

小天鹅 A (000418.sz)

转型将提升运营效率，更加强调盈利增长

袁浩然 首席分析师
电话: 0755-82784042
eMail: yhr@gf.com.cn
执业编号: S0260511030001

控制库存风险

2011 年中期开始公司调整经营方式，由“规模优先”转变为“保盈利”。三季度开始公司着手消化库存，出货放缓，加上去年同期高基数，造成收入同比出现下滑。

我们预计清库存还将主导今年四季度和明年一季度经营。考虑到渠道铺货周期，明年二季度后，一方面，库存压力释放；另一方面，高基数影响缓解，有望出现收入增长拐点。根据我们的测算，公司目前产能利用率在 60%左右，下一阶段工作重点是进一步消化库存，控制库存风险。需求恢复后，产能还有较大利用空间（产能扩张项目暂缓）。预计未来一年新的资本投资有限，留存较充足现金流有利用公司御寒过冬。

转型将提升运营效率

小天鹅作为美的集团洗衣机事业部，也在执行自上而下的转型。美的集团营销体系调整，是应对市场需求变化的快速反应。销售公司市场化运作，是同美的一贯市场化运营相契合，也是经销商成熟后的发展趋势。新营销体系完成调整后，预计能够提升洗衣机事业部毛利率，同时较好控制销售费用率。未来盈利能力提升带来内生性增长是公司重要增长点。

此外，公司加强对产品品质的重视，明年针对品质会加大资源倾斜和管理升级。也将会加快小天鹅产品品质恢复以及盈利能力提升。

盈利预测及估值

目前股价 8.42 元，低于 2009 年美的电器荣事达资产注入时换股价格。股价向下有支撑。预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.90/1.10/1.33 元，按照 12 年 12 倍估值计算，未来 6 个月目标价 13.2 元，维持“买入”评级。

风险提示：洗衣机库存消化低预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4375	11202	12795	14520	16647
增长率(%)	1.92%	156.04%	14.21%	13.48%	14.65%
EBITDA(百万元)	373	776	832	1129	1394
净利润(百万元)	222	507	568	696	843
增长率(%)	454.93%	128.15%	12.01%	22.53%	21.14%
每股收益(元)	0.41	0.80	0.90	1.10	1.33
市盈率	36.06	24.64	9.38	7.65	6.32
市净率	4.32	4.09	1.47	1.23	1.03
EV/EBITDA	19.20	13.25	3.95	2.70	1.85

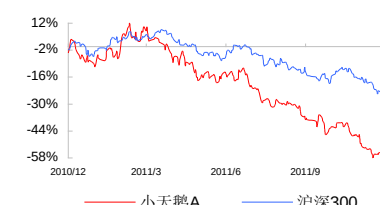
数据来源:无锡小天鹅股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	8.42 元
合理价值	13.20 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	-18.27	-30.09	-55.85
沪深 300	-9.12	-10.54	-26.15

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	632/217
主要股东:	GAOLING FUND,L.P.
主要股东持股比例	7.89%
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

资产负债表

单位: 百万元

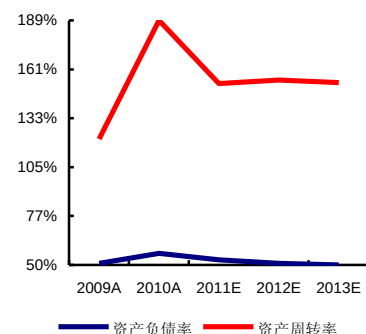
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,881	6,243	6,424	7,130	8,349
货币资金	852	2,216	2,042	2,277	2,748
应收及预付	1,571	2,839	3,505	3,870	4,473
存货	440	1,051	879	991	1,128
其他流动资产	17	137	-2	-7	1
非流动资产	998	1,759	2,325	2,876	3,363
长期股权投资	144	109	108	107	106
固定资产	592	1,196	1,711	2,163	2,568
在建工程	23	26	31	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	8,749	10,006	11,712
流动负债	1,949	4,463	4,569	5,028	5,777
短期借款	1	9	0	0	0
应付及预收	1,948	4,454	4,569	5,028	5,777
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	5,060	5,808
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	1,893	2,589	3,431
归属母公司股东权益	1,855	3,056	3,623	4,319	5,162
少数股东权益	60	454	526	626	742
负债和股东权益	3,879	8,002	8,749	10,006	11,712

利润表

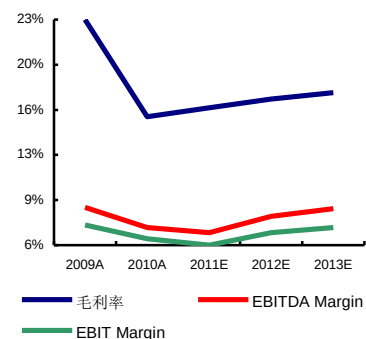
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4375	11202	12795	14520	16647
营业成本	3353	9445	10690	12044	13711
营业税金及附加	19	24	37	38	45
销售费用	505	738	921	1016	1176
管理费用	188	326	448	480	561
财务费用	1	34	13	14	15
资产减值损失	103	-21	-2	3	4
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	704	934	1143
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	789	979	1181
所得税	56	112	150	183	222
净利润	222	610	639	796	959
少数股东损益	0	103	71	100	116
归属母公司净利润	222	507	568	696	843
EBITDA	373	776	832	1129	1394
EPS (元)	0.41	0.80	0.90	1.10	1.33

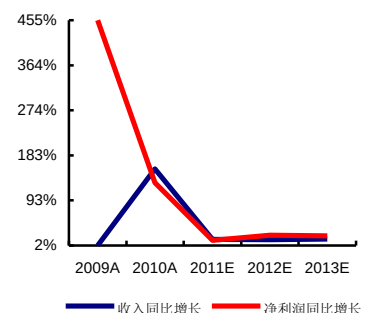
资产负债率趋势



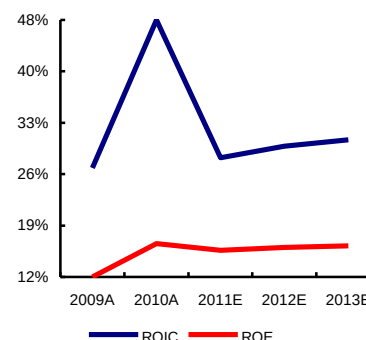
经营利润率趋势



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

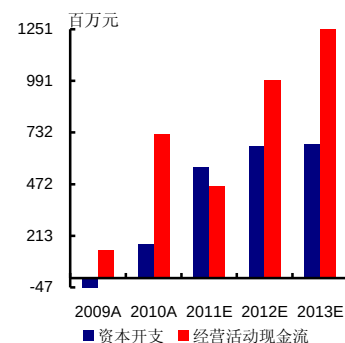
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	139	724	391	891	1,135
净利润	222	610	639	796	959
折旧摊销	61	107	133	186	240
营运资金变动	-174	57	-224	-11	-1
其它	30	-50	-158	-80	-63
投资活动现金流	134	-158	-552	-657	-663
资本支出	47	-168	-558	-663	-669
投资变动	86	5	-4	1	3
其他	0	5	10	5	3
筹资活动现金流	-38	7	-12	0	0
银行借款	24	9	-9	0	0
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	-173	234	471
期初现金余额	618	852	2,216	2,042	2,277
期末现金余额	852	1,425	2,042	2,277	2,748

主要财务比率

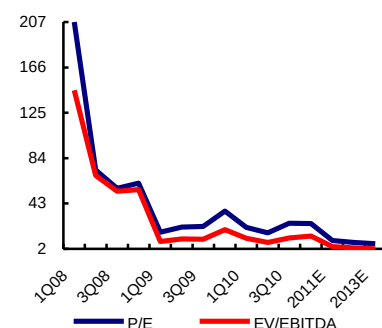
单位: %

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	1.9%	156.0%	14.2%	13.5%	14.6%
营业利润	377.0%	234.4%	5.3%	32.8%	22.3%
归属于母公司净利润	454.9%	128.2%	12.0%	22.5%	21.1%
获利能力					
毛利率	23.4%	15.7%	16.4%	17.1%	17.6%
净利率	5.1%	5.4%	5.0%	5.5%	5.8%
ROE	12.0%	16.6%	15.7%	16.1%	16.3%
ROIC	27.1%	47.6%	28.5%	30.1%	31.0%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	56.1%	52.6%	50.6%	49.6%
净负债比率	-44.5%	-63.1%	-49.7%	-46.5%	-47.0%
流动比率	1.48	1.40	1.41	1.42	1.45
速动比率	1.22	1.08	1.14	1.14	1.17
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.89	1.53	1.55	1.53
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	0.90	1.10	1.33
每股经营现金流	0.25	1.14	0.62	1.41	1.79
每股净资产	3.39	4.83	5.73	6.83	8.16
估值比率					
P/E	36.1	24.6	9.4	7.7	6.3
P/B	4.3	4.1	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	19.2	13.3	3.9	2.7	1.8

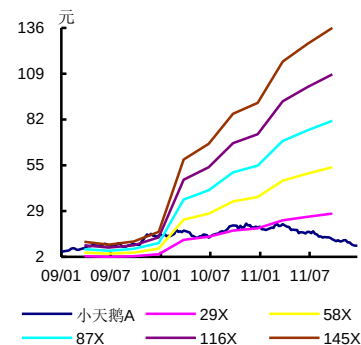
资本支出与经营活动现金流



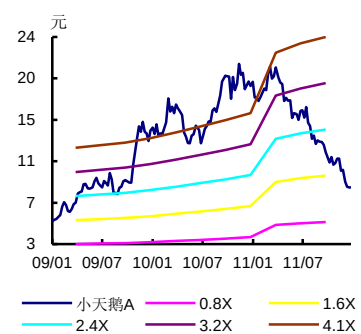
相对估值



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

小天鹅 A (000418.sz): 业绩低谷, 期待旺季提振增长

郝雪梅

2011-10-21

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。