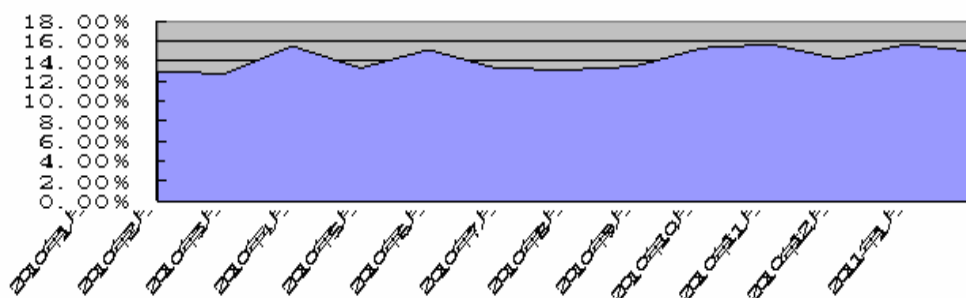


来源: 西南证券研发中心

基本数据

目标价格(6个月)	25.00 元
总市值(百万元)	12,226
总股本/流通A 股(百万股)	632/349
流通B 股/H 股(百万股)	191/0
流通股比例	85%
主要股东	广东美的电器股份有限公司

图 1: 市占率变化



来源: 公司公告

- **得高端者得天下,技改扩能投入 34,904 万元** 公司本次投资包含了下属子公司的投资,计划投资总额为 64,870 万元左右,资金来源为自筹资金,其中基建投入 24,506 万元,技改扩能投入 34,904 万元,基础研究及其他投入 5,460 万元。高端洗衣机已经进入发展提速期,变频技术成为“标配”,高附加值的潮流产品层出不穷。变频等高端技术也成为各洗衣机企业角逐高端市场的重要利器。公司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。

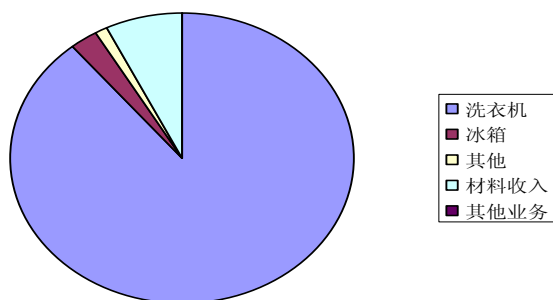
表 1: 主要内容列表如下(单位: 万元)

公司名称	控制关系	技改扩能	研发测试	信息技术	基建生产	总计
无锡小天鹅股份有限公司	本公司	7406	2879	1467	1020	12772
无锡小天鹅通用电器有限公司	控股子公司	483	199	-	58	740
合肥荣事达洗衣设备制造有限公司	控股子公司	11579	412	185	293	12469
小天鹅(荆州)三金电器有限公司	全资子公司	15436	200	118	23135	38889

来源: 公司公告

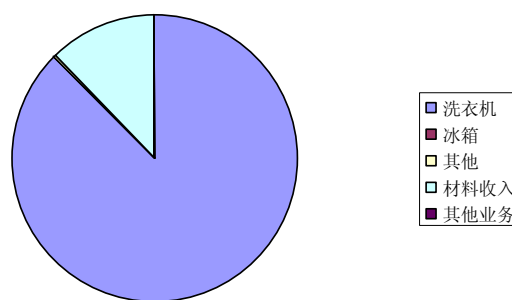
- **扩产荣事达,三、四级市场有超预期的可能** 公司分别覆盖高中低档洗衣机产品,其中荣事达定位在普及的大众品牌。2011 年“家电下乡”政策延续、惠农措施全面实施、城市化进程加速,一系列利好消息,使三、四级市场成为洗衣机行业新的增长极。荣事达洗衣机在农村市场的品牌和渠道优势突出,产品定位中低端,销量大于小天鹅,但目前收入规模与小天鹅相比有一定的差距。随着家电下乡限价提高,产品销售规模扩大。公司此次扩产荣事达,凭借渠道覆盖率提升,三、四级市场有超预期的可能。
- **风险提示** 由于白电行业利润率明显高于黑电行业。黑电企业为寻求新增长点纷纷涉足白电行业,使白电行业竞争更加趋近于白热化,白电企业市场份额将受到冲击;通胀背景下,上游成本将被推高;人民币升值可能会影响到公司出口利润。
- **投资建议** 目前公司动态 PE24 倍,具有估值吸引力。伴随公司本身进入快速扩张期,持续确定的成长性使公司具有投资价值。同时,考虑到耐用消费品行业的弱周期性,预期 2011、2012、2013 年公司每股收益 1.18、1.67、2.19 元,维持“买入”评级。

图 2: 2009 收入占比



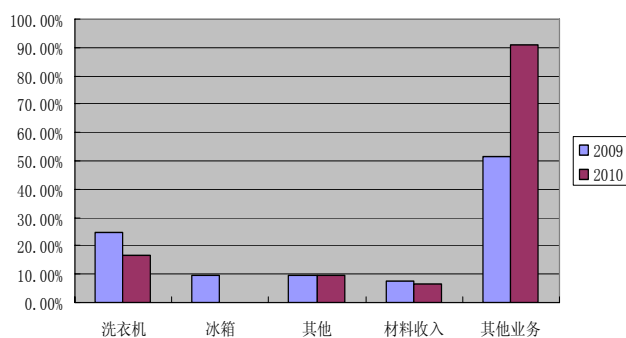
数据来源: 公司年报

图 3: 2010 收入占比



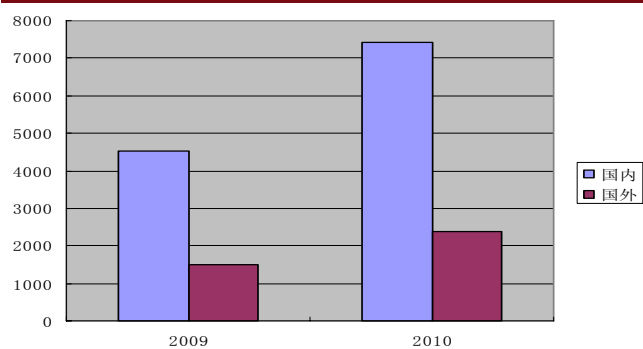
数据来源: 公司年报

图 4: 分产品毛利率变化 (单位: %)



数据来源: 公司年报

图 5: 分地区收入



数据来源: 公司年报

表 2: 盈利预测表 (单位: 百万元)

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11202	15529	22362	27721
营业成本	9445	12910	18819	23299
营业税金及附加	24	39	55	67
营业费用	738	1049	1399	1698
管理费用	326	509	619	740
财务费用	34	19	17	14
资产减值损失	-21	0	0	0
公允价值变动收益	8	6	6	6
投资净收益	4	1	1	1
营业利润	668	996	1446	1896
营业外收入	74	69	52	55
营业外支出	20	25	26	28
利润总额	722	1040	1472	1923
所得税	112	173	235	317
净利润	610	867	1237	1606
少数股东损益	103	119	179	219
归属母公司净利润	507	748	1058	1387
EPS (元)	0.80	1.18	1.67	2.19

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>