

洗衣机

袁浩然 CPA

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

小天鹅 A

000418

中性

展翅高飞 尚需时日

投资要点:

6-12 个月目标价: 5.70 元

当前股价: 5.99 元

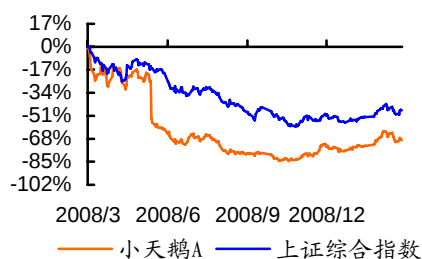
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2193.01
总股本(百万)	548
流通股本(百万)	404
流通市值(亿)	24
EPS (TTM)	0.07
每股净资产(元)	3.10
资产负债率	49.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
小天鹅 A	-1.16	12.17	46.45
上证综合指数	0.54	8.64	-0.43



相关报告

- **收入下滑，净利润大降。**公司 08 年实现营业收入 42.9 亿元，同比下降 14.2%；归属于上市公司股东净利润 4004 万元，EPS 为 0.07 元，ROE2.4%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东净利润 8723 万元，同比下降 46%，EPS 为 0.16 元，ROE5.4%。销售收入略低于预期，但净利润数据很差并不属于意外，从 07 年前任控股股东（无锡市国联）尽最大努力推出亮丽报表以高价转让股权，到新任股东（美的电器）接手以后宏观经营环境急剧恶化，内部整合极其不顺，报表处理方面也采取谨慎性思路，充分计提了坏帐准备，职工赔付金和售后准备金，形成 08 年全年利润大幅降低。
- 具体看，营业收入方面，公司洗衣机销售收入 29 亿元，下降 11%；主要是 11、12 月份销售情况很差，这一方面与外部环境迅速恶化有关，另一方面公司四季度正是企业内部调整的转折期，有点打乱仗的味道，市场份额下降较快；公司 08 年冰箱销售 6 亿元，下降 48%，主要是公司基于美的系统的安排，有意识收缩冰箱业务有关。从内外销角度考虑，公司 08 年内销收入 25.5 亿元，下降 31%，出口收入 14.1 亿元，增长 10%，主要来源于合资公司无锡小天鹅通用，其客户较稳定，并没有太受公司整合的影响。
- 由于宏观环境的不确定性，加上公司整合到位逐步提升市场竞争力还需要时间，另外本年二季度厂房搬迁，生产经营多少会产生一定的影响，今年上半年的销售也不乐观。
- 毛利率方面，公司 08 年综合毛利率略有下降，从去年 19.9%下降到 18.6%，其中洗衣机业务毛利率下降近一个点，冰箱毛利率下降近 3 个点。原因在于缺乏品牌拉动的背景下，高端产品销售乏力。08 年底公司将双桶洗衣机生产线转让给合肥荣事达，未来产品定位逐月是滚筒洗衣机和全自动波轮洗衣机，整体偏向中高端，未来毛利率水平有望逐步提高。
- 本年公司投资收益大幅度降低，一方面 07 年出售大量股权产生一次性收益，本年没有相应收益。另一方面重要参股公司博西威（与西门子合资）所提供的投资收益大幅减少。
- 本来计划不分红，不转股。
- **盈利预测和投资建议。**按照目前公司的最新形势，预计公司和 09 年实现销售 40 亿元，09、10 年 EPS 分别为 0.38 元，0.58 元，按 15 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价为 5.7 元，维持“中性”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	5001	4293	4040	5314
同比(%)	1.0%	-14.2%	-5.9%	31.6%
归属母公司净利润(百万元)	33.8	24.1	10.0	12.0
同比(%)	-0.9%	-28.7%	-58.5%	20.0%
毛利率(%)	19.9%	18.6%	21.1%	21.3%
ROE(%)	22.4%	2.4%	11.5%	15.4%
每股收益(元)	0.61	0.07	0.38	0.58
P/E	9.8	81.8	15.9	10.3
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA				

资料来源: 中投证券研究所

1. 损益表同比

表 1: 07 年 08 年损益表同比

科目(单位: 百万元)	2008 年	2007 年	同期比较
一、营业总收入	4,293	5,001	-14.2%
二、营业总成本	4,314	4,859	-11.2%
其中: 营业成本	3,495	4,005	-12.7%
综合毛利率(简单测算)	18.6%	19.9%	-1.3%
利息支出			
营业税金及附加	18	23	
销售费用	513	593	-13.6%
销售费用率	11.9%	11.9%	0.1%
管理费用	233	167	39.1%
管理费用率	5.4%	3.3%	2.1%
财务费用	17	52	-67.2%
资产减值损失	39	20	96.9%
加: 公允价值变动收益			
投资收益	63	285	
三、营业利润	42	427	-90.2%
加: 营业外收入	22	26	-16.2%
减: 营业外支出	24	34	-28.7%
四、利润总额	40	419	-90.5%
减: 所得税费用	15	72	393.8%
综合所得税率	36.8%	17.2%	19.6%
五、净利润	25	347	-92.8%
归属于母公司净利润	40	333	-88.0%
少数股东损益	(15)	14	
六、总股本	548	548	
七、加权每股收益: (可比)	0.07	0.61	

资料来源: 中投证券研究所

2. 盈利预测和估值

表 2: 盈利预测表

科目(单位: 百万元)	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
一、营业总收入	5,001	4,293	4,040	5,314
二、营业总成本	4,859	4,314	3,861	5,033
其中: 营业成本	4,005	3,495	3,187	4,182
综合毛利率(简单测算)	19.9%	18.6%	21.1%	21.3%
利息支出				
营业税金及附加	23	18	17	18
销售费用	593	513	477	616
销售费用率	11.9%	11.9%	11.8%	11.6%
管理费用	167	233	141	170
管理费用率	3.3%	5.4%	3.5%	3.2%
财务费用	52	17	20	24
资产减值损失	20	39	19	23
加: 公允价值变动收益				
投资收益	285	63	80	120
三、营业利润	427	42	258	401
加: 营业外收入	26	22	15	18
减: 营业外支出	34	24	10	12
四、利润总额	419	40	263	407
减: 所得税费用	72	15	45	73
综合所得税率	17.2%	36.8%	17.0%	18.0%
五、净利润	347	25	219	334
归属于母公司净利润	333	40	207	318
少数股东损益	14	(15)	12	16
六、总股本	548	548	548	548
七、加权每股收益: (可比)	0.61	0.07	0.38	0.58

资料来源: 中投证券研究所

按照目前公司的最新形势, 预计公司和 09 年实现销售 40 亿元, 09, 10 年 EPS 分别为 0.38 元, 0.58 元, 按 15 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 5.7 元, 维持“中性”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434