

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): 10.78元
目标(人民币): 14.00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)	219.01
总市值(百万元)	6,818.22
年内股价最高最低(元)	21.01/10.78
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《毛利率已同比环比上升,唯有费用投入尚大》, 2011.8.26
2. 《期间费用大增令季报低于预期,应能逐季好转》, 2011.4.26
3. 《业绩符合预期,规模快速扩张还在进行时》, 2011.3.16

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

前期铺货过大令 3 Q 收入下降, 盈利能力提升

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.617	0.801	0.939	1.186	1.551
每股净资产(元)	3.39	4.83	4.01	5.20	6.75
每股经营性现金流(元)	0.25	1.14	0.79	1.73	2.26
市盈率(倍)	23.71	24.64	11.48	9.09	6.95
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	31.99	31.99	31.99
净利润增长率(%)	743.97%	50.02%	17.15%	26.36%	30.74%
净资产收益率(%)	18.22%	16.58%	23.39%	22.81%	22.97%
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

- 3Q11 小天鹅实现收入 93.66 亿元、同比增长 12.16%; 净利润 4.22 亿元、同比增长 9.50%, EPS 为 0.67 元。其中第三季度收入增速-7.8%, 净利润增速 3.7%。

经营分析

- 公司收入放缓主要因为前期渠道压货过大, 并非竞争力下降。公司收入 3Q 增速为-7.79%, 一方面原因是 1Q 增速 49%, 进货较多使渠道库存充足, 更主要原因是行业需求不振, 内需下降明显。但公司前 3 季度增速仍明显高于行业, 且在中怡康口径的份额呈上升趋势(图表 1-4)。
- 毛利率环比下降应是渠道库存结构调整所致。中怡康数据显示美的系各品牌的均价稳重有升, 且三个品牌零售量的相对市场份额无明显变化, 说明并非终端销售结构变化所致(图表 5、6)。我们预计应是渠道进货调整结构所致。
- 前期费用投入作用渐现, 净利率稳重有升。销售费用率明显下降, 但市场份额未因此下降, 说明前期广告及研发费用的投入逐渐得到回报, 这些前期投入增强的公司盈利能力是可持续的(图表 7)。

盈利调整

- 基于 3Q 收入变化低于预期, 以及明年出口形势目前来看不容乐观, 我们下调公司盈利预测 6%: 预计 2011-2013 年收入为 125、146、173 亿元, 增速 12%、16.7%、18.1%; EPS 为 0.939、1.186、1.551, 净利润增速为 17%、26.4%、30.7%。

投资建议

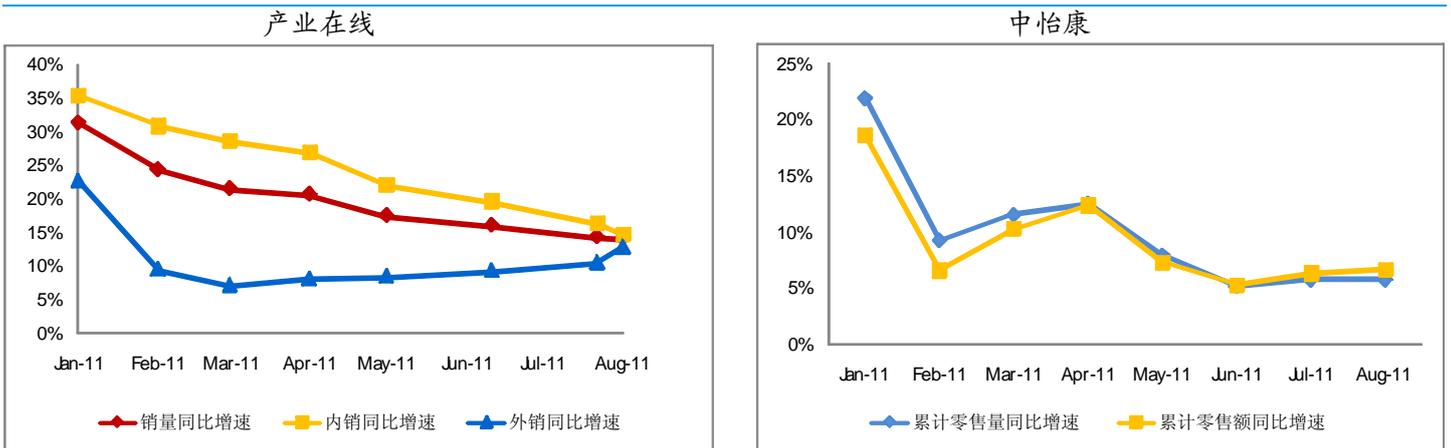
- 目前股价对应 11.5x11PE/9.1x11PE, 我们认为公司盈利水平还有提升空间, 今后两年尽管收入增速放缓, 净利润增速有望保持 20-30%增长, 12 个月合理价格 15X11PE/12X12PE, 即 14 元, 距离现价还有 30%空间, 维持买入建议。

图表1: 公司销量增速高于行业增速

	统计口径	万台	10年1-8月	11年1-8月	YoY
行业增长	产业在线（企业出货）	总销量	3086	3534	15%
		内销	2004	2315	16%
		外销	1082	1219	13%
	中怡康（零售）	销量	657	712	8%
合计：小天鹅+荣事达--产业在线	总销量	608	766	26%	
	内销	473	606	28%	
	外销	135	160	19%	
	市场份额	19.7%	21.7%	增2个百分点	
合计：小天鹅+荣事达+美的--中怡康	零售量	127	146	15%	
	市场份额	19.3%	20.5%	增1.2个百分点	

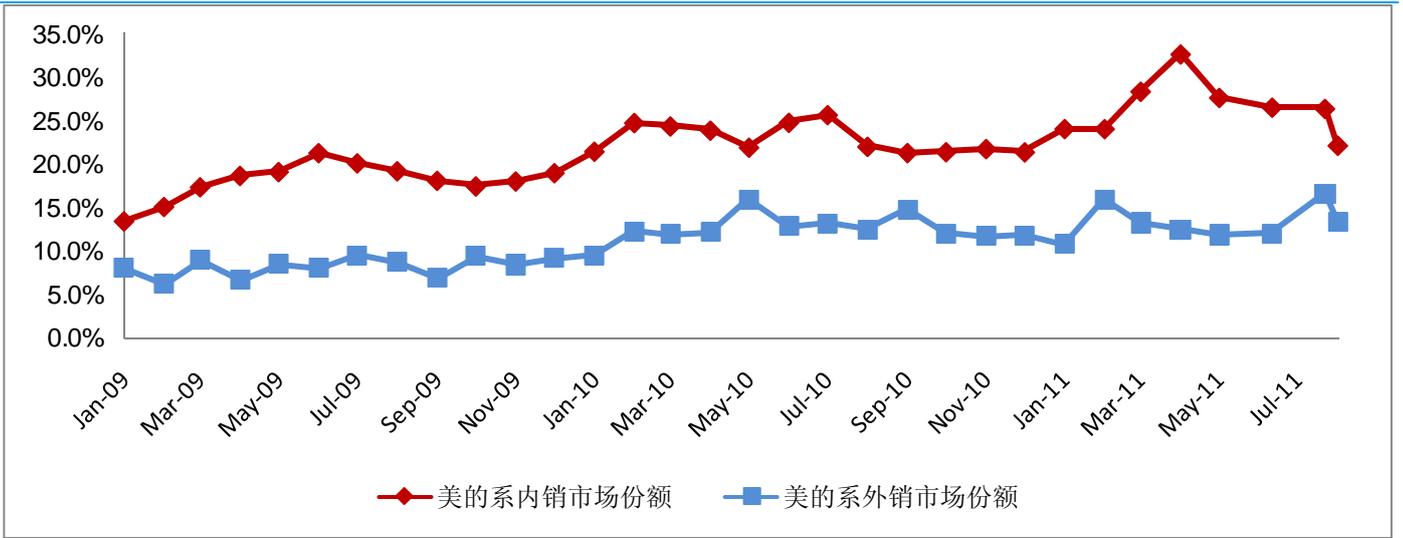
来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表2: 产业在线的行业出货量和中怡康的零售数据都表明行业需求增速在下降



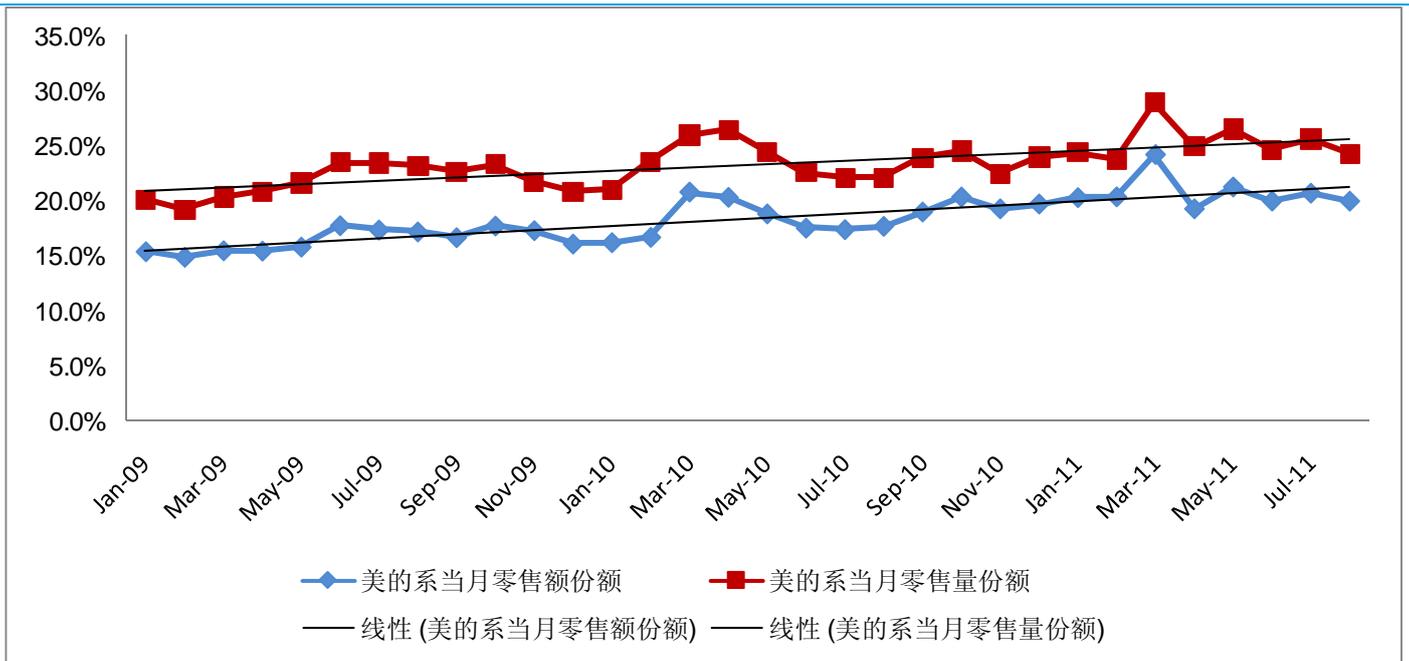
来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表3: 美的系在产业在线出货量份额 3Q 环比下降, 对应了公司收入的环比下降



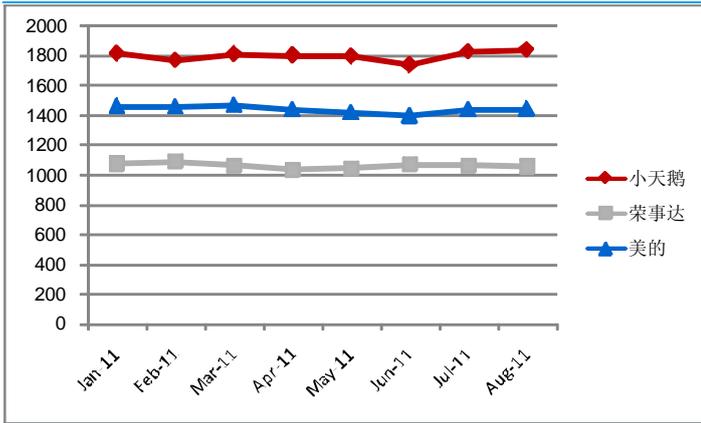
来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表4: 美的系市场份额趋势向上, 说明收入下降是渠道库存较充足, 并非竞争力下降所致



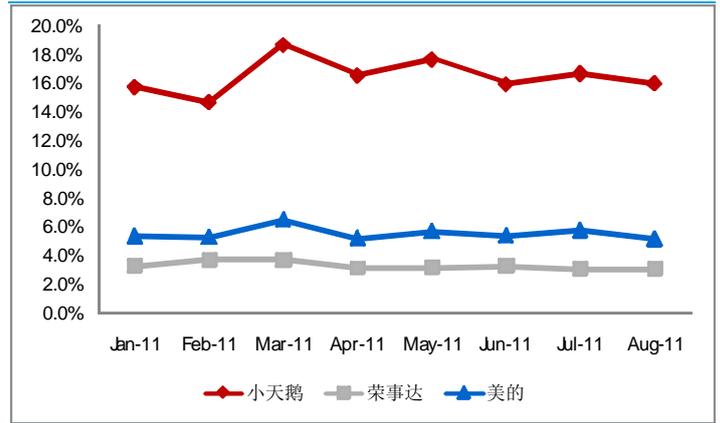
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表5: 美的系品牌均价并未下降



来源: 国金证券研究所

图表6: 高端小天鹅的零售量份额并未明显下降



图表7: 利润表分项点评: 3Q 净利率小幅提升原于盈利能力略有加强和投资收益增加

(百万元)	3Q10	1Q11	2Q11	3Q11	3Q11	3Q11	点评
					同比	环比	
营业收入	2839	3831	2916	2618	-7.8%	-10.2%	一季度发货多, 渠道有货可卖不急于加库存, 前三季度公司出货量仍明显高于行业
毛利率	15.2%	16.2%	17.6%	15.5%	0.31	-2.07	结构优化毛利率上升, 环比下降应该与3Q行业滚筒环比份额下降有关
销售费用率	7.1%	6.9%	8.9%	6.5%	-0.69	-2.42	环比大幅下降时因前期广告投入较大
毛利率-费用率	8.1%	9.3%	8.7%	9.1%	1.00	0.35	
管理费用率	2.3%	5.1%	1.5%	2.8%	0.45	1.23	
财务费用率	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.03	0.12	
-资产减值损失	0.0%	0.2%	0.0%	0.7%	0.72	0.72	一年期应收款项增加
+公允价值变动收益	0.2%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.29	-0.09	
+投资收益	0.0%	0.6%	0.3%	1.4%	1.32	1.08	金融衍生品及处置子公司收益
+营业外收支	1.2%	0.5%	0.2%	0.8%	-0.42	0.58	
利润总额	6.9%	5.1%	7.6%	7.5%	0.60	-0.06	
-所得税费用	1.0%	0.9%	1.8%	1.2%	0.23	-0.58	
-少数股东损益	1.1%	0.7%	0.8%	0.9%	-0.23	0.07	
归属于母公司所有者净利润率	4.8%	3.5%	5.0%	5.4%	0.60	0.45	盈利能力略有加强, 投资收益增加

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表7: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,293	6,759	11,202	12,533	14,624	17,270
增长率		57.4%	65.7%	11.9%	16.7%	18.1%
主营业务成本	-3,495	-5,246	-9,445	-10,445	-12,047	-14,211
%销售收入	81.4%	77.6%	84.3%	83.3%	82.4%	82.3%
毛利	798	1,513	1,757	2,088	2,577	3,060
%销售收入	18.6%	22.4%	15.7%	16.7%	17.6%	17.7%
营业税金及附加	-18	-19	-24	-25	-29	-35
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-513	-794	-738	-877	-1,068	-1,209
%销售收入	11.9%	11.7%	6.6%	7.0%	7.3%	7.0%
管理费用	-233	-242	-326	-439	-468	-518
%销售收入	5.4%	3.6%	2.9%	3.5%	3.2%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	34	458	669	747	1,012	1,298
%销售收入	0.8%	6.8%	6.0%	6.0%	6.9%	7.5%
财务费用	-17	-13	-34	-7	2	19
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-39	-124	21	-19	-10	-13
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	63	-7	4	60	10	10
%税前利润	158.8%	n.a	0.6%	7.2%	0.9%	0.7%
营业利润	42	313	668	781	1,014	1,314
营业利润率	1.0%	4.6%	6.0%	6.2%	6.9%	7.6%
营业外收支	-2	71	53	50	40	40
税前利润	40	384	722	831	1,054	1,354
利润率	0.9%	5.7%	6.4%	6.6%	7.2%	7.8%
所得税	-15	-73	-112	-137	-174	-223
所得税率	36.9%	19.0%	15.5%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	25	311	610	694	880	1,131
少数股东损益	-15	-27	103	100	130	150
归属于母公司的净利润	40	338	507	594	750	981
净利率	0.9%	5.0%	4.5%	4.7%	5.1%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012	2013
净利润	0	222	610	694	880	1,131
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	164	86	134	142	158
非经营收益	0	-73	-30	30	-37	-49
营运资金变动	0	-174	57	-360	111	190
经营活动现金净流	0	139	723	497	1,096	1,430
资本开支	-129	47	-168	-302	-207	-157
投资	-2	43	-17	-1	0	0
其他	55	44	27	60	10	10
投资活动现金净流	-75	134	-158	-243	-197	-147
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-49	-34	8	548	212	-39
其他	-31	-5	-1	-21	-13	-1
筹资活动现金净流	-79	-38	7	528	200	-40
现金净流量	-155	234	572	782	1,098	1,243

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	618	1,554	2,216	2,997	4,096	5,339
应收款项	903	2,058	2,482	3,219	3,680	4,256
存货	695	710	1,051	1,116	1,223	1,367
其他流动资产	107	122	494	428	492	578
流动资产	2,324	4,445	6,243	7,760	9,490	11,539
%总资产	69.6%	74.0%	78.2%	85.7%	91.1%	94.1%
长期投资	256	144	110	107	108	109
固定资产	517	1,018	1,204	1,517	1,623	1,665
%总资产	15.5%	17.0%	15.1%	16.8%	15.6%	13.6%
无形资产	169	283	304	249	257	265
非流动资产	1,016	1,560	1,740	1,874	1,990	2,041
%总资产	30.4%	26.0%	21.8%	20.7%	19.1%	16.7%
资产总计	3,339	6,004	7,983	9,051	10,416	12,259
短期借款	75	1	9	565	298	0
应付款项	1,465	2,702	4,328	4,707	5,435	6,412
其他流动负债	102	284	144	157	181	213
流动负债	1,643	2,986	4,482	5,429	5,914	6,625
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	2,990	4,491	5,429	5,914	6,626
普通股股东权益	1,606	1,855	3,056	2,539	3,290	4,271
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	4,905	8,002	9,051	10,416	12,259

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.073	0.617	0.801	0.939	1.186	1.551
每股净资产	2.933	3.387	4.832	4.015	5.201	6.752
每股经营现金净流	-0.246	0.254	1.145	0.786	1.732	2.261
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%	18.22%	16.58%	23.39%	22.81%	22.97%
总资产收益率	1.20%	6.89%	6.34%	6.56%	7.20%	8.00%
投入资本收益率	1.23%	19.35%	16.05%	14.90%	17.61%	19.24%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.15%	57.44%	65.74%	11.88%	16.68%	18.10%
EBIT增长率	-83.79%	1226.93%	46.20%	11.64%	35.51%	28.24%
净利润增长率	-87.99%	743.97%	50.02%	17.15%	26.36%	30.74%
总资产增长率	-11.76%	46.88%	63.14%	20.69%	19.15%	18.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.8	47.6	37.4	40.0	38.0	36.0
存货周转天数	71.2	48.4	34.6	40.0	38.0	36.0
应付账款周转天数	111.9	114.8	102.1	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	42.7	53.8	39.0	41.1	38.5	34.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.02%	-81.10%	-63.08%	-67.36%	-84.52%	-94.89%
EBIT利息保障倍数	2.0	35.2	19.8	105.5	-423.0	-69.5
资产负债率	49.22%	60.96%	56.12%	59.98%	56.78%	54.05%

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	5	5	11
买入	0	1	8	9	15
持有	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.73	1.73	1.71

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	17.01	20.30 ~ 22.43
2 2010-10-26	买入	18.89	30.00 ~ 30.00
3 2010-11-12	买入	20.39	30.00 ~ 30.00
4 2010-12-16	买入	19.12	30.00
5 2011-01-06	买入	18.54	23.00 ~ 26.00
6 2011-03-16	买入	20.19	27.00 ~ 30.00
7 2011-04-26	买入	18.18	23.10 ~ 24.20
8 2011-08-26	买入	13.65	15.98 ~ 17.30

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B