

审慎推荐-A (维持)

小天鹅A 000418.SZ

目标估值: 20.00 元

当前股价: 17.21 元

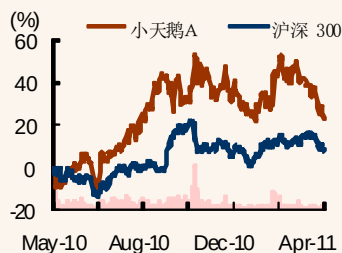
2011年5月9日

基础数据

上证综指	2872
总股本(万股)	63249
已上市流通股(万股)	21743
总市值(亿元)	109
流 市 值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	17.7
资产负债率	59.8%
主要股东	广东美的电器股份有
主要股东持股比例	34.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-8	20
相对表现	-8	3	17



相关报告

- 1、《小天鹅(000418)-期间费用上行致使一季报盈利低于预期》2011/4/27
- 2、《厨卫电器行业 2011 年二季度策略报告-择机布局低 PEG 水平的优质成长型企业》2011/4/6

纪 敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

张立聪

86-755-82943201
zhanglc1@cmschina.com.cn

品牌与渠道发力，小天鹅更美的

公司构建由小天鹅、美的和荣事达组成的品牌序列，是洗衣机市场的双寡头之一。公司采用成熟的美的渠道架构，发挥经销商的主动性和灵活性，整合效果已经初步显现，未来仍有发力空间。基于可选消费的弹性考虑，股价回调可逢低参与。

- 家电行业低估值和低 PEG 水平的个股或有望取得阶段性相对收益。通胀高企和流动性收缩背景下，行业龙头公司良好的季报盈利和估值持续下行有望带来板块轮动；当前可布局业绩增长确定性强且前期下跌较多的个股。即便是未来面临经济增速与 CPI 回落预期引发的市场系统性调整，家电行业中的低估值和低 PEG 水平的个股也有望取得阶段性的相对收益。
- 品牌与渠道发力让小天鹅可以更美的。公司在历时多年的资产重组进程中逐步剥离无关业务，通过注入优质资产强化主业，构建起以小天鹅为主导、以美的和荣事达为辅助的品牌序列，成为洗衣机市场的双寡头之一。公司采用成熟的美的渠道架构，借助更为主动灵活的经销商体系，快速布局进入 3 万个网点。2010 年的经营成果表明公司的整合已经初见成效。2011 年是公司重组完成后的第一个完整财务年度，品牌和渠道的竞争优势仍有继续挖掘的潜力。公司近日公告将在天津建立生产基地进军干衣机市场，为后续市场发力铺垫基石。
- 普及率的提升与产品结构的升级是行业成长的两大动力。参照台湾地区人均 GDP 水平和洗衣机普及率提升的历程，并且考虑到中国农村长期滞后于城镇的消费需求正在快速释放，预计十二五期间，大陆地区洗衣机普及率将超过 90%。同时，消费升级下的市场成长动力在于购买力向高档洗衣机的转移，行业的发展方向体现为滚筒和大容量两大趋势。
- 基于可选消费的弹性考虑，建议股价回调后择机参与。强势品牌与持续完善的营销架构使得公司盈利增长前景相对乐观与确定。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.05、1.35 和 1.63 元，给予“审慎推荐-A”评级。
- 风险提示：要素成本上升高于预期、内需增长低于预期、汇率风险
市场份额优先战略下公司盈利是否同步于收入增长

财务数据与估值

会计年	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	4375	11202	14500	17865	21638
同比增长	2%	156%	29%	23%	21%
营业利润(百万元)	200	668	969	1193	1444
同比增长	377%	234%	45%	23%	21%
净利润(百万元)	222	507	665	852	1029
同 增 长	455%	128%	37%	28	21%
每股收益(元)	0.41	0.80	1.05	1.35	1.63
E	45.1	22.8	17.4	13.6	11.2
PB	5.4	3.8	3.1	2.5	2.1

资料来源：招商证券

正文目录

1、家电行业投资：低 PEG 品种的相对收益行情或将显现	3
2、小天鹅：加入美的系后构建起洗衣机市场第二阵营	4
3、公司经营：借助美的优质资产 品牌渠道双双发力	5
3.1 小天鹅系三大品牌合力增强市场影响力	5
3.2 快速布局终端网点、渠道整合初见成效	7
3.3 建立天津生产基地，大举进军干衣机市场	9
4、行业趋势：普及率持续提升 产品升级是新动力	11
4.1 洗衣机内销市场的产品普及率仍将继续提升	11
4.2 高档洗衣机在消费升级趋势下成为市场热点	12
5、盈利预测与估值分析：品牌与渠道发力提升盈利成长性	14

图表目录

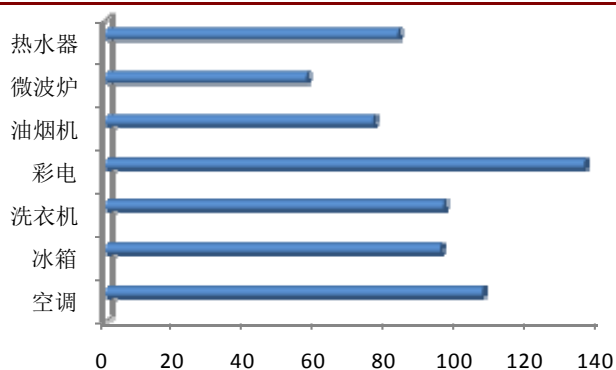
图 1、城镇经济发达地区主要家电设备的普及率	3
图 2、农村市场的家电普及率提升空间较大（台/百户）	3
图 3、大陆市场主要家电产品 1 季度内销增速对比	3
图 4、主要家用电器产品 1 季度出口增速对比	3
图 5、资产重组历程（2007-2010）	4
图 6、美的电器成为重组后的小天鹅第一大股东（2010）	4
图 7、小天鹅系销售额市占率逼近海尔（01~02 / 2011）	4
图 8、当前洗衣机占小天鹅收入约九成（2005-2010）	4
图 9、当前国内外收入比例约为 3:1（2005-2010）	4
图 10、小天鹅阵营缩小与海尔在滚筒市场份额的差距	5
图 11、小天鹅阵营部分产品已经超过海尔（01-02/2011）	5
图 12、小天鹅阵营三大品牌序列	6
图 13、小天鹅无提示品牌提及率最高（2010）	6
图 14、洗衣机市场形成海尔与小天鹅阵营双寡头格局	6
图 15、三大品牌的关注度均在前十之列（2010）	6
图 16、平面媒体投放前十品牌（2010）	6
图 17、软文投放前十品牌（06/2009-02/2011）	6
图 18、重组后的小天鹅采用美的渠道架构	7
图 19、各品牌分渠道的销售额市占率（01-02/2011）	8
图 20、各品牌分城市级别的销售额市占率（01-02/2011）	8
图 21、美的电器销售费用率保持稳定，渠道优势明显	8
图 22、被收购后小天鹅销售费用率改善	8
图 23、小天鹅产能布局	10
图 24、大陆洗衣机普及率与人均 GDP 水平（99-2010）	11
图 25、当前大陆洗衣机市场环境在台湾 1986 年相仿	11
图 26、洗衣机价格指数呈波动上升趋势（2005-2010）	12
图 27、滚筒洗衣机价格下滑但仍高于波轮洗衣机	12
图 28、滚筒洗衣机消费占比逐步提升（2007-01/2010）	13
图 29、滚筒洗衣机的利润空间更大（2006）	13
图 30、居民消费水平提高是滚筒兴起的内在动力	13
图 31、衣着消费增加亦是滚筒兴起的刺激因素	13
图 32、2005 年洗衣机主力容量区间为 4~6 公斤	13
图 33、今年 1~2 月洗衣机主力容量区间为 5~6.9 公斤	13
图 34、小天鹅（000418）营业收入结构预测（2011E）	14
图 35、预计收入增长主要来自波轮洗衣机（2011E）	14

1、家电行业投资：低 PEG 品种的相对收益行情或将显现

人大常委会4月20日审议个税改革草案，个税免征额上调至3000 元。按照财政部估算，免征额提高而减少的个税约990亿元，因税率级距调整减少个税100 亿元，共计1090 亿元将转化为居民整体可支配收入的增加。内贸十二五规划等其它政策性利好的出台、未来最低工资水平的上调、行业龙头企业良好的季报盈利和估值持续下降带来的板块轮动等均可能构成投资契机。目前也许是消费板块的“左侧”，可提前布局业绩增长**确定性**强、前期下跌较多的个股。即便是面临经济增速与CPI回落预期引发的大盘系统性调整，消费品行业中的低估值和低PEG水平的个股也有望取得阶段性的相对收益。

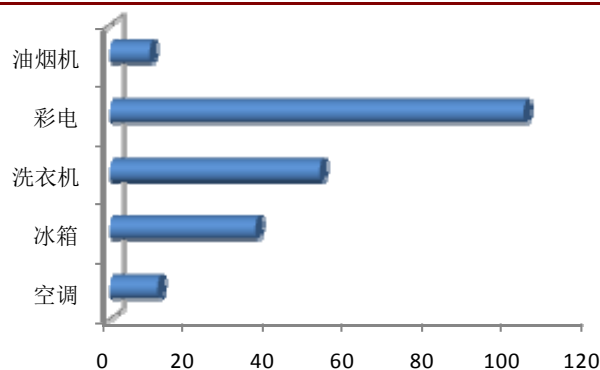
家电行业三月产销增速略有回落，但板块估值仍然较低且全年向好。收入增加和保障房的推广等因素将有效驱动家庭耐用消费品需求的增长。农村市场家电普及率的提升和城市的低收入阶层在安居乐业后的家庭设备更新也会带动新一轮的更新换代。

图 1、城镇经济发达地区主要家电设备的普及率



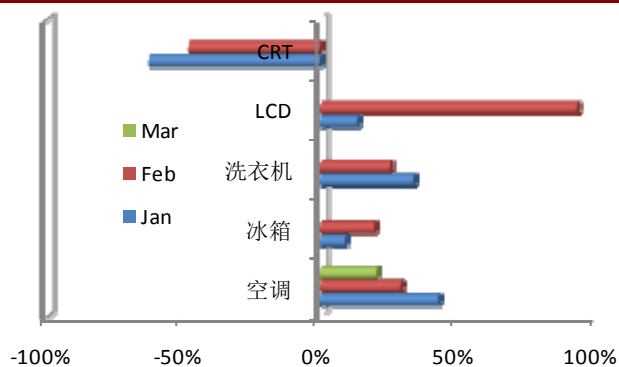
资料来源：招商证券研发中心

图 2、农村市场的家电普及率提升空间较大（台/百户）



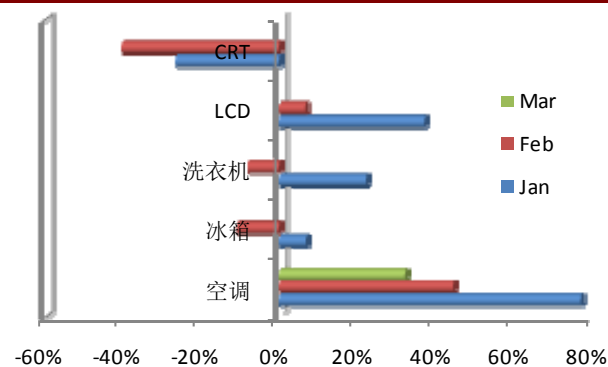
资料来源：招商证券研发中心

图 3、大陆市场主要家电产品1季度内销增速对比



资料来源：招商证券研发中心

图 4、主要家用电器产品1季度出口增速对比



资料来源：招商证券研发中心

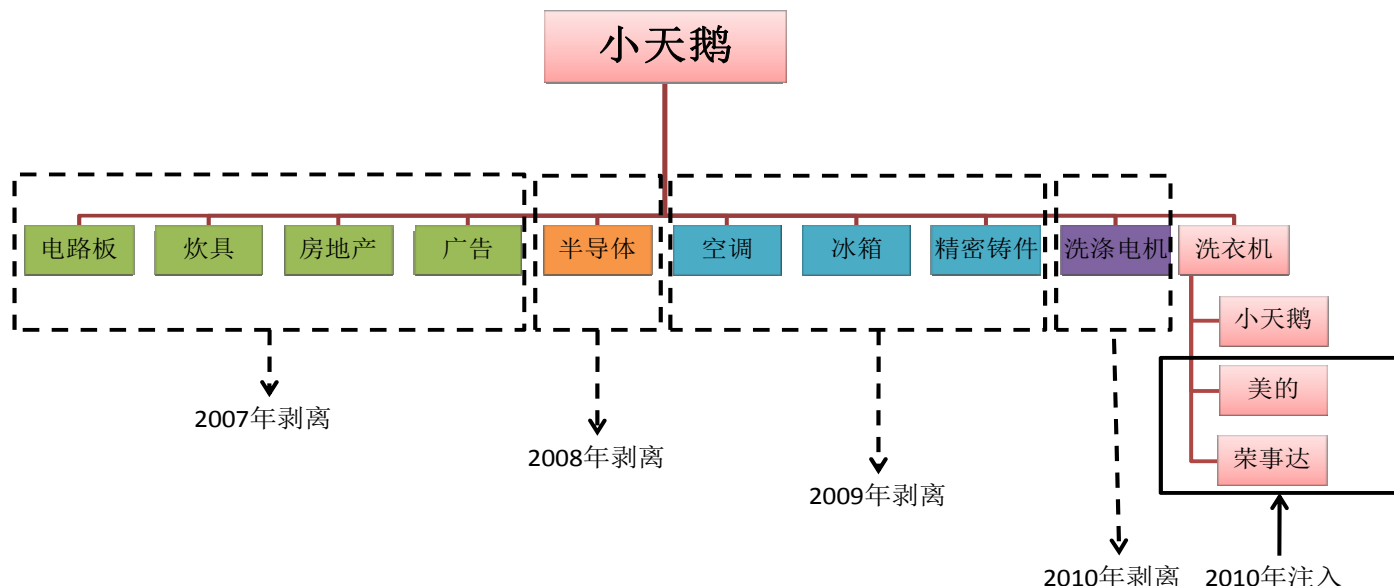
表 1、关注低估值和低 PEG 水平的优质家电品牌企业

上市公司		EPS				盈利增速		PE		PEG	评级
A 股可比家电企业	股价	11E	12E	11. 1Q	11E	12E	11E	12E			
青岛海尔	600690	28. 7	2. 00	2. 50	0. 37	31. 6%	25. 0%	14. 4	11. 5	0. 6	强烈推荐-A
美的电器	000527	18. 3	1. 20	1. 55	0. 23	30. 2%	29. 2%	15. 3	11. 8	0. 5	强烈推荐-A
格力电器	000651	22. 8	1. 93	2. 30	0. 33	26. 9%	19. 2%	11. 8	9. 9	0. 5	强烈推荐-A
小 天 鹅	000418	19. 1	1. 05	1. 35	0. 22	37. 5%	27. 3%	17. 4	13. 6	0. 7	审慎推荐-A
苏 泊 尔	002032	24. 7	0. 95	1. 20	0. 25	31. 6%	30. 7%	24. 7	19. 0	0. 8	强烈推荐-A
老板电器	002508	33. 5	1. 15	1. 52	0. 19	31. 3%	32. 3%	28. 1	20. 8	0. 9	审慎推荐-A

资料来源：Wind、招商证券研发中心

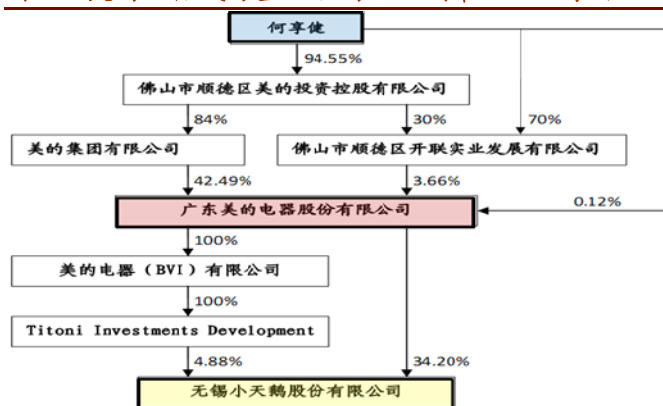
2、小天鹅：加入美的系后构建起洗衣机市场第二阵营

图 5、资产重组历程（2007-2010）：加入美的系后公司旗下拥有小天鹅、美的和荣事达三大品牌



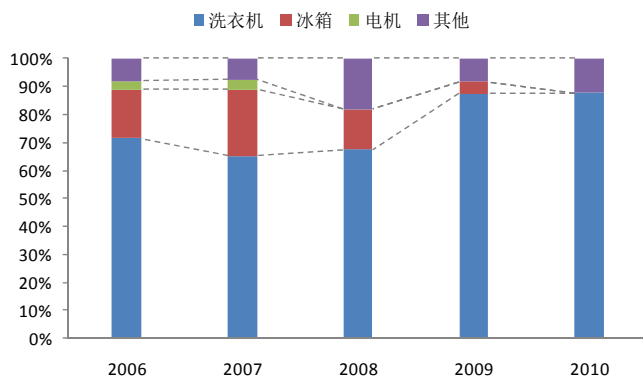
资料来源：招商证券研发中心

图 6、美的电器成为重组后的小天鹅第一大股东（2010）



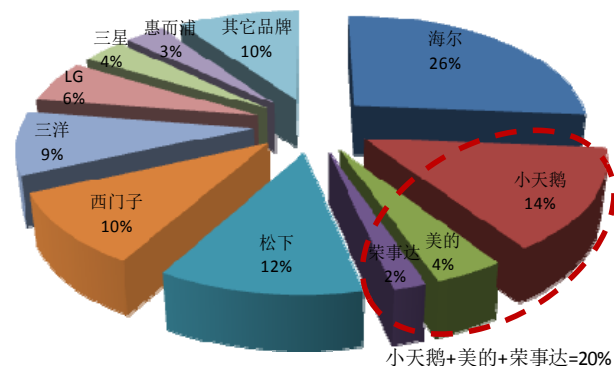
资料来源：wind、招商证券研发中心

图 8、当前洗衣机占小天鹅收入约九成（2005-2010）



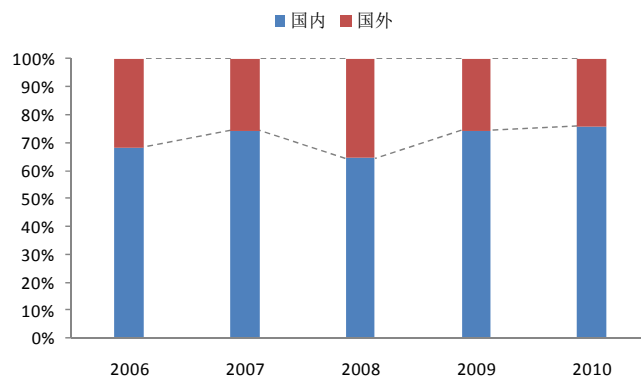
资料来源：wind、招商证券研发中心

图 7、小天鹅系销售额市占率逼近海尔（01-02 / 2011）



资料来源：wind、招商证券研发中心

图 9、当前国内外收入比例约为3:1（2005-2010）



资料来源：wind、招商证券研发中心

3、公司经营：借助美的优质资产 品牌渠道双双发力

表 2、美的整合小天鹅的过程（2005-2010）

阶段	时间	事件
1 收购荣事达	2005 年 7 月 2006 年 10 月	美的集团收购合肥荣事达洗衣设备制造有限公司（下文简称“荣事达”）24.5%的股权 美的电器向美的集团和另外两个股东收购荣事达 50%的股权
2 收购小天鹅	2008 年 2 月	美的电器收购小天鹅 24.01%的 A 股和 4.93%的 B 股
3 整合荣事达资产	2008 年 2 月 2008 年 12 月 2008 年 12 月 2009 年 8 月	美的电器收购荣事达 25%的股权，增持至 75% 美的电器 BVI 收购荣事达 25%股权，至此美的电器合计持有荣事达 100%股权 荣事达作为美的电器的全资子公司，无偿使用“美的”商标 美的电器和美的电器 BVI 向荣事达增资 4400 万美元 美的电器和美的电器 BVI 分别以货币资金对目标公司增资 6154 万美元
4 将荣事达注入小天鹅	2010 年 11 月	小天鹅向美的电器发行股份购买荣事达 69.47%的股权 小天鹅控股的荣事达向美的电器支付 0.3%的商标许可使用费，向荣事达集团支付 100 万元/年的商标许可使用费

资料来源：招商证券研发中心

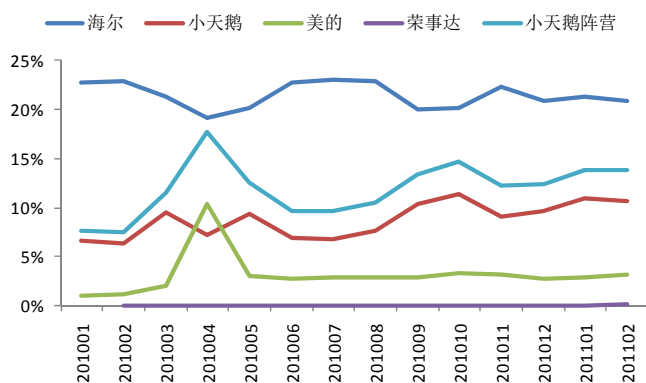
3.1 小天鹅系三大品牌合力增强市场影响力

表 3、洗衣机新品种类比较（01-02/2011）

类型	海尔	占比	小天鹅阵营	占比	类型	海尔	占比	小天鹅阵营	占比
双缸	8	27%	4	36%	4.9 公斤以下	2	7%	0	0%
波轮	14	47%	5	45%	5.0-5.9 公斤	6	20%	5	45%
滚筒	8	27%	2	18%	6.0-6.9 公斤	14	47%	1	9%
					7.0-7.9 公斤	7	23%	2	18%
					8.0 公斤以上	1	3%	3	27%
合计	30	100%	11	100%	合计	30	100%	11	100%

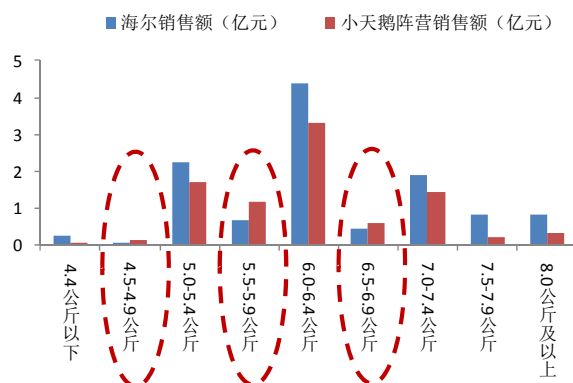
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 10、小天鹅阵营缩小与海尔在滚筒市场份额的差距



资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 11、小天鹅阵营部分产品已经超过海尔（01-02/2011）



资料来源：中怡康，招商证券研发中心

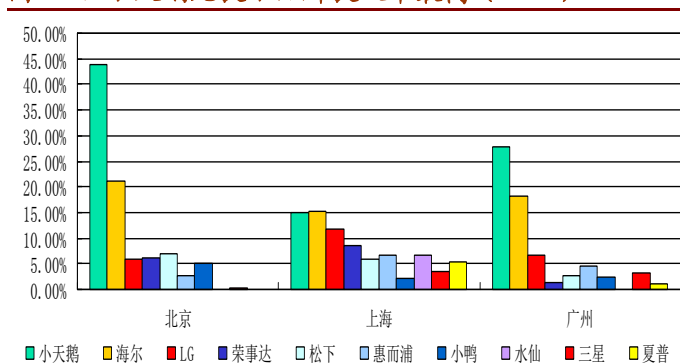
在营销方面，公司着力打造以小天鹅为主导、以美的和荣事达为辅助的品牌序列。小天鹅品牌是公司的重点。在洗衣机市场，小天鹅品牌的地位仅次于海尔。而慧聪对三大中心城市的调研显示，小天鹅的无提示品牌提及率已经超过海尔。公司对小天鹅品牌的打造位于同类竞争者前列，但是与海尔相比仍有较大差距，市场投放力度约为海尔的 20%。

图 12、小天鹅阵营三大品牌序列



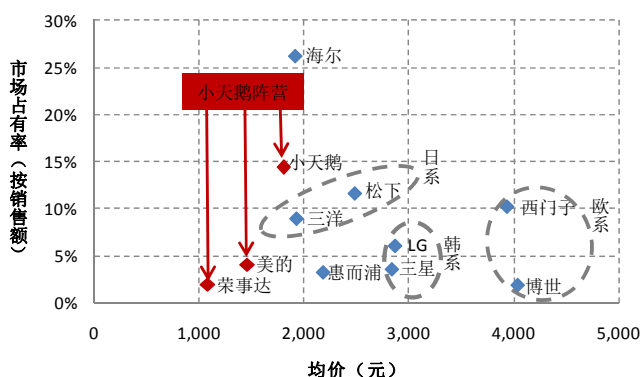
资料来源：招商证券研发中心

图 13、小天鹅无提示品牌提及率最高（2010）



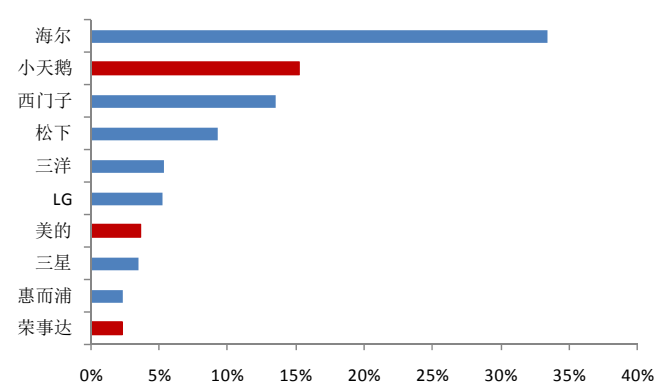
资料来源：慧聪，招商证券研发中心

图 14、洗衣机市场形成海尔与小天鹅阵营双寡头格局



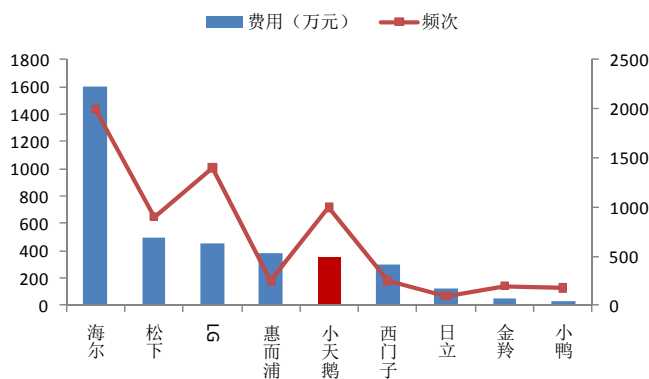
资料来源：中怡康（01-02/2011），招商证券研发中心

图 15、三大品牌的关注度均在前十之列（2010）



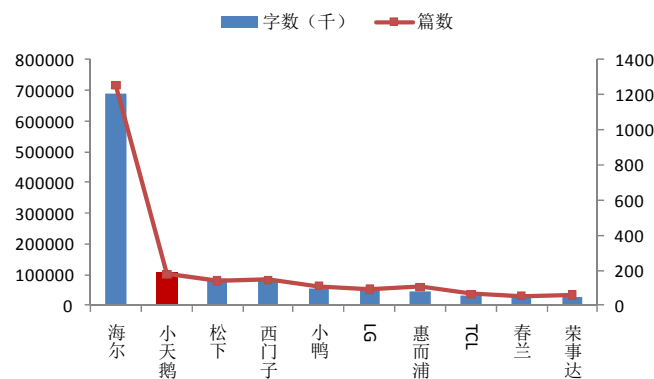
资料来源：ZDC，招商证券研发中心

图 16、平面媒体投放前十品牌（2010）



资料来源：慧聪，招商证券研发中心

图 17、软文投放前十品牌（06/2009-02/2011）



资料来源：慧聪，招商证券研发中心

美的和荣事达品牌将对小天鹅形成有效地的补充。美的电器是一家相关多元化的上市公司，美的品牌已经应用于多个家电品类，在中国最有价值品牌 500 强中名列第 15。近年，美的成功地将其品牌导入豆浆机产品，成为品牌延伸的一个经典案例。而荣事达集团从 1992 年开始生产洗衣机，近二十年来已经积累起很高的品牌价值，在中国最有价值品牌 500 强中排名 128。在洗衣机市场上，美的和荣事达品牌对消费者仍有较强的吸引力，能够吸引小天鹅目标消费群之外的潜在购买者。目前，公司已经完成对生产线的整合。在两个辅助品牌的支持下，公司能够更进一步扩大对经销商的影响力，覆盖更多的消费群体，利用品牌序列展开市场竞争。

表 4、洗衣机相关品牌和商标的价值

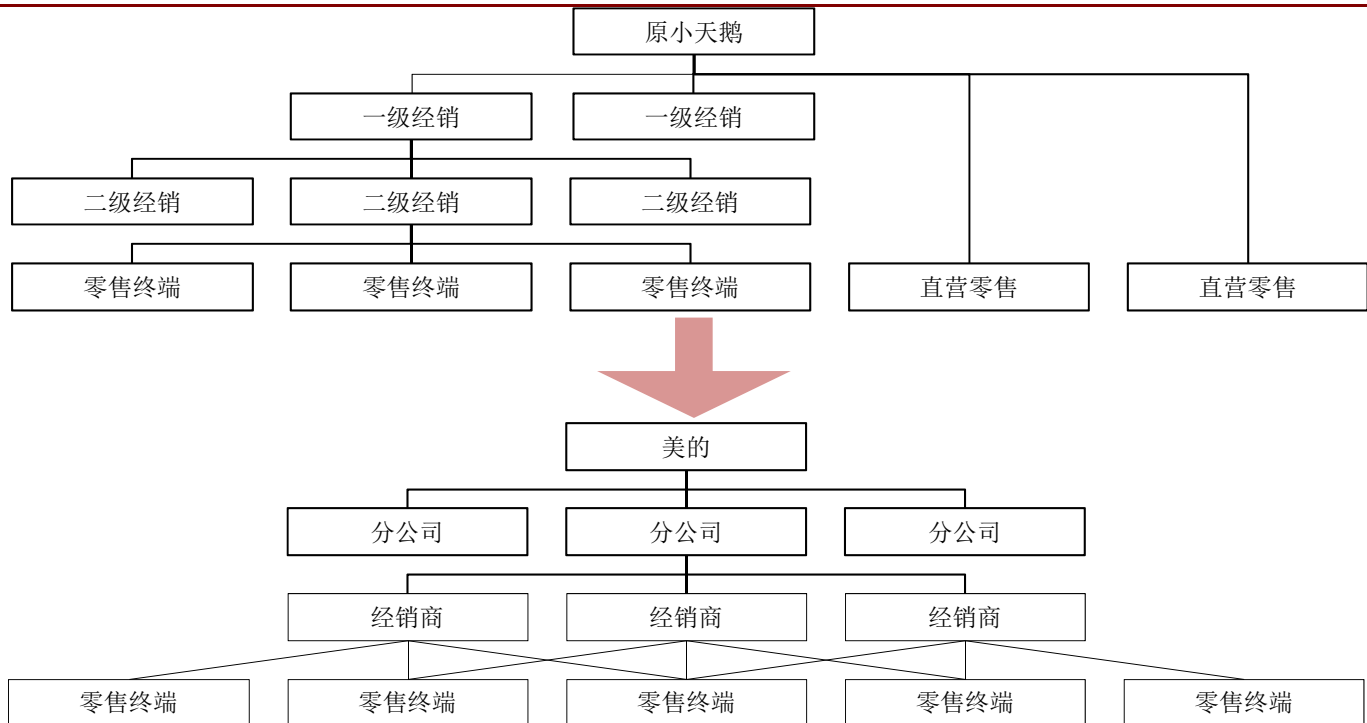
中国最有价值品牌 500 强 (2011)			第三届商标 500 强 (2008)		
排名	品牌名称	品牌价值(亿元)	排名	注册商标	商标价值(亿元)
9	海尔	449	14	海尔	130
15	美的	284	21	美的	83
128	荣事达	40	264	荣事达	11
238	小天鹅	24	268	小天鹅	11

资料来源：中国品牌研究院，招商证券研发中心

3.2 快速布局终端网点、渠道整合初见成效

重组之后，小天鹅采用美的的渠道架构。小天鹅原有的渠道架构混合采用两种模式，第一种模式是从一级经销、二级经销到终端零售，第二种模式是公司直接经营零售终端。后者主要针对销量大的大型零售商，将其吸纳为直营商后划归区域经理直接管理，这些直营终端可以享受更为优惠的政策，同时担负一级市场终端形象建设的职责。而美的的渠道架构则是通过各个销售经理参股的分公司来管理批发商，对批发商给予更多政策倾斜，鼓励经销商开拓终端。与原小天鹅的渠道架构相比，美的架构下经销商自主性更强，灵活性更好。美的的渠道管理相当成熟，美的电器在保持销售费用率稳定的情况下取得销售收入的快速增长。小天鹅放弃原有渠道架构，快速整合进入美的体系，通过经销商覆盖全国除西藏以外的各个地区。

图 18、重组后的小天鹅采用美的渠道架构



资料来源：招商证券研发中心

公司结合品牌定位布局渠道终端。洗衣机市场的终端结构是一级市场以连锁为主，二三级市场以百货为主，四级市场以专卖店为主。目前，在城市市场，小天鹅和美的的销售

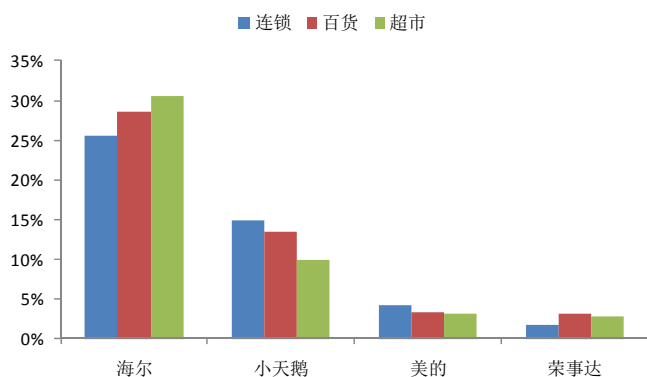
以连锁为主，而荣事达以百货为主，符合公司的品牌布局。在海尔相对较弱的中型城市，公司的三大品牌正在展开攻势，三者的市场份额相加已经与海尔相当。不过，在其他城市市场，三大品牌合计市场份额仍与海尔有 6 到 8 个点的差距。此外，公司亦积极开拓农村市场，家电下乡产品占公司销量的 40%，主要销售的是荣事达品牌。2009 年，小天鹅已经进入 8 千多个终端，至 2010 年底达到 3 万个，占同一时期美的终端总数的三分之二。2010 年，小天鹅销售业绩斐然，销售费用率从 12%下降至 7%，显示公司渠道整合已经初见成效。

表 5、各级洗衣机市场不同渠道的销售占比（2006）

	一级市场	二级市场	三级市场	四级市场
连锁	>55%	>35%	15%	0%
百货	>30%	>40%	50%	10%
超市	>10%	>10%	5-10%	0%
专卖	5%	10%	20%	60%

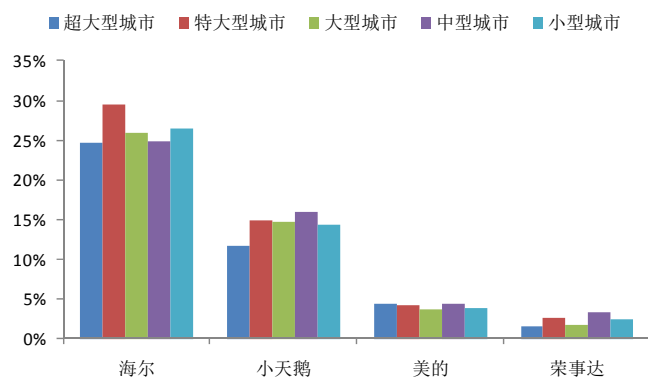
资料来源：《美的荣事达洗衣机国内营销管理研究》，招商证券研发中心

图 19、各品牌分渠道的销售额市占率（01-02/2011）



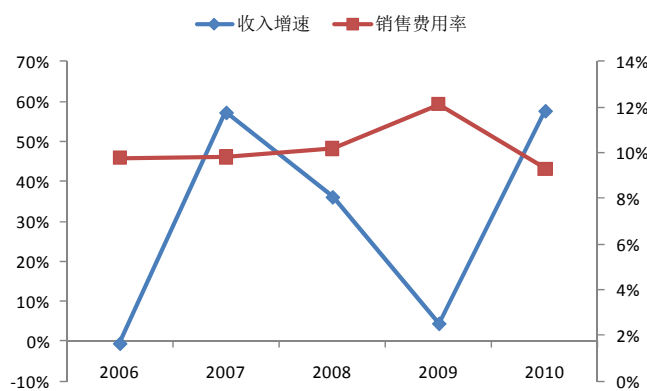
资料来源：中怡康、招商证券研发中心

图 20、各品牌分城市级别的销售额市占率（01-02/2011）



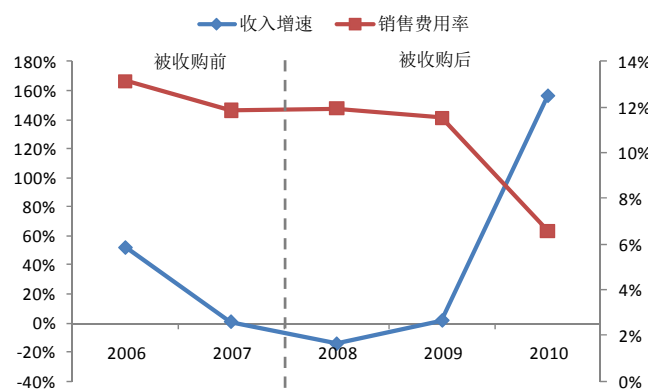
资料来源：中怡康、招商证券研发中心

图 21、美的电器销售费用率保持稳定，渠道优势明显



资料来源：wind、招商证券研发中心

图 22、被收购后小天鹅销售费用率改善

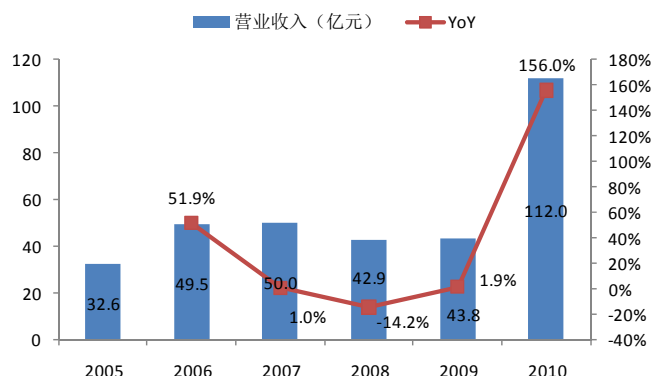


资料来源：wind、招商证券研发中心

3.3 重组后的小天鹅经营状况日趋完善

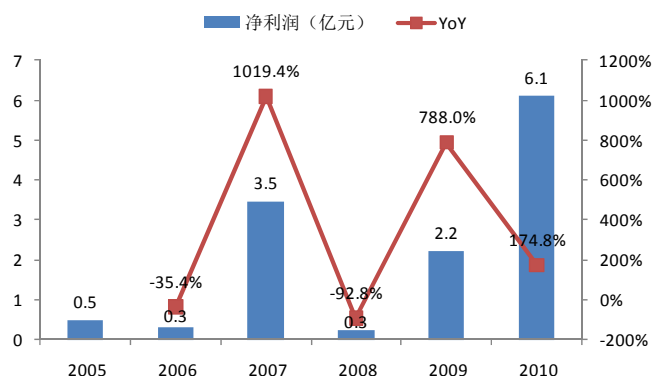
经历重组，小天鹅财务状况得到改善。重组之后，小天鹅的收入达到 112 亿元，净利润达到 6 亿元。从 2008 年美的收购小天鹅至今，公司的盈利水平逐步提升，在 2010 年成本压力导致毛利率下滑的情况下，公司日益增强的期间费用控制能力使净利率实现提升。相比被美的收购之前的情况，公司的偿债能力和运营能力相关指标都有所改善。

图 23、重组后小天鹅收入达到 112 亿（2005-2010）



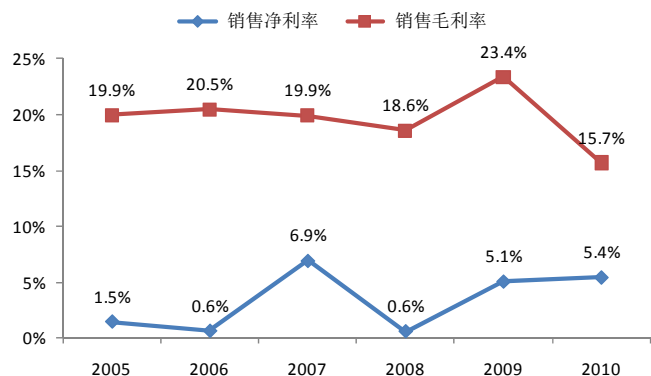
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 24、重组后净利增速高于收入增速（2005-2010）



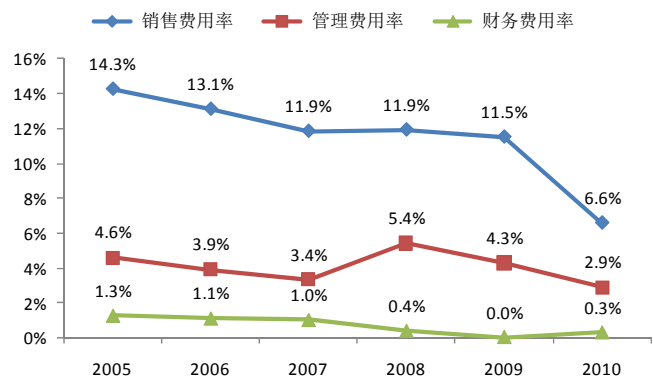
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 1、成本挤压毛利，但净利率仍然上升（2005-2010）



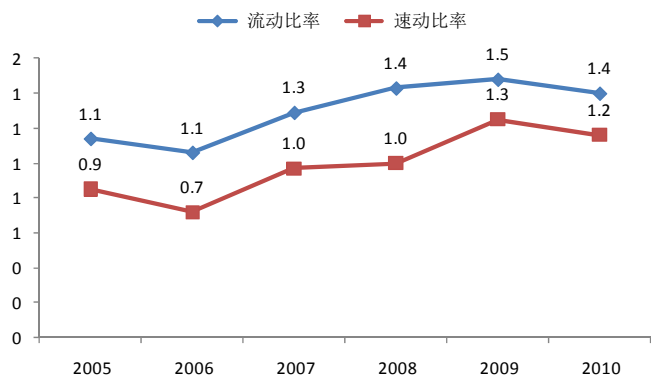
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 26、期间费用控制逐步强化（2005-2010）



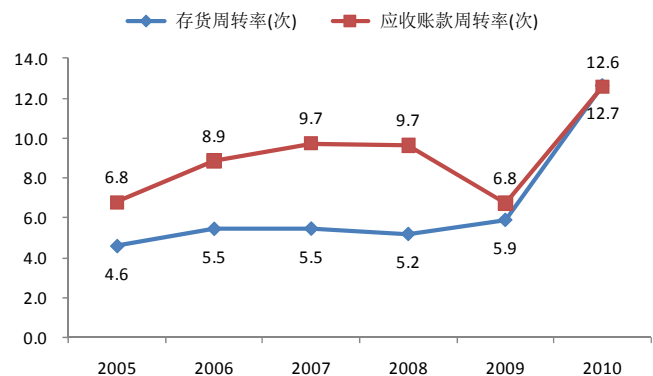
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 27、资金状况改善，偿债能力逐步增强（2005-2010）



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 28、运营能力增强（2005-2010）



资料来源：wind，招商证券研发中心

3.4 建立天津生产基地，大举进军干衣机市场

小天鹅原拟于广州南沙建立主要支持海外市场的生产基地，后将方案调整为在天津建立生产基地。比较前后两个方案，可以看出公司战略上的几点调整：一、更为看好干衣机市场，产能计划从100万台提升至150万台，由于国内干衣机消费尚处于启蒙期，这一产能扩张主要针对国外市场；二、更加重视对国内市场的辐射效应，在天津建立生产基地能够辐射公司较弱的华北、东北地区，辐射地域比广州辐射的华南地区更广，有利于公司进一步开拓国内市场。在总产量上，天津方案比南沙方案的产能减少300万台，而小天鹅将同时在其它生产基地实施技改项目增加产能，至2011年底可达到2300万台的产能水平，采用南沙方案的进度一致。

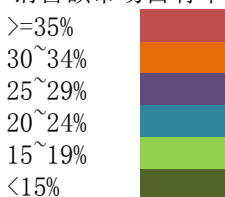
表 6、公司两个生产基地建设方案的对比

	南沙方案	天津方案
公告日期	2010年8月24日	2011年4月26日
地点	广州南沙	天津空港经济区
主要功能	出口	出口
辐射国内商圈	华南	华北、东北
产能规划		
滚筒	800万台	450万台
干衣	100万台	150万台
合计	900万台	600万台
投资总额	7.4亿元	8.5亿元
完全达产时间	2012年底	2014年
项目回收期	4.8年	5年

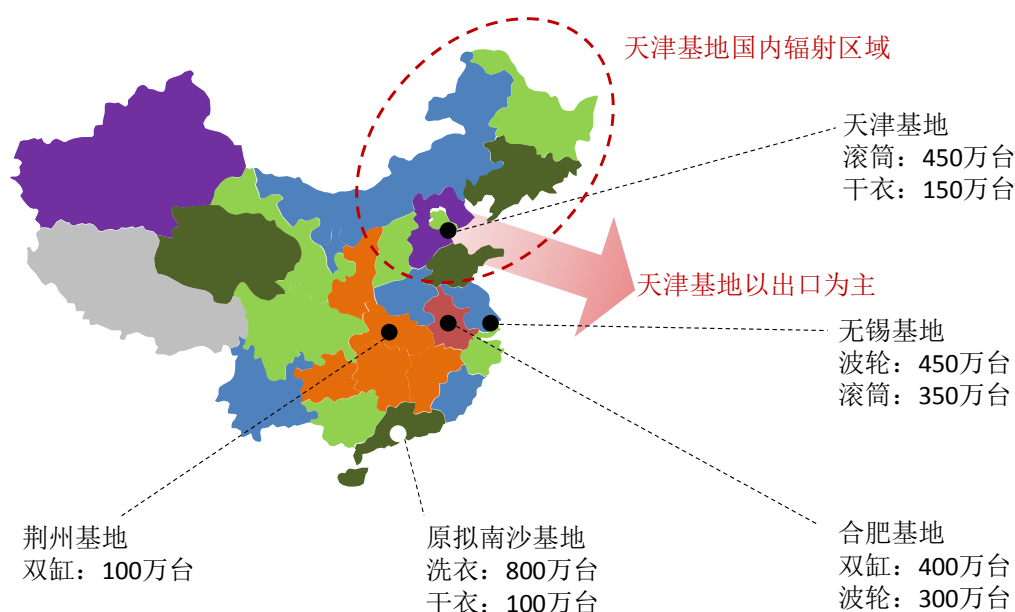
资料来源：小天鹅，招商证券研发中心

图 29、小天鹅产能布局

销售额市场占有率



(01-02/2010)

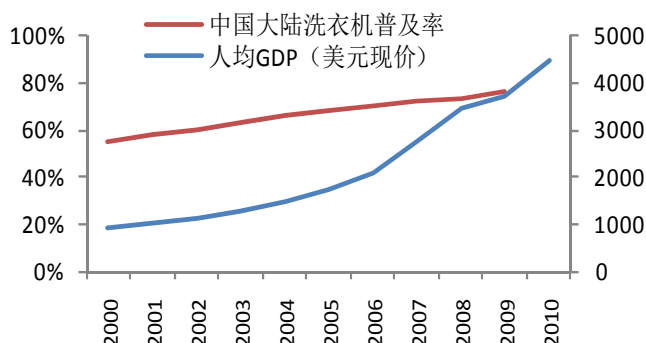


资料来源：招商证券研发中心

4、行业趋势：普及率持续提升 产品升级是新动力

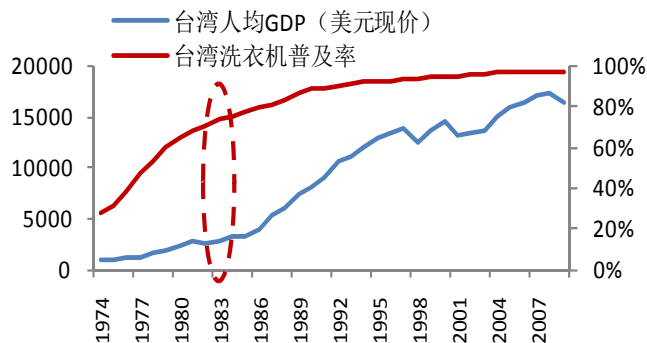
4.1 洗衣机内销市场的产品普及率仍将继续提升

图 30、大陆洗衣机普及率与人均GDP水平（99-2010）



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 31、当前大陆洗衣机市场环境台湾1986年相仿



资料来源：wind，招商证券研发中心

2002年后，国内洗衣机行业进入第二轮成长期。一方面，内需释放提升国内市场销量；另一方面，一些外资品牌将产能转移到中国，中国成为全球洗衣机生产中心，洗衣机销量的出口占比上升到1/3左右。预计十二五期间，国内洗衣机普及率将超过90%。目前，大陆人均GDP突破4000美元，洗衣机普及率约77%，而台湾地区1986年的人均GDP4007美元，洗衣机普及率79%，二者的市场环境相仿。1986年后，台湾地区经历5年时间，洗衣机普及率提高到90%。在这五年间，台湾GDP复合增长率8%。中国十二五的GDP增速目标是7%。考虑到中国农村长期滞后于城镇的消费需求正在快速释放，我们认为未来5年大陆洗衣机的普及也将超过90%的水平。

表 7、各地实行洗衣机优惠政策时间表（预期政策将会延期）

批次	省（自治区、直辖市和计划单列市）	开始时间	结束时间
家电下乡			
1	山东、青岛、河南、四川	2007年12月	2011年11月底
2	内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西	2008年12月	2012年11月底
3	除以上两批以外其他地区	2009年2月	2013年1月底
以旧换新			
1	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙	2009年6月	2011年12月底
2	除第一批以外的其他地区	2010年6月	2011年12月底

资料来源：招商证券研发中心

家电下乡和以旧换新刺激洗衣机消费。2007年以来，政府先后出台家电消费刺激政策，其中与洗衣机相关的是家电下乡和以旧换新。家电下乡于2008年12月将洗衣机纳入补贴范围。而以旧换新政策在2009年6月开始试点时，就将洗衣机纳入补贴范围。2009年下半年至今的洗衣机销量中，家电下乡约占35%，以旧换新约占10%，家电下乡的对市场的影响力更大。

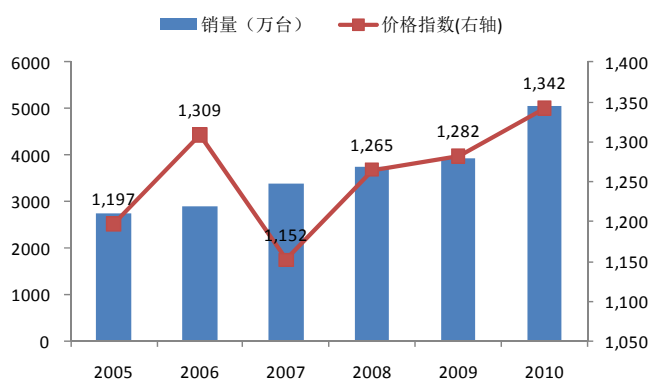
刺激政策延期是大概率事件。目前有报道称，政府将对家电相关刺激政策作出延期。按照惯例，相关草案将在今年七八月份提出。当前房市调控、汽车限购，家电消费是拉动内需的重要措施，因此我们认为政府对家电相关刺激政策进行延期是大概率事件。家电下乡和以旧换新政策有助于培养三四级城市居民的家电消费习惯。长期来看，居民消费水平提高的趋势不会改变，家电消费仍将保持相对稳定的增长。

4.2 高档洗衣机在消费升级趋势下成为市场热点

洗衣机的消费升级趋势明显。我们以家用清洁卫生电器具制造业的营业收入和洗衣机销量的比值构建价格指数，可以看出洗衣机的价格呈波动上升趋势。由于消费者倾向于购买更高档次的洗衣机，波轮洗衣机的价格呈小幅上升趋势。滚筒洗衣机由于厂商产能扩大，价格小幅下降，但整体价格水平仍远高于波轮洗衣机。

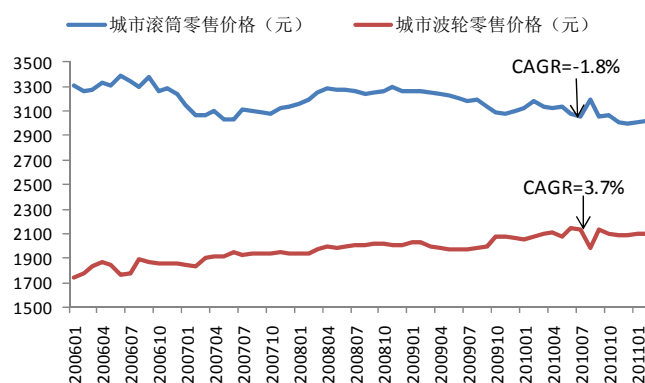
洗衣机消费的升级趋势主要体现在“单缸→双缸→波轮→滚筒”以及“小容量→大容量”。

图 32、洗衣机价格指数呈波动上升趋势（2005-2010）



资料来源：招商证券研发中心

图 33、滚筒洗衣机价格下滑但仍高于波轮洗衣机



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

近年来，滚筒洗衣机逐渐兴起。与波轮洗衣机相比，滚筒洗衣机的最主要优势是对衣物的磨损率小，而最主要的劣势是价格较高。滚筒洗衣机流行于欧洲。早在 1984 年，小鸭集团就从意大利引进了滚筒洗衣机技术，但是一直到 2002 年前后，国内市场上滚筒洗衣机的销路才逐步打开。滚筒洗衣机被市场所接受，根本的原因在于居民消费能力的提升，直接的刺激因素在于居民增加了对服装的消费，而滚筒洗衣机作为高档衣物的配套消费品，也开始被消费者接纳。

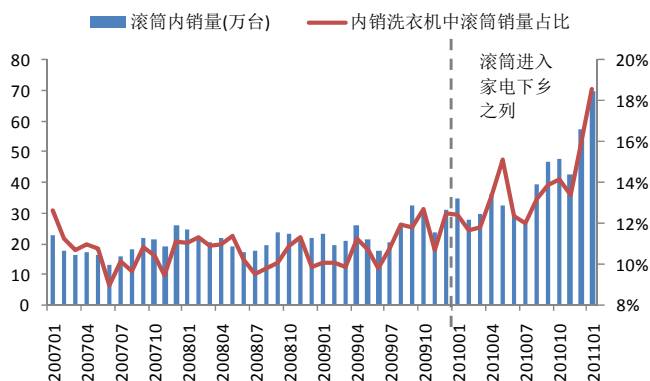
表 8、波轮与滚筒洗衣机比较

	波轮	滚筒
工作原理	衣物完全浸没与水中，依靠底部波轮连续转动或定时正反向转动的方式，带动水和衣物的运动	衣物部分浸没于水中，内筒转动带动衣物从低点上升至高点，之后衣物受重力作用下落至低点
洗涤原理	依靠衣物与水、波轮、桶壁之间的摩擦力去污	依靠对衣物的摔打去污（通常需要辅以热水）
洗净度	高	低
磨损率	高	低
缠绕率	高	低
耗电量	小	大
耗水量	大	小
洗涤时间	约 40 分钟	约 80 分钟
寿命	8~12 年	15~20 年
旺季均价	1700 元	3600 元

资料来源：招商证券研发中心

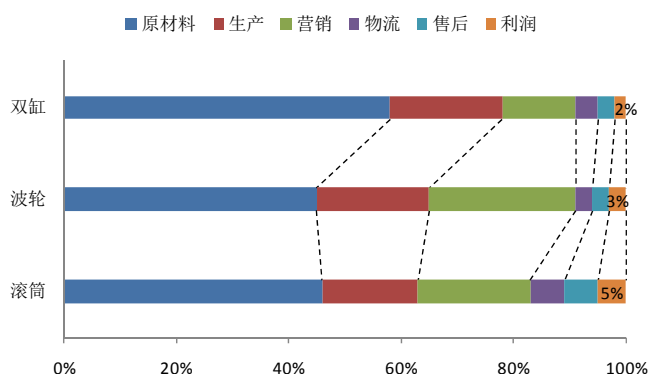
2010年1月,洗衣机的限价提高到3500元,滚筒洗衣机也加入到家电下乡的行列中来。从滚筒洗衣机的销量占比上看,政策刺激也对其推广起到助推的作用。滚筒洗衣机的销量占比在韩国已经超过70%,而在新加坡则达到90%。我们认为,未来几年,国内滚筒洗衣机的销售额有可能超过波轮洗衣机。

图 34、滚筒洗衣机消费占比逐步提升 (2007-01/2010)



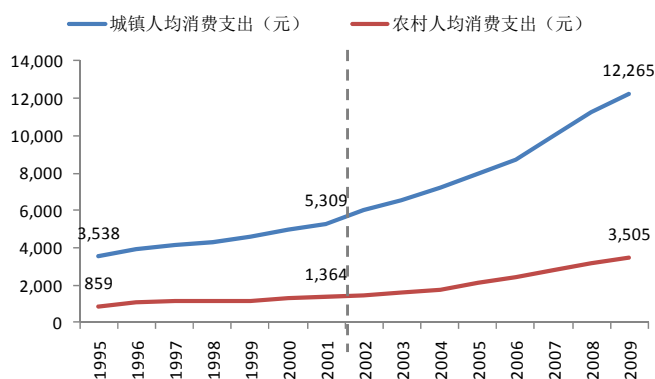
资料来源：产业在线、招商证券研发中心

图 35、滚筒洗衣机的利润空间更大 (2006)



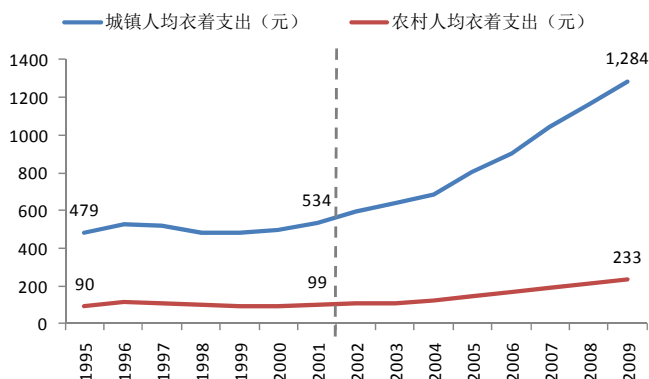
资料来源：source.globbrand.com, 招商证券研发中心

图 36、居民消费水平提高是滚筒兴起的内在动力



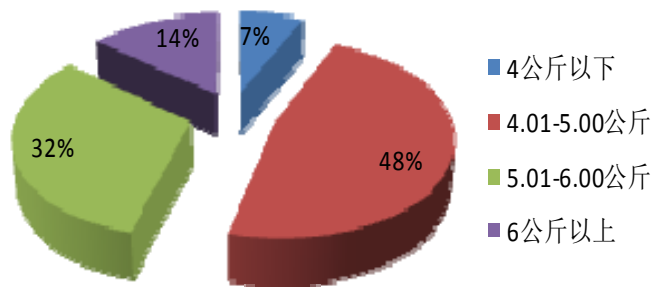
资料来源：wind、招商证券研发中心

图 37、衣着消费增加亦是滚筒兴起的刺激因素



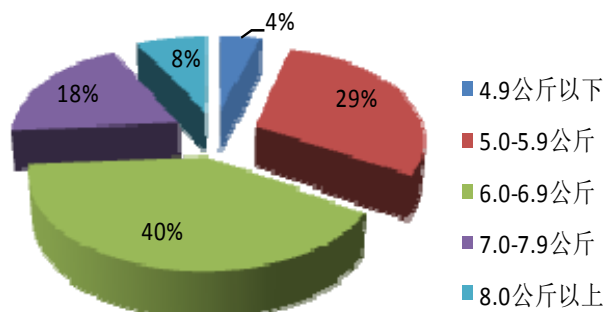
资料来源：wind、招商证券研发中心

图 38、2005年洗衣机主力容量区间为4~6公斤



资料来源：国家信息中心、招商证券研发中心

图 39、今年1~2月洗衣机主力容量区间为5~6.9公斤



资料来源：中怡康、招商证券研发中心

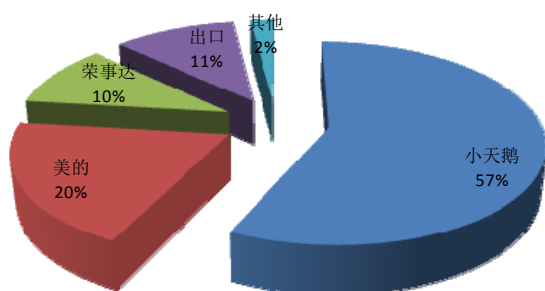
5、盈利预测与估值分析：品牌渠道发力提升盈利成长性

表 9、小天鹅各项业务的收入增速和毛利预测（2011-2013）

	收入增速			毛利率		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
小天鹅						
滚筒	42%	27%	23%	30%	28%	27%
波轮	51%	35%	30%	28%	31%	33%
双缸	10%	10%	10%	12%	12%	12%
单缸	5%	5%	5%	10%	10%	10%
美的						
滚筒	30%	20%	20%	2%	2%	2%
波轮	35%	25%	25%	14%	17%	20%
双缸	10%	10%	10%	13%	13%	13%
单缸	0%	0%	0%	0%	0%	0%
荣事达						
滚筒	8%	8%	8%	23%	21%	19%
波轮	30%	25%	20%	8%	11%	15%
双缸	30%	25%	15%	6%	6%	6%
单缸	10%	10%	10%	8%	8%	8%
出口						
滚筒	15%	15%	15%	15%	15%	15%
波轮	15%	15%	15%	15%	15%	15%
其他	5%	5%	5%	7%	7%	7%
合计	29%	23%	21%	18%	20%	21%

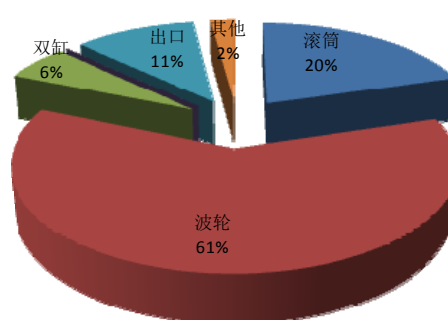
资料来源：招商证券研发中心

图 40、小天鹅（000418）营业收入结构预测（2011E）



资料来源：招商证券研发中心

图 41、预计收入增长主要来自波轮洗衣机（2011E）



资料来源：招商证券研发中心

表 10、关注低估值和低 PEG 水平的优质家电品牌企业

上市公司	A 股可比家电企业	股价	EPS			盈利增速		PE		PEG	评级
			11E	12E	11.1Q	11E	12E	11E	12E		
青岛海尔	600690	28.7	2.00	2.50	0.37	31.6%	25.0%	14.4	11.5	0.6	强烈推荐-A
美的电器	000527	18.3	1.20	1.55	0.23	30.2%	29.2%	15.3	11.8	0.5	强烈推荐-A
格力电器	000651	22.8	1.93	2.30	0.33	26.9%	19.2%	11.8	9.9	0.5	强烈推荐-A
小天鹅	000418	19.1	1.05	1.35	0.22	31.5%	27.3%	17.4	13.6	0.6	审慎推荐-A
苏泊尔	002032	24.7	0.95	1.20	0.25	31.6%	30.7%	24.7	19.0	0.8	强烈推荐-A
老板电器	002508	33.5	1.15	1.52	0.19	31.3%	32.3%	28.1	20.8	0.9	审慎推荐-A

资料来源：Wind、招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2881	6243	7553	9302	11449
现金	852	2216	2351	2894	3690
交易性投资	0	8	8	8	8
应收票据	605	1563	2022	2492	3018
应收款项	875	906	1112	1370	1659
其它应收款	25	14	18	22	26
存货	440	1051	1424	1755	2125
其他	84	487	619	762	923
非流动资产	998	1759	2298	2796	3256
长期股权投资	144	109	109	109	109
固定资产	592	1196	1772	2302	2790
无形资产	142	240	216	195	175
其他	120	213	200	190	182
资产总计	3879	8002	9850	12098	14705
流动负债	1949	4463	5476	6698	8068
短期借款	1	9	0	0	0
应付账款	1552	2972	3753	4623	5600
预收账款	135	467	497	613	742
其他	260	1014	1226	1461	1726
长期负债	15	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	28	28	28	28
负债合计	1964	4491	5503	6725	8095
股本	548	632	632	632	632
资本公积金	508	1100	1100	1100	1100
留存收益	800	1324	2019	2872	3901
少数股东权益	60	454	595	768	977
母公司所有者权益	1855	3056	3752	4604	5633
负债及权益合计	3879	8002	9850	12098	14705

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	139	724	837	1237	1489
净利润	222		695	852	1029
折旧摊销	0		160	201	238
财务费用	0		(2)	(3)	(3)
投资收益	0		(4)	(4)	(4)
营运资金变动	0		(167)	1	1
其它	(83)		156	190	228
投资活动现金流	134	(158)	(700)	(700)	(700)
资本支出	0		(700)	(700)	(700)
其他投资	134		0	0	0
筹资活动现金流	(38)	8	(3)	7	7
借款变动	0		(9)	0	0
普通股增加	0		0	0	0
资本公积增加	0		0	0	0
股利分配	0		0	0	0
其他	(38)		6	7	7
现金净增加额	234	574	135	544	796

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4375	11202	14500	17865	21638
营业成本	3353	9445	11925	14692	17795
营业税金及附加	19	24	31	38	46
营业费用	505	738	1160	1429	1731
管理费用	188	326	422	519	629
财务费用	1	34	(2)	(3)	(3)
资产减值损失	103	(21)	0	0	0
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资收益	(7)	4	4	4	4
营业利润	200	668	969	1193	1444
营业外收入	110	74	37	37	37
营业外支出	33	20	16	16	16
利润总额	278	722	990	1214	1465
所得税	56	112	154	188	227
净利润	222	610	836	1025	1238
少数股东损益	(0)	103	141	173	209
母公司所有者净利润	222	507	665	852	1029
EPS (元)	0.41	0.80	1.05	1.35	1.63

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	2%	156%	29%	23%	21%
营业利润	377%	234%	45%	23%	21%
净利润	455%	128%	37%	23%	21%
获利能力					
毛利率	23.4%	15.7%	17.8%	17.8%	17.8%
净利率	5.1%	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%
ROE	12.0%	16.6%	18.5%	18.5%	18.3%
ROIC	8.4%	16.9%	18.8%	18.7%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	56.1%	55.9%	55.6%	55.1%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转率	5.9	12.7	9.6	9.2	9.2
应收帐款周转率	6.7	12.6	14.4	14.4	14.3
应付帐款周转率	2.6	4.2	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.80	1.05	1.35	1.63
每股经营现金	0.25	1.14	1.32	1.96	2.35
每股净资产	3.39	4.83	5.93	7.28	8.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	45.1	22.8	17.4	13.6	11.2
PB	5.4	3.8	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	83.7	26.6	18.4	14.9	12.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学，计算机专业学士、硕士；2007-2010 年，任招商证券交通运输行业分析师；2010 年获“水晶球”交通运输行业第四名。2011 年起任家电行业分析师。

张立聪，北京大学光华管理学院企业管理硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。