

# 小天鹅 A (000418.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

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

蒋毅

联系人  
(8636)11937527  
jiangyi@gjzq.com.cn

## 美的电器增持小天鹅 1%，体现对公司的信心

### 事件

小天鹅于 2011 年 12 月 3 日发布公告：公司控股股东美的电器于 2011.12.15 至 2012.1.16 期间增持公司 A 股份共计 632 万股，占公司总股本 1%，平均价格约为 8.30 元/股；增持后，美的电器及其全资子公司 TITONI 持有公司总股本比例为 40.08%；根据增持计划，美的电器拟在首次增持日起 12 个月内增持不超过公司总股本的 2%（含本次已增持的 1%）。

### 评论

**此时增持说明美的电器认为小天鹅股价已被低估，对其长期增长有信心：**小天鹅在 2011 年跌幅在家电行业居前，主要原因是 2010 年业绩高速增长后市场给予其成长性估值溢价，而 2011 年业绩低于预期，引发估值和业绩的双杀。不过从 2011 年四个季度的业绩来看，尽管 2Q 起收入陷入负增长（1Q49%、2Q-0.8%、3Q-7.8%），公司的净利率逐季提升（1Q3.5%、2Q5.0%、3Q5.4%），而且资金状况优良（货币资金、经营性现金流充沛，财务费用为负），因此 2011 年的收缩是对前期快速扩张的检讨，伤筋但没有动骨。小天鹅现价 8.34 元，美的电器增持价 8.30 元，对应 7.8X12PE。作为美的电器的洗衣机事业部，目前估值已比美的电器还低（美的 9.5X12PE），我们也认为底部已现。

**公司渠道去库存一季度有望结束，2012 年聚焦产品的市场命中率和利润率提升，重视出口市场：**近期我们调研了公司，1）库存已正常但还要向偏低程度压缩：四季度开工率仅为上年同期的一半、环比三季度也有所下降；不过公司库存（1 个月的全年平均销售）、渠道库存（包括销售公司和能够掌握到的大的下一级代理商，1-2 个月的全年平均销售）均正常，只是因为公司还要调整产品结构淘汰老款产品，所以还会进一步压缩库存。2）研发从设立在产品公司回到设立在事业部：公司过去的问题最主要还是产品开发以短期销售需求为导向（eg.竞争对手出了什么产品就要开发相应产品），研发人员精力耗费在开发了太多型号上，结果命中率低，即无法提高份额，又影响利润率。2012 年主要调整就是精简一半的型号，老款通过去库存淘汰 3/4（保留畅销款），新款再开发 1/4，让研发人员的精力集中到开发消费者真正需要的产品上来。3）2012 年双缸不再作为发展产品：2011 年滚筒占比约 15%，双缸还占 30-40%，其余为波轮全自动。4）高管看好出口市场：认为国际白电品牌会逐渐放弃制造，可以提供中国企业相当大的增长空间（目前全球约一亿台出头，中国制造还不到一半）。

**盈利预测调整：**根据近期的跟踪，我们预计公司 2011-2013 年收入为 117.9、136.0、153.5 亿元，增速 5.3%、15.3%、12.8%；EPS 为 0.881、1.061、1.312 元，净利润增速为 10%、20.4%、23.6%。

### 投资建议

公司目前估值水平和未来增速与格力、海尔均相当，低于美的的估值水平；洗衣机行业还有较大行业整合空间和海外市场空间，美的战略调整到位后，公司收入增长还将提速。因此我们认为尽管未来估值弹性不大，但通过业绩增长完全可获取稳健收益。在目前的市场估值水平下，公司 6-12 个月合理估值为 10X12PE，即 10.6 元，给予买入建议。

**图表1：公司三张报表及预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

|                     | 2008          | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E          | 2013E          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>4,293</b>  | <b>6,759</b>  | <b>11,202</b> | <b>11,795</b> | <b>13,603</b>  | <b>15,348</b>  |
| 增长率                 |               | 57.4%         | 65.7%         | 5.3%          | 15.3%          | 12.8%          |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-3,495</b> | <b>-5,246</b> | <b>-9,445</b> | <b>-9,829</b> | <b>-11,268</b> | <b>-12,639</b> |
| % 销售收入              | 81.4%         | 77.6%         | 84.3%         | 83.3%         | 82.8%          | 82.4%          |
| <b>毛利</b>           | <b>798</b>    | <b>1,513</b>  | <b>1,757</b>  | <b>1,966</b>  | <b>2,336</b>   | <b>2,709</b>   |
| % 销售收入              | 18.6%         | 22.4%         | 15.7%         | 16.7%         | 17.2%          | 17.6%          |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-18</b>    | <b>-19</b>    | <b>-24</b>    | <b>-24</b>    | <b>-27</b>     | <b>-31</b>     |
| % 销售收入              | 0.4%          | 0.3%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%           | 0.2%           |
| <b>营业费用</b>         | <b>-513</b>   | <b>-794</b>   | <b>-738</b>   | <b>-837</b>   | <b>-939</b>    | <b>-1,059</b>  |
| % 销售收入              | 11.9%         | 11.7%         | 6.6%          | 7.1%          | 6.9%           | 6.9%           |
| <b>管理费用</b>         | <b>-233</b>   | <b>-242</b>   | <b>-326</b>   | <b>-413</b>   | <b>-449</b>    | <b>-506</b>    |
| % 销售收入              | 5.4%          | 3.6%          | 2.9%          | 3.5%          | 3.3%           | 3.3%           |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>34</b>     | <b>458</b>    | <b>669</b>    | <b>692</b>    | <b>921</b>     | <b>1,112</b>   |
| % 销售收入              | 0.8%          | 6.8%          | 6.0%          | 5.9%          | 6.8%           | 7.2%           |
| <b>财务费用</b>         | <b>-17</b>    | <b>-13</b>    | <b>-34</b>    | <b>-7</b>     | <b>0</b>       | <b>18</b>      |
| % 销售收入              | 0.4%          | 0.2%          | 0.3%          | 0.1%          | 0.0%           | -0.1%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-39</b>    | <b>-124</b>   | <b>21</b>     | <b>-13</b>    | <b>-9</b>      | <b>-7</b>      |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>8</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资收益</b>         | <b>63</b>     | <b>-7</b>     | <b>4</b>      | <b>70</b>     | <b>10</b>      | <b>10</b>      |
| % 税前利润              | 158.8%        | n.a           | 0.6%          | 8.8%          | 1.1%           | 0.9%           |
| <b>营业利润</b>         | <b>42</b>     | <b>313</b>    | <b>668</b>    | <b>742</b>    | <b>922</b>     | <b>1,134</b>   |
| 营业利润率               | 1.0%          | 4.6%          | 6.0%          | 6.3%          | 6.8%           | 7.4%           |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-2</b>     | <b>71</b>     | <b>53</b>     | <b>50</b>     | <b>25</b>      | <b>25</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>40</b>     | <b>384</b>    | <b>722</b>    | <b>792</b>    | <b>947</b>     | <b>1,159</b>   |
| 利润率                 | 0.9%          | 5.7%          | 6.4%          | 6.7%          | 7.0%           | 7.6%           |
| <b>所得税</b>          | <b>-15</b>    | <b>-73</b>    | <b>-112</b>   | <b>-135</b>   | <b>-161</b>    | <b>-197</b>    |
| 所得税率                | 36.9%         | 19.0%         | 15.5%         | 17.0%         | 17.0%          | 17.0%          |
| <b>净利润</b>          | <b>25</b>     | <b>311</b>    | <b>610</b>    | <b>657</b>    | <b>786</b>     | <b>962</b>     |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>-15</b>    | <b>-27</b>    | <b>103</b>    | <b>100</b>    | <b>115</b>     | <b>132</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>40</b>     | <b>338</b>    | <b>507</b>    | <b>557</b>    | <b>671</b>     | <b>830</b>     |
| 净利率                 | 0.9%          | 5.0%          | 4.5%          | 4.7%          | 4.9%           | 5.4%           |

**现金流量表（人民币百万元）**

|                 | 2008        | 2009        | 2010        | 2011E       | 2012         | 2013         |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>      | <b>0</b>    | <b>222</b>  | <b>610</b>  | <b>657</b>  | <b>786</b>   | <b>962</b>   |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>非现金支出</b>    | <b>0</b>    | <b>164</b>  | <b>86</b>   | <b>128</b>  | <b>140</b>   | <b>152</b>   |
| <b>非经营收益</b>    | <b>0</b>    | <b>-73</b>  | <b>-30</b>  | <b>19</b>   | <b>-20</b>   | <b>-34</b>   |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>0</b>    | <b>-174</b> | <b>57</b>   | <b>-361</b> | <b>119</b>   | <b>150</b>   |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>0</b>    | <b>139</b>  | <b>723</b>  | <b>444</b>  | <b>1,026</b> | <b>1,231</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-129</b> | <b>47</b>   | <b>-168</b> | <b>-302</b> | <b>-222</b>  | <b>-172</b>  |
| <b>投资</b>       | <b>-2</b>   | <b>43</b>   | <b>-17</b>  | <b>-1</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>其他</b>       | <b>55</b>   | <b>44</b>   | <b>27</b>   | <b>70</b>   | <b>10</b>    | <b>10</b>    |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-75</b>  | <b>134</b>  | <b>-158</b> | <b>-233</b> | <b>-212</b>  | <b>-162</b>  |
| <b>股权募资</b>     | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>债权募资</b>     | <b>-49</b>  | <b>-34</b>  | <b>8</b>    | <b>538</b>  | <b>283</b>   | <b>-39</b>   |
| <b>其他</b>       | <b>-31</b>  | <b>-5</b>   | <b>-1</b>   | <b>-20</b>  | <b>-15</b>   | <b>-1</b>    |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-79</b>  | <b>-38</b>  | <b>7</b>    | <b>518</b>  | <b>268</b>   | <b>-40</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-155</b> | <b>234</b>  | <b>572</b>  | <b>728</b>  | <b>1,082</b> | <b>1,029</b> |

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         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>618</b>   | <b>1,554</b> | <b>2,216</b> | <b>2,944</b> | <b>4,026</b> | <b>5,055</b>  |
| <b>应收款项</b>     | <b>903</b>   | <b>2,058</b> | <b>2,482</b> | <b>3,030</b> | <b>3,423</b> | <b>3,782</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>695</b>   | <b>710</b>   | <b>1,051</b> | <b>1,050</b> | <b>1,144</b> | <b>1,215</b>  |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>107</b>   | <b>122</b>   | <b>494</b>   | <b>403</b>   | <b>460</b>   | <b>515</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>2,324</b> | <b>4,445</b> | <b>6,243</b> | <b>7,427</b> | <b>9,053</b> | <b>10,568</b> |
| % 总资产           | 69.6%        | 74.0%        | 78.2%        | 85.2%        | 90.6%        | 94.1%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>256</b>   | <b>144</b>   | <b>110</b>   | <b>107</b>   | <b>108</b>   | <b>109</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>517</b>   | <b>1,018</b> | <b>1,204</b> | <b>1,517</b> | <b>1,623</b> | <b>1,665</b>  |
| % 总资产           | 15.5%        | 17.0%        | 15.1%        | 17.4%        | 16.2%        | 14.8%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>169</b>   | <b>283</b>   | <b>304</b>   | <b>249</b>   | <b>257</b>   | <b>265</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>1,016</b> | <b>1,560</b> | <b>1,740</b> | <b>1,874</b> | <b>1,990</b> | <b>2,041</b>  |
| % 总资产           | 30.4%        | 26.0%        | 21.8%        | 21.5%        | 19.9%        | 18.2%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>3,339</b> | <b>6,004</b> | <b>7,983</b> | <b>8,717</b> | <b>9,990</b> | <b>11,227</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>75</b>    | <b>1</b>     | <b>9</b>     | <b>555</b>   | <b>369</b>   | <b>0</b>      |
| <b>应付款项</b>     | <b>1,465</b> | <b>2,702</b> | <b>4,328</b> | <b>4,429</b> | <b>5,080</b> | <b>5,703</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>102</b>   | <b>284</b>   | <b>144</b>   | <b>147</b>   | <b>169</b>   | <b>190</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>1,643</b> | <b>2,986</b> | <b>4,482</b> | <b>5,132</b> | <b>5,618</b> | <b>5,892</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>1</b>      |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>1</b>     | <b>4</b>     | <b>9</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      |
| <b>负债</b>       | <b>1,643</b> | <b>2,990</b> | <b>4,491</b> | <b>5,132</b> | <b>5,618</b> | <b>5,893</b>  |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,606</b> | <b>1,855</b> | <b>3,056</b> | <b>2,503</b> | <b>3,174</b> | <b>4,004</b>  |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>89</b>    | <b>60</b>    | <b>454</b>   | <b>1,083</b> | <b>1,198</b> | <b>1,330</b>  |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>3,339</b> | <b>4,905</b> | <b>8,002</b> | <b>8,717</b> | <b>9,990</b> | <b>11,227</b> |

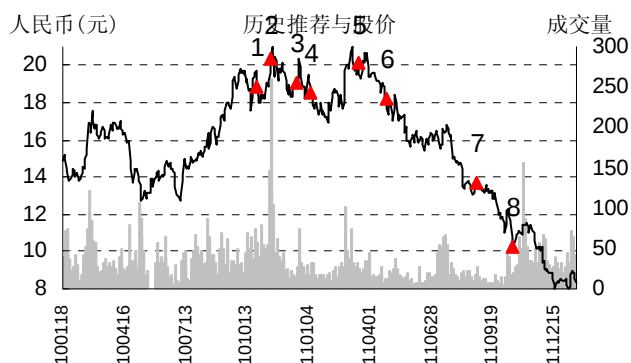
**比率分析**

|               | 2008    | 2009     | 2010    | 2011E   | 2012E    | 2013E   |
|---------------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |          |         |         |          |         |
| 每股收益          | 0.073   | 0.617    | 0.801   | 0.881   | 1.061    | 1.312   |
| 每股净资产         | 2.933   | 3.387    | 4.832   | 3.957   | 5.018    | 6.330   |
| 每股经营现金净流      | -0.246  | 0.254    | 1.145   | 0.702   | 1.622    | 1.946   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.000    | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |          |         |         |          |         |
| 净资产收益率        | 2.49%   | 18.22%   | 16.58%  | 22.27%  | 21.15%   | 20.72%  |
| 总资产收益率        | 1.20%   | 6.89%    | 6.34%   | 6.39%   | 6.72%    | 7.39%   |
| 投入资本收益率       | 1.23%   | 19.35%   | 16.05%  | 13.87%  | 16.13%   | 17.31%  |
| <b>增长率</b>    |         |          |         |         |          |         |
| 主营业务收入增长率     | -14.15% | 57.44%   | 65.74%  | 5.29%   | 15.33%   | 12.83%  |
| EBIT增长率       | -83.79% | 1226.93% | 46.20%  | 3.42%   | 33.10%   | 20.77%  |
| 净利润增长率        | -87.99% | 743.97%  | 50.02%  | 9.96%   | 20.44%   | 23.59%  |
| 总资产增长率        | -11.76% | 46.88%   | 63.14%  | 16.51%  | 18.73%   | 14.18%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |          |         |         |          |         |
| 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    | 43.7    | 41.4     | 38.2    |
| <b>偿债能力</b>   |         |          |         |         |          |         |
| 净负债/股东权益      | -32.02% | -81.10%  | -63.08% | -66.85% | -83.83%  | -94.89% |
| EBIT利息保障倍数    | 2.0     | 35.2     | 19.8    | 102.7   | 14,224.0 | -60.8   |
| 资产负债率         | 49.22%  | 60.96%   | 56.12%  | 58.87%  | 56.24%   | 52.49%  |

**历史推荐和目标定价(人民币)**

|   | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价           |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2010-10-26 | 买入 | 18.89 | 30.00 ~ 30.00 |
| 2 | 2010-11-12 | 买入 | 20.39 | 30.00 ~ 30.00 |
| 3 | 2010-12-16 | 买入 | 19.12 | 30.00         |
| 4 | 2011-01-06 | 买入 | 18.54 | 23.00 ~ 26.00 |
| 5 | 2011-03-16 | 买入 | 20.19 | 27.00 ~ 30.00 |
| 6 | 2011-04-26 | 买入 | 18.18 | 23.10 ~ 24.20 |
| 7 | 2011-08-26 | 买入 | 13.65 | 15.98 ~ 17.30 |
| 8 | 2011-10-21 | 买入 | 10.29 | 14.00 ~ 14.00 |

来源：国金证券研究所


**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为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 |