

高端定位及渠道资源是重要竞争优势



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 9 月 13 日)	13.17 元
目标价	16.00 元
行业	商业
报告发布日期	2011 年 09 月 15 日 星期四

证券分析师 郭洋
63325888×6073
guoyang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860209120214

事件:

近日, 在德国 IFA 举行的“中国家用电器创新奖”颁奖典礼上, 小天鹅“自动投放添加剂”技术荣获“2011 年中国家用电器技术创新奖”, 小天鹅“比佛利滚筒洗衣机”荣获“2011 年中国家用电器工业设计创新奖”, 技术的创新和工业设计受到行业肯定。

相关链接: http://news.cnfol.com/110913/101_1280_10692051_00.shtml

我们的观点:

- **定位高端, 有望维持高于行业的增速及更稳定的毛利率水平:** 洗衣机行业需求增速虽然在下行, 但是从终端销售情况来看, 滚筒洗衣机等高端产品销售占比不断提升, 消费升级趋势明显。而真正掌握滚筒洗衣机技术的国内制造企业只有少数几家龙头企业。小天鹅作为美的体系中定位于中高端、又具备品牌优势的洗衣机平台, 其产品组合能够匹配行业消费升级的趋势, 享受高于行业整体的成长性。其二, 虽然行业增速在下降, 但是有能力持续推出高端产品组合的企业有望能够维持较高的毛利率水平。小天鹅此次推出自动投放添加剂技术以及比佛利洗衣机获奖再次显示出公司的技术研发能力, 我们相信其在行业下行周期内其毛利率的稳定性将好于同行定位较低的企业。
- **美的的渠道优势将成为小天鹅的重要资源:** 家电行业增长重心下移趋势明显, 而三四级市场缺乏 KA 的渠道支持, 需要各大家电企业借助自有渠道去完成销售, 走最后一公里。其次, 政策退出后, 行业龙头将有能力抢占没有渠道布局的中小品牌空出的市场份额。以上两点将推动行业集中度进一步提升。我们相信其中受益者将是在三四级市场具备渠道优势和品牌优势的龙头企业。截止到 11 年 6 月, 美的专卖店达到 12000 万家, 在全国拥有销售终端数万家, 大股东美的集团能够给小天鹅进一步完善往下布局提供有力支撑, 小天鹅产品可望借助美的渠道进一步提升市场渗透率。
- **投资建议:** 我们预计公司 2011-2012 年收入分别增长 25%和 19.3%至 139.86 亿和 166.86 亿元, 归属于母公司所有者的净利润分别同比增长 20.6%和 15.9%至 6.11 亿和 7.08 亿元, 预测 EPS 分别为 0.97 和 1.12 元。维持公司增持评级, 目标价 16 元。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6243	7346	8987	10701	营业收入	11202	13986	16686	19257
现金	2216	2342	3166	4262	营业成本	9445	11600	13880	16070
应收账款	906	979	1168	1348	营业税金及附加	24	42	45	50
其它应收款	14	21	25	29	营业费用	738	1091	1302	1502
预付账款	357	522	625	723	管理费用	326	448	517	597
存货	1051	1350	1481	1559	财务费用	34	240	293	357
其他	1700	2131	2523	2780	资产减值损失	-21	18	32	25
非流动资产	1759	1973	2160	2308	公允价值变动收益	8	3	3	5
长期投资	109	106	106	106	投资净收益	4	20	6	10
固定资产	1196	1293	1355	1366	营业利润	668	856	975	1103
无形资产	240	335	440	554	营业外收入	74	68	83	75
其他	213	239	258	281	营业外支出	20	22	27	24
资产总计	8002	9319	11147	13008	利润总额	722	902	1032	1154
流动负债	4463	5030	5988	6885	所得税	112	156	169	194
短期借款	9	10	10	10	净利润	610	746	863	960
应付账款	2972	3132	3748	4339	少数股东损益	103	135	155	173
其他	1482	1888	2231	2536	归属母公司净利润	507	611	708	787
非流动负债	28	31	31	32	EBITDA	809	899	1021	1132
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	0.97	1.12	1.24
其他	28	31	31	32	主要财务比率				
负债合计	4491	5060	6019	6917	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	454	590	744	918	成长能力				
股本	632	632	632	632	营业收入	65.7%	24.9%	19.3%	15.4%
资本公积	1100	1100	1100	1100	营业利润	113.5%	28.1%	14.0%	13.1%
留存收益	1325	1936	2644	3431	归属于母公司净利润	78.7%	20.6%	15.9%	11.1%
归属母公司股东权益	3056	3669	4383	5174	获利能力				
负债和股东权益	8002	9319	11147	13008	毛利率	15.7%	17.1%	16.8%	16.5%
现金流量表					净利率	4.5%	4.4%	4.2%	4.1%
单位:百万元					ROE	16.6%	16.7%	16.2%	15.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	62.9%	47.2%	52.2%	63.4%
经营活动现金流	724	332	1024	1237	偿债能力				
净利润	610	746	863	960	资产负债率	56.1%	54.3%	54.0%	53.2%
折旧摊销	107	89	101	105	净负债比率	0.20%	0.20%	0.17%	0.14%
财务费用	34	-46	-56	-76	流动比率	1.40	1.46	1.50	1.55
投资损失	-4	-20	-6	-10	速动比率	1.16	1.18	1.25	1.32
营运资金变动	57	-431	126	267	营运能力				
其它	-80	-6	-4	-9	总资产周转率	1.89	1.61	1.63	1.59
投资活动现金流	-158	-254	-258	-217	应收账款周转率	11	15	16	15
资本支出	201	162	128	87	应付账款周转率	4.17	3.80	4.04	3.97
长期投资	13	-4	0	0	每股指标 (元)				
其他	55	-96	-130	-130	每股收益 (最新摊薄)	0.80	0.97	1.12	1.24
筹资活动现金流	8	48	56	76	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.14	0.52	1.62	1.96
短期借款	8	1	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.83	5.80	6.93	8.18
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	85	0	0	0	P/E	16.43	13.63	11.76	10.59
资本公积增加	592	0	0	0	P/B	2.73	2.27	1.90	1.61
其他	-678	47	56	76	EV/EBITDA	8	7	6	6
现金净增加额	573	127	823	1096					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn