

小天鹅 A (000418.sz)

业绩低谷，期待旺季提振增长

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

业绩增长低于预期

2011年1-9月份公司实现营业收入93.6亿元，同比增12.2%，净利润4.2亿元，同比增加9.5%，EPS 0.67元。其中Q3实现收入26.2亿元，同比降7.8%，净利润1.4亿元，同比增长3.7%。业绩增长低于预期。

收入下滑，期待四季度旺季重回正轨

收入下滑，主要由于1)公司调整经营思路，减少部分盈利水平较差海外订单；2)内销滚筒销量由于受去年高基数影响，同比增速下滑。

四季度为洗衣机传统销售旺季，一般下半年收入占全年收入55%左右。上半年公司进一步拓宽营销渠道，新增终端网点，建设小天鹅品牌专卖店，预计中销售旺季来临后，公司渠道整合到位，有望重新回到增长快车道。

盈利水平逐季改善

1-9月份公司综合毛利率16.5%，同比提升0.6%，主要受内销占比提升，结构性影响毛利率提升。销售费用率和管理费用率分别为7.4%和3.3%，同比均增0.7%。但三季度销售费用率和管理费用率分别为6.5%和2.8%，环比进一步降低。单季度销售净利率5.4%，同比提升0.6%。

短期经营低谷，不改发展大趋势

虽然目前公司正经历短期经营低谷，我们仍然看好公司发展大趋势。未来公司工作重点仍将放在经营方式转变上，通过美的管理输出，经营效率、盈利水平有望逐步提高。

7月份以来，大宗原材料出现大幅下降，铝价下跌20%，钢板等也有6-8%的下降幅度。未来原材料价格继续下降的概率较大，有利于公司借此调整增长方式，提升盈利水平。

盈利预测和投资评级

预计公司11/12/13年EPS分别为0.93/1.18/1.46元。按照12年给予15倍PE，6-12个月目标价16.8元，给予“买入”评级。

风险提示：洗衣机行业出口持续低迷。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4375	11202	12822	15583	18846
增长率(%)	1.92%	156.04%	14.46%	21.53%	20.94%
EBITDA(百万元)	373	776	860	1199	1511
净利润(百万元)	222	507	588	744	925
增长率(%)	454.93%	128.15%	16.05%	26.49%	24.32%
每股收益(元)	0.41	0.80	0.93	1.18	1.46
市盈率	36.06	24.64	11.59	9.16	7.37
市净率	4.32	4.09	1.87	1.55	1.28
EV/EBITDA	19.20	13.25	5.53	3.71	2.56

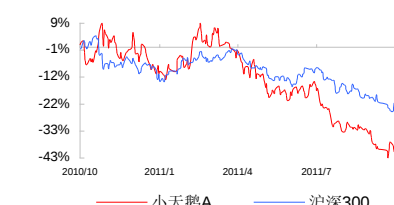
数据来源:无锡小天鹅股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.50元
合理价值	16.8元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-10.71	-30.93	-37.87
沪深300	-3.59	-16.54	-23.48

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	632/217
主要股东:	广东美的电器股份有限公司
主要股东持股比例	34.20%
流通A股比例	34.34%

财务比率

ROE	16.58%
ROA	8.53%
资产负债率	56.12%

2010年报数据

表1: 1-9月利润表

科目(单位: 百万)	2011 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比
一、营业总收入	9,366	8,350	12.2%
二、营业总成本	8,873	7,847	13.1%
其中: 营业成本	7,823	7,026	11.4%
毛利率(简单测算)	16.47%	15.9%	0.61%
营业税金及附加	19	13	
销售费用	693	558	24.3%
销售费用率	7.4%	6.7%	0.7%
管理费用	312	224	39.5%
管理费用率	3.3%	2.7%	0.7%
财务费用	2	25	
资产减值损失	24	1	
加: 公允价值变动收益	9	5	
投资收益及其它	65	1	
三、营业利润	566	509	11.1%
加: 营业外收入	60	56	
减: 营业外支出	12	13	
四、利润总额	615	553	11.2%
减: 所得税费用	116	87	33.2%
综合所得税率	18.8%	15.7%	3.1%
五、净利润	499	466	7.1%
归属于母公司净利润	422	386	9.5%
净利润率	4.5%	4.6%	-0.1%
少数股东损益	77	80	
少数股东损益占比	15.4%	17.2%	
六、总股本	632	632	
七、按期末股数简单每股收益:	0.67	0.61	
毛利率减销售费用率	9.1%	9.2%	-0.1%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表1: 3季度利润表

科目(单位: 百万)	2011Q3	2010Q3	同比
一、营业总收入	2,618	2,839	-7.8%
二、营业总成本	2,475	2,684	-7.8%
其中: 营业成本	2,211	2,407	-8.1%
毛利率(简单测算)	15.54%	15.2%	0.31%
营业税金及附加	3	4	
销售费用	169	203	-16.7%
销售费用率	6.5%	7.1%	-0.7%
管理费用	72	66	10.2%
管理费用率	2.8%	2.3%	0.5%
财务费用	1	5	
资产减值损失	18	-1	
加: 公允价值变动收益	-3	5	
投资收益及其它	35	1	
三、营业利润	176	161	8.8%
加: 营业外收入	24	36	
减: 营业外支出	3	1	
四、利润总额	197	196	0.3%
减: 所得税费用	31	27	14.3%
综合所得税率	15.8%	13.9%	1.9%
五、净利润	166	169	-2.0%
归属于母公司净利润	142	137	3.7%
净利润率	5.4%	4.8%	0.6%
少数股东损益	24	32	
少数股东损益占比	14.3%	19.0%	
六、总股本	632	632	
七、按期末股数简单每股收益:	0.22	0.22	
毛利率减销售费用率	9.1%	8.1%	1.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

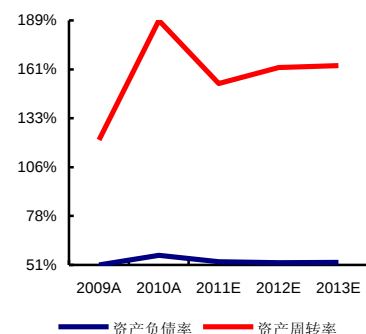
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,881	6,243	6,447	7,576	9,298
货币资金	852	2,216	2,059	2,367	2,952
应收及预付	1,571	2,839	3,512	4,153	5,065
存货	440	1,051	878	1,064	1,280
其他流动资产	17	137	-2	-7	1
非流动资产	998	1,759	2,325	2,876	3,363
长期股权投资	144	109	108	107	106
固定资产	592	1,196	1,711	2,163	2,568
在建工程	23	26	31	35	39
无形资产	158	304	295	359	419
其他长期资产	80	123	180	210	230
资产总计	3,879	8,002	8,772	10,452	12,660
流动负债	1,949	4,463	4,569	5,396	6,553
短期借款	1	9	0	0	0
应付及预收	1,948	4,454	4,569	5,396	6,553
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	15	28	31	32	31
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	28	31	32	31
负债合计	1,964	4,491	4,600	5,428	6,584
股本	548	632	632	632	632
资本公积	508	1,100	1,100	1,100	1,100
留存收益	800	1,325	1,913	2,657	3,583
归属母公司股东权益	1,855	3,056	3,644	4,388	5,313
少数股东权益	60	454	528	636	763
负债和股东权益	3,879	8,002	8,772	10,452	12,660

利润表

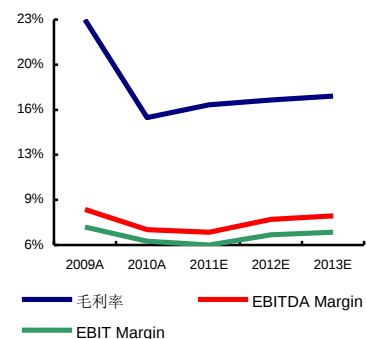
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4375	11202	12822	15583	18846
营业成本	3353	9445	10687	12925	15557
营业税金及附加	19	24	37	41	51
销售费用	505	738	923	1090	1331
管理费用	188	326	449	515	635
财务费用	1	34	13	14	15
资产减值损失	103	-21	-2	6	6
公允价值变动收益	0	8	10	5	3
投资净收益	-7	4	5	5	5
营业利润	200	668	732	1002	1258
营业外收入	110	74	110	68	62
营业外支出	33	20	24	23	24
利润总额	278	722	818	1047	1296
所得税	56	112	155	196	244
净利润	222	610	662	851	1053
少数股东损益	0	103	74	107	128
归属母公司净利润	222	507	588	744	925
EBITDA	373	776	860	1199	1511
EPS (元)	0.41	0.80	0.93	1.18	1.46

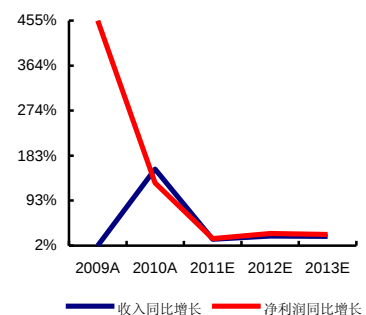
资产负债率趋势



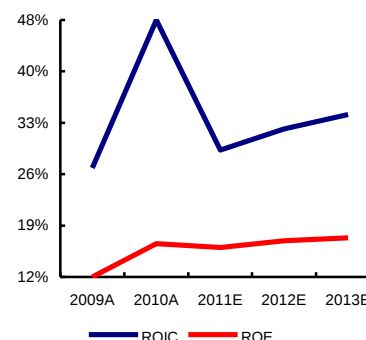
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位: 百万元

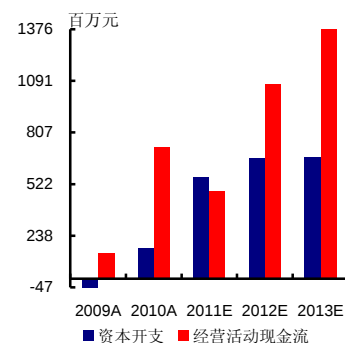
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	139	724	407	965	1,248
净利润	222	610	662	851	1,053
折旧摊销	61	107	133	186	240
营运资金变动	-174	57	-230	5	16
其它	30	-50	-158	-77	-60
投资活动现金流	134	-158	-552	-657	-663
资本支出	47	-168	-558	-663	-669
投资变动	86	5	-4	1	3
其他	0	5	10	5	3
筹资活动现金流	-38	7	-12	0	0
银行借款	24	9	-9	0	0
债券融资	-58	-1	1	0	-1
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-5	-1	-4	0	0
现金净增加额	234	573	-157	308	585
期初现金余额	618	852	2,216	2,059	2,367
期末现金余额	852	1,425	2,059	2,367	2,952

主要财务比率

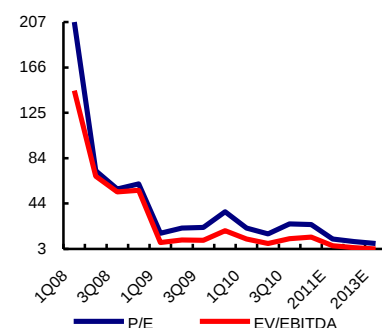
单位: %

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	1.9%	156.0%	14.5%	21.5%	20.9%
营业利润	377.0%	234.4%	9.5%	36.9%	25.5%
归属于母公司净利润	454.9%	128.2%	16.1%	26.5%	24.3%
获利能力					
毛利率	23.4%	15.7%	16.7%	17.1%	17.4%
净利率	5.1%	5.4%	5.2%	5.5%	5.6%
ROE	12.0%	16.6%	16.1%	17.0%	17.4%
ROIC	27.1%	47.6%	29.6%	32.5%	34.5%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	56.1%	52.4%	51.9%	52.0%
净负债比率	-44.5%	-63.1%	-49.8%	-47.6%	-49.0%
流动比率	1.48	1.40	1.41	1.40	1.42
速动比率	1.22	1.08	1.14	1.13	1.14
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.89	1.53	1.62	1.63
应收账款周转率	6.75	12.58	9.77	10.55	10.28
存货周转率	5.45	12.12	12.17	12.15	12.16
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.80	0.93	1.18	1.46
每股经营现金流	0.25	1.14	0.64	1.53	1.97
每股净资产	3.39	4.83	5.76	6.94	8.40
估值比率					
P/E	36.1	24.6	11.6	9.2	7.4
P/B	4.3	4.1	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	19.2	13.3	5.5	3.7	2.6

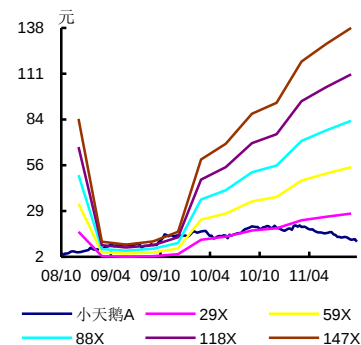
资本支出与经营活动现金流



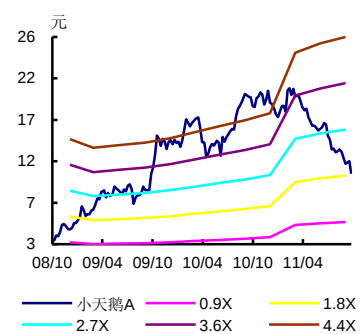
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然, 分析师, 复旦大学金融学硕士, CPA, 3 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验, 4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名, 2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅, 研究助理, 南京大学管理学硕士, 2010 年天眼耐用消费品最佳分析师, 2010 年新财富最佳分析师评选入围(团队), 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: hxm5@gf.com.cn, 0755-23953620。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。