

小天鹅 A (000418.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

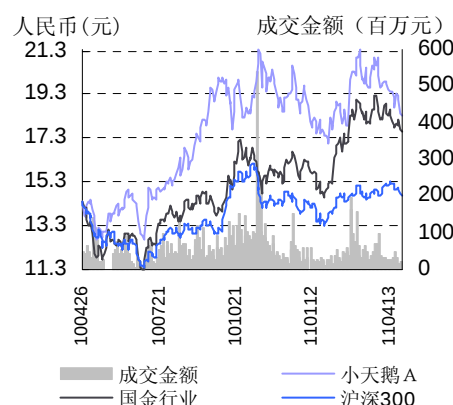
业绩点评

市价(人民币): 18.38 元
目标(人民币): 23.10-24.20 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) 217.43
总市值(百万元) 11,625.13
年内股价最高最低(元) 21.35/12.65
沪深 300 指数 3230.96
深证成指 12448.48



相关报告

1. 《业绩符合预期,规模快速扩张还在进行时》, 2011.3.16
2. 《品牌提升价值,营销改革体现增长》, 2011.1.6
3. 《明年关联采购金额预示业绩将继续快速增长》, 2010.12.16

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

期间费用大增令季报低于预期, 应能逐季好转

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	1.099	1.444	1.761
每股净资产(元)	3.39	4.83	4.17	5.62	7.38
每股经营性现金流(元)	0.25	1.14	1.48	2.46	2.87
市盈率(倍)	36.06	24.64	16.75	12.75	10.45
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%	37.13%	31.39%	21.97%
净资产收益率(%)	11.98%	16.58%	26.33%	25.70%	23.86%
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 A 一季度实现收入 38.3 亿元、同比增长 49%; 净利润 1.35 亿元、同比增长 19%, 低于我们及市场的预期; EPS0.214 元。

经营分析

- **规模扩张符合预期, 收入增长迅速:** 公司销售收入增长高达 49% 优于同行合肥三洋的 35%。今年 1-2 月产业在线口径的小天鹅和荣事达合计销量同比增长 37%, 高于行业增速 24%; 产业在线和中怡康口径的市场份额均上升 2 个百分点。
- **毛利率同比环比均基本不变, 但期间费用增速更高侵蚀利润:** 一季度管理费用增长 93%, 主要是加大了新产品研发投入(如干衣机); 销售费用增长 70%, 主要是增加了央视广告投入以及物流成本上升。
- **展望全年盈利能力有望逐季上升:** 我们认为一季度的期间费用率高企是暂时性的, 2011 年公司的经营策略是坚持“上规模、调结构、保盈利”, 随着研发和销售费用效果逐渐显现, 全年盈利能力有望逐季上升。
- **拟新建天津生产基地, 未来合计产能规模将达 2200 万台:** 小天鹅现有产能为 1600 万台(无锡 800 万台+合肥 700 万台+荆州 100 万台), 在因珠三角招工紧张等原因而放弃南沙投资规划后, 公司拟在天津空港经济区投资建立新的洗衣机生产基地。该基地主要用于滚筒洗衣机和干衣机的生产, 规划产能为 600 万台, 2012-2014 年分三期投产, 投资总额预计为 8.5 亿元。全部达产后产能可达 70 亿元(图表 5)。

盈利调整

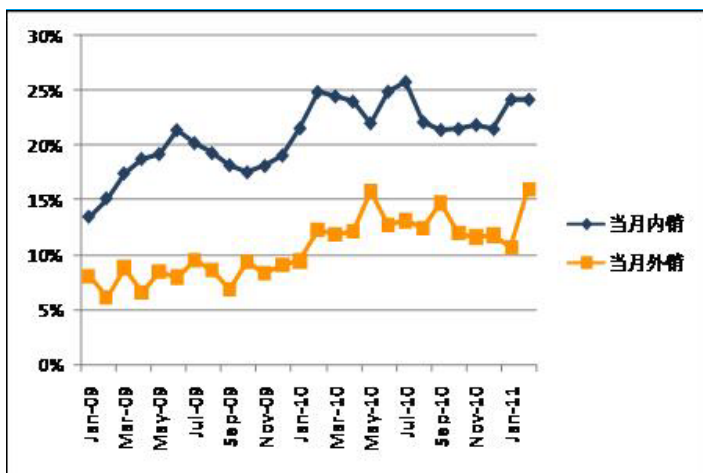
- **维持前期盈利预测:** 预计公司 2011-2013 年收入分别为 143、185、218 亿, 同比增长 27%、29% 和 18%, 净利润增速分别为 37%、31% 和 22%, 对应 EPS 分别为 1.10、1.44、1.76 元。
- **投资建议:** 我们认为公司在主动规模扩张中能够保持利润的快速增长, 是优良的价值投资标的; 短期由于季报业绩低于预期股价已回落到 17X11PE, 向下空间已不大; 在当前不愿给成长性高估值的市场环境下, 公司年内合理估值应为 22X11PE-16X12PE, 即 23.1-24.2 元, 距离目前股价有 26-31% 的空间, 维持“买入”评级。

图表1：公司销量增速高于行业增速

统计口径		万台	10年 1-2 月	11年 1-2 月	YoY
行业增长	统计局	产量	945	972	3%
	产业在线（企业发货）	总销量	743	924	24%
		内销	517	676	31%
		外销	226	248	9%
	中怡康（城市零售）	销量	2086	2279	9%
小天鹅——产业在线		内销	54	90	67%
		外销	15	13	-12%
荣事达——产业在线		内销	65	73	12%
		外销	8	18	127%
合计：小天鹅+荣事达——产业在线		总销量	142	194	37%
		内销	119	163	37%
		外销	23	31	35%
		市场份额	19.1%	21.0%	提高 2 个百分点
小天鹅+荣事达+美的——中怡康		零售量	460	551	20%
		市场份额	22.0%	24.2%	提高 2 个百分点

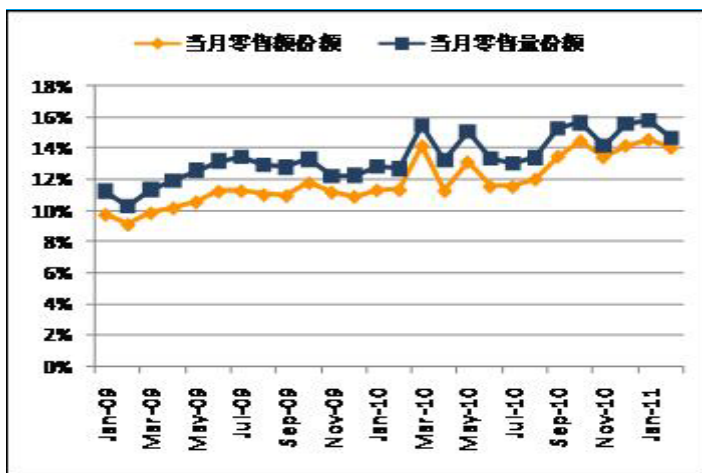
来源：华通人，产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表2：产业在线的“小天鹅+荣事达”份额上升



来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表3：小天鹅的城市零售份额同比上升（中怡康）



图表4：利润表项目分析（单位：百万元）

项目	1Q10	2010	1Q11	同比 YoY	分析
营业总收入	2,571	11,202	3,831	49%	销量增速超过行业增速，市场份额稳定
营业成本	2,156	9,445	3,209	49%	
毛利	415	1,757	622	50%	
毛利率	16.2%	15.7%	16.2%	0.1%	毛利率稳定
营业税金及附加	5	24	9	86%	
销售费用	156	738	265	70%	主要由于加大电视广告等广告投入、物流成本上升所致
销售费用率	6.1%	6.6%	6.9%	0.9%	
管理费用	101	326	195	93%	加大研发投入的原因
管理费用率	3.9%	2.9%	5.1%	1.2%	
财务费用	2	34	4	128%	
财务费用率	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	
资产减值损失	-10	-21	6	-160%	
加：公允价值变动收益	0	8	12	-	
投资收益	1	4	22	1579%	
营业利润	163	668	176	8%	
营业利润率	6.3%	6.0%	4.6%	-1.7%	
营业外收支	-0.3	53	21	-	
利润总额	163	722	197	21%	
利润率	6.3%	6.4%	5.1%	-1.2%	
减：所得税费用	25	112	33	31%	
净利润	138	610	164	19%	
归属于母公司所有者的净利润	114	507	135	19%	
净利率	4.4%	4.5%	3.5%	-0.9%	

来源：公司财报，国金证券研究所

图表5：拟以自有资金新建天津生产基地的产能扩张规划

	投产年	产能（万台）		投入金额（万元）
		洗衣机	干衣机	
基建配套				40000
一期	2012	200		25000
二期	2013	100	100	10000
三期	2014	150	50	10000
合计	-	450	150	85000

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司三张报表及预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,293	4,375	11,202	14,329	18,507	21,812
增长率		1.9%	156.0%	27.9%	29.2%	17.9%
主营业务成本	-3,495	-3,353	-9,445	-11,971	-15,469	-18,256
% 销售收入	81.4%	76.6%	84.3%	83.5%	83.6%	83.7%
毛利	798	1,023	1,757	2,358	3,038	3,556
% 销售收入	18.6%	23.4%	15.7%	16.5%	16.4%	16.3%
营业税金及附加	-18	-19	-24	-50	-85	-100
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	-513	-505	-738	-910	-1,129	-1,287
% 销售收入	11.9%	11.5%	6.6%	6.4%	6.1%	5.9%
管理费用	-233	-188	-326	-502	-648	-742
% 销售收入	5.4%	4.3%	2.9%	3.5%	3.5%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	34	312	669	896	1,176	1,427
% 销售收入	0.8%	7.1%	6.0%	6.3%	6.4%	6.5%
财务费用	-17	-1	-34	-9	14	23
% 销售收入	0.4%	0.0%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-39	-103	21	5	-5	-8
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	63	-7	4	0	0	0
% 税前利润	158.8%	n.a	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	42	200	668	892	1,185	1,443
营业利润率	1.0%	4.6%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%
营业外收支	-2	78	53	60	65	70
税前利润	40	278	722	952	1,250	1,513
利润率	0.9%	6.3%	6.4%	6.6%	6.8%	6.9%
所得税	-15	-56	-112	-157	-206	-250
所得税率	36.9%	20.1%	15.5%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	25	222	610	795	1,043	1,263
少数股东损益	-15	0	103	100	130	150
归属于母公司的净利润	40	222	507	695	913	1,114
净利率	0.9%	5.1%	4.5%	4.9%	4.9%	5.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012	2013
净利润	0	222	610	795	1,043	1,263
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	164	86	119	153	175
非经营收益	0	-73	-30	81	-62	-70
营运资金变动	0	-174	57	-60	420	449
经营活动现金净流	0	139	723	936	1,554	1,817
资本开支	-129	47	-168	-292	-182	-127
投资	-2	43	-17	-1	0	0
其他	55	44	27	0	0	0
投资活动现金净流	-75	134	-158	-293	-182	-127
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-49	-34	8	600	-86	1
其他	-31	-5	-1	-22	-3	0
筹资活动现金净流	-79	-38	7	578	-88	1
现金净流量	-155	234	572	1,221	1,283	1,691

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	618	852	2,216	3,436	4,720	6,411
应收款项	903	1,504	2,482	3,133	4,046	4,769
存货	695	440	1,051	989	1,271	1,493
其他流动资产	107	84	494	489	629	740
流动资产	2,324	2,881	6,243	8,047	10,666	13,412
% 总资产	69.6%	74.3%	78.0%	86.3%	92.6%	93.9%
长期投资	256	144	110	107	108	109
固定资产	517	615	1,222	1,507	1,597	1,618
% 总资产	15.5%	15.9%	15.3%	16.2%	13.9%	11.3%
无形资产	169	158	304	249	257	265
非流动资产	1,016	998	1,759	1,865	1,964	1,994
% 总资产	30.4%	25.7%	22.0%	20.0%	17.1%	14.0%
资产总计	3,339	3,879	8,002	9,328	11,515	14,291
短期借款	75	1	9	617	0	0
应付款项	1,465	1,762	4,328	4,736	6,424	7,877
其他流动负债	102	197	144	251	325	383
流动负债	1,643	1,960	4,482	5,604	6,748	8,260
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	4	9	0	0	0
负债	1,643	1,964	4,491	5,604	6,748	8,261
普通股股东权益	1,606	1,855	3,056	2,641	3,554	4,668
少数股东权益	89	60	454	1,083	1,213	1,362
负债股东权益合计	3,339	3,879	8,002	9,328	11,515	14,291

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.073	0.406	0.801	1.099	1.444	1.761
每股净资产	2.933	3.387	4.832	4.175	5.619	7.380
每股经营现金净流	-0.246	0.254	1.145	1.481	2.457	2.872
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.49%	11.98%	16.58%	26.33%	25.70%	23.86%
总资产收益率	1.20%	5.73%	6.34%	7.45%	7.93%	7.79%
投入资本收益率	1.23%	12.99%	16.05%	17.24%	20.60%	19.76%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.15%	1.92%	156.04%	27.91%	29.16%	17.86%
EBIT增长率	-83.79%	803.22%	114.78%	33.94%	31.20%	21.40%
净利润增长率	-87.99%	454.93%	128.15%	37.13%	31.39%	21.97%
总资产增长率	-11.76%	16.15%	106.30%	23.87%	27.43%	21.98%
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	71.2	60.0	28.4	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	111.9	138.4	87.4	90.0	95.0	100.0
固定资产周转天数	42.7	50.6	39.0	35.2	29.5	25.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.02%	-44.47%	-63.08%	-75.93%	-99.18%	-106.42%
EBIT利息保障倍数	2.0	211.6	19.8	102.1	-85.9	-61.4
资产负债率	49.22%	50.63%	56.12%	60.08%	58.60%	57.81%

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	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	11	11	19
买入	2	2	6	6	17
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.55	1.50	1.51

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	23.00 ~ 26.00
6 2011-03-16	买入	20.49	27.00 ~ 30.00

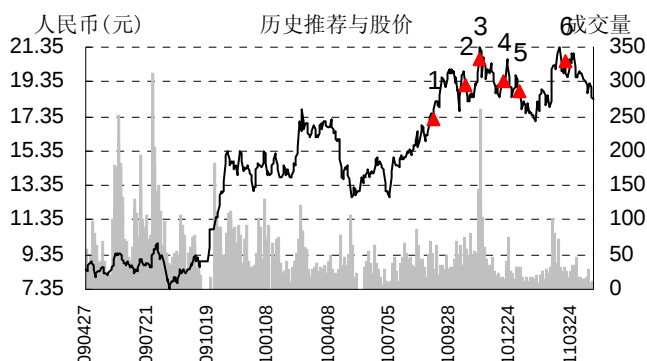
来源：国金证券研究所

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