

小天鹅 A (000418)

25.3 亿分红获董事会通过，高股息率彰显投资价值

事件

美的集团发行 A 股股份换股吸收合并公司暨关联交易事项已于 2019 年 3 月 12 日获中国证券监督管理委员会核准，根据美的集团《关于本次换股吸收合并实施前无锡小天鹅股份有限公司分红安排的提议函》，公司董事会同意实施中期利润分配，拟以公司 2018 年末总股本约 6.32 亿股为基数，按每 10 股派发现金红利 40 元(含税)向全体股东分配，共派发现金约 25.30 亿元，剩余未分配利润结转以后年度。

小天鹅分红提升股东回报，美的一次性获得 13.3 亿现金

按照小天鹅一次性分红方案对应 A、B 股 7.4%、9.1%股息率（按照 1 港币 = 0.8690 元人民币折算），显著增厚股东收益。同时，假设分红完成后进行换股，则换股价格和换股比例将相应调整。同时，按照美的当前对小天鹅直接及间接持股比例 52.67%估算，美的可分红获得约 13.3 亿现金。

若假设美的集团 18 年度分红在换股完成以后实施，则原小天鹅股东有机会获得“小天鹅一次性分红”+“合并后美的股东分红”。根据美的的历年分红情况，我们假设 2018 年美的集团分红率上升至 55%，则对应小天鹅 A、B 股原股东有可能获得“7.4%+4.3%”=11.7%、“9.1%+4.3%=13.4%”的总分红，投资价值进一步彰显。

小天鹅相对美的集团折价明显，存在短期投资套利机会

从换股价格和比例来测算，持有美的集团的现股东，若将股份转换成小天鹅 A 或小天鹅 B 并持有至换股完成后，将分别获得 3.5%、4.6%的溢价收益，即意味着当前小天鹅 A、B 股相对于美的集团约有 3%-4%的短期折价套利机会。

投资建议

我们认为，小天鹅和美的的此次股东分红一方面有利于提升股东回报率，进一步彰显了公司的长期投资价值。当前小天鹅的股价相对于美的集团具有一定折价，长期来看，我们认为美的在架构调整方面进入到关键时期，更早地顺利完成吸收合并，对于集团后续整合有利建议积极关注美的集团及小天鹅 A 及相对更为便宜的小天鹅 B 股。

风险提示：原材料价格波动风险，房地产市场波动风险，宏观经济波动风险等。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	54.30 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	441.45
流通 A 股股本(百万股)	439.36
A 股总市值(百万元)	23,970.84
流通 A 股市值(百万元)	23,857.47
每股净资产(元)	12.31
资产负债率(%)	53.43
一年内最高/最低(元)	78.00/41.52

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120002
luoanyang@tfzq.com

马王杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《小天鹅 A-季报点评:收入增速有所放缓,盈利能力保持平稳》2018-11-01
- 2 《小天鹅 A-半年报点评:中高端化带动盈利能力上升,现金含量充足体现高报表质量》2018-08-08
- 3 《小天鹅 A-季报点评:盈利能力进一步提升,在手现金+理财超百亿》2018-04-24

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,334.91	21,384.70	22,716.97	23,923.24	25,066.77
增长率(%)	24.3900	30.9100	6.2300	5.3100	4.7800
EBITDA(百万元)	1,526.87	2,062.10	1,869.03	2,206.07	2,572.60
净利润(百万元)	1,175.05	1,506.41	1,732.22	1,985.03	2,253.53
增长率(%)	2784.00	2820.00	1499.00	1459.00	1353.00
EPS(元/股)	1.86	2.38	2.74	3.14	3.56
市盈率(P/E)	29.23	22.80	19.83	17.30	15.24
市净率(P/B)	5.74	4.87	4.27	3.72	3.24
市销率(P/S)	2.10	1.61	1.51	1.44	1.37
EV/EBITDA	11.09	20.39	17.69	14.12	11.87

资料来源：wind，天风证券研究所



事件

美的集团发行 A 股股份换股吸收合并公司暨关联交易事项已于 2019 年 3 月 12 日获中国证券监督管理委员会核准，根据美的集团《关于本次换股吸收合并实施前无锡小天鹅股份有限公司分红安排的提议函》，公司董事会同意实施中期利润分配，拟以公司 2018 年末总股本约 6.32 亿股为基数，按每 10 股派发现金红利 40 元(含税)向全体股东分配，共派发现金约 25.30 亿元，剩余未分配利润结转以后年度。

小天鹅分红提升股东回报，美的一次性获得 13.3 亿现金

按照小天鹅一次性分红方案对应 A、B 股 7.4%、9.1%股息率（按照 1 港币=0.8690 元人民币折算），显著增厚股东收益。同时，假设分红完成后进行换股，则换股价格和换股比例将相应调整。同时，按照美的当前对小天鹅直接及间接持股比例 52.67%估算，美的可分红获得约 13.3 亿现金。

图 1：小天鹅分红前后转股价格调整

公司	小天鹅分红前		小天鹅分红后		现价 (元/股) (2019.3.14)
	换股价 (元/股)	换股比例	换股价 (元/股)	换股比例	
小天鹅A	50.91	1.2110	46.91	1.1158	54.30
小天鹅B	42.07	1.0007	38.07	0.9056	43.79
美的集团	42.04	1.0000	42.04	1.0000	46.41

资料来源：WIND，天风证券研究所

若假设美的集团 18 年度分红在换股完成以后实施，则原小天鹅股东有机会获得“小天鹅一次性分红”+“合并后美的股东分红”。根据美的历年分红情况，我们假设 2018 年美的集团分红率上升至 55%，则对应小天鹅 A、B 股原股东有可能获得“7.4%+4.3%”=11.7%、“9.1%+4.3%=13.4%”的总分红，投资价值进一步彰显。

图 2：美的集团历年分红率情况

美的集团	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E
分红率	63.4%	40.1%	40.3%	44.0%	45.7%	55.0%
股息率	1.3%	1.6%	1.9%	2.4%	3.0%	4.3%

资料来源：WIND，天风证券研究所

小天鹅相对美的集团折价明显，存在短期投资套利机会

从换股价格和比例来测算，持有美的集团的现股东，若将股份转换成小天鹅 A 或小天鹅 B 并持有至换股完成后，将分别获得 3.5%、4.6%的溢价收益，即意味着当前小天鹅 A、B 股相对于美的集团约有 3%-4%的短期折价套利机会。

投资建议

我们认为，小天鹅和美的的此次股东分红一方面有利于提升股东回报率，进一步彰显了公司的长期投资价值。当前小天鹅的股价相对于美的集团具有一定折价，长期来看，我们认为美的在架构调整方面进入到关键时期，更早地顺利完成吸收合并，对于集团后续整合有利建议积极关注美的集团及小天鹅 A 及相对更为便宜的小天鹅 B 股。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,272.08	1,588.26	2,401.60	4,603.76	5,550.47
应收账款	1,489.35	1,783.95	1,244.98	1,878.33	1,366.42
预付账款	131.51	84.35	197.95	98.26	210.48
存货	1,724.84	1,980.77	1,312.69	2,143.09	1,458.87
其他	9,710.09	14,127.65	14,506.30	14,863.11	15,239.72
流动资产合计	17,327.87	19,564.97	19,663.52	23,586.55	23,825.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	970.86	1,029.67	987.58	1,018.95	1,067.15
在建工程	0.00	37.97	37.97	37.97	37.97
无形资产	192.28	187.05	181.88	176.71	171.55
其他	394.98	518.76	315.69	312.02	311.68
非流动资产合计	1,558.12	1,773.45	1,523.12	1,545.65	1,588.35
资产总计	18,885.99	21,338.42	21,186.64	25,132.20	25,414.30
短期借款	183.81	81.39	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,535.02	4,048.15	3,856.15	4,437.72	4,206.97
其他	8,187.29	8,973.82	7,834.52	9,708.87	8,530.88
流动负债合计	11,906.12	13,103.36	11,690.67	14,146.60	12,737.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.77	16.76	20.00	22.00	24.00
非流动负债合计	20.77	16.76	20.00	22.00	24.00
负债合计	11,926.89	13,120.12	11,710.67	14,168.60	12,761.85
少数股东权益	975.25	1,171.21	1,430.04	1,726.66	2,063.39
股本	632.49	632.49	632.49	632.49	632.49
资本公积	1,191.49	1,252.95	1,252.95	1,252.95	1,252.95
留存收益	5,280.60	6,374.11	7,413.44	8,604.46	9,956.57
其他	(1,120.73)	(1,212.45)	(1,252.95)	(1,252.95)	(1,252.95)
股东权益合计	6,959.10	8,218.30	9,475.97	10,963.60	12,652.45
负债和股东权益总	18,885.99	21,338.42	21,186.64	25,132.20	25,414.30

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,342.78	1,708.42	1,732.22	1,985.03	2,253.53
折旧摊销	130.05	143.09	147.26	173.79	206.97
财务费用	(80.75)	(76.64)	(590.64)	(622.00)	(651.74)
投资损失	(200.24)	(320.62)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	359.24	(3,458.20)	(414.18)	740.73	(699.11)
其它	2,344.99	4,019.71	253.57	296.61	336.73
经营活动现金流	3,896.07	2,015.75	828.22	2,274.17	1,146.39
资本支出	94.81	233.51	96.76	198.00	248.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,354.24)	(4,374.22)	114.48	(98.00)	(198.00)
投资活动现金流	(2,259.44)	(4,140.71)	211.24	100.00	50.00
债权融资	183.81	81.39	0.00	0.00	0.00
股权融资	225.40	110.00	555.14	627.00	656.74
其他	(689.95)	(778.98)	(781.28)	(799.01)	(906.41)
筹资活动现金流	(280.74)	(587.58)	(226.13)	(172.01)	(249.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,355.90	(2,712.54)	813.33	2,202.16	946.71

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,334.91	21,384.70	22,716.97	23,923.24	25,066.77
营业成本	12,111.21	15,982.89	16,937.77	17,772.57	18,524.34
营业税金及附加	99.20	131.79	115.86	122.01	132.85
营业费用	2,325.65	2,872.85	3,189.46	3,265.52	3,341.40
管理费用	505.32	728.32	976.83	980.85	952.54
财务费用	(154.83)	(71.81)	(590.64)	(622.00)	(651.74)
资产减值损失	94.57	70.60	70.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	5.27	(5.27)	0.00	0.00
投资净收益	200.24	320.62	300.00	300.00	300.00
其他	(400.48)	(704.71)	(589.46)	(600.00)	(600.00)
营业利润	1,554.03	2,048.87	2,312.42	2,654.29	3,017.37
营业外收入	38.98	17.45	40.00	40.00	40.00
营业外支出	8.57	1.62	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,584.43	2,064.69	2,342.42	2,684.29	3,047.37
所得税	241.65	356.27	351.36	402.64	457.11
净利润	1,342.78	1,708.42	1,991.06	2,281.64	2,590.27
少数股东损益	167.72	202.01	258.84	296.61	336.73
归属于母公司净利润	1,175.05	1,506.41	1,732.22	1,985.03	2,253.53
每股收益(元)	1.86	2.38	2.74	3.14	3.56

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	24.39%	30.91%	6.23%	5.31%	4.78%
营业利润	28.40%	31.84%	12.86%	14.78%	13.68%
归属于母公司净利润	27.84%	28.20%	14.99%	14.59%	13.53%
获利能力					
毛利率	25.86%	25.26%	25.44%	25.71%	26.10%
净利率	7.19%	7.04%	7.63%	8.30%	8.99%
ROE	19.64%	21.38%	21.53%	21.49%	21.28%
ROIC	45.84%	66.07%	23.65%	25.56%	33.25%
偿债能力					
资产负债率	63.15%	61.49%	55.27%	56.38%	50.22%
净负债率	76.12%	90.91%	120.84%	84.91%	75.60%
流动比率	1.46	1.49	1.68	1.67	1.87
速动比率	1.31	1.34	1.57	1.52	1.76
营运能力					
应收账款周转率	13.64	13.07	15.00	15.32	15.45
存货周转率	13.23	11.54	13.80	13.85	13.92
总资产周转率	0.98	1.06	1.07	1.03	0.99
每股指标(元)					
每股收益	1.86	2.38	2.74	3.14	3.56
每股经营现金流	6.16	3.19	1.31	3.60	1.81
每股净资产	9.46	11.14	12.72	14.60	16.74
估值比率					
市盈率	29.23	22.80	19.83	17.30	15.24
市净率	5.74	4.87	4.27	3.72	3.24
EV/EBITDA	11.09	20.39	17.69	14.12	11.87
EV/EBIT	12.10	21.86	19.20	15.33	12.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com