

天鹅成长进行时

投资要点:

- 国内洗衣机行业处于整合的初期,洗衣机品牌众多,但是各自市场占有率都不高,小天鹅掌握核心生产技术并处于国内前三名,在市场整合的过程中处于有利位置。
- 消费升级持续进行,小天鹅产品定位于中高端,专注波轮洗衣机和滚筒洗衣机生产,2009 年中期将达到 500 万台波轮洗衣机和 50 万台滚筒洗衣机的产能规模,产能的扩张将满足市场增长的需求。
- 2009 年冷轧钢板、不锈钢等原材料价格将在低位徘徊;另外,电机、电控件等配件价格也出现 5%-30% 的下跌,给洗衣机成本下降带来了外部条件,公司毛利率在未来两年中将会有所提升。
- 大股东美的电器为白色家电行业的龙头企业,将会全方位的支持公司的发展。(1) 通过美的电器进行原材料集中大规模采购,从而提高毛利率水平;(2) 通过美的电器引进精细化管理,提高资产运营效率;(3) 小天鹅与美的电器相互开放销售渠道,公司产品迅速进入美的的营销体系中,促进公司销售快速增长。
- 美的电器在收购小天鹅时,承诺三年内解决同业竞争问题,未来两年公司存在资产整合机会。
- 小天鹅未来的增长体现在外生性和内生性两方面。消费升级促进公司销售增长;同时,由于美的电器收购小天鹅而带来公司经营水平提升,内生性增长是公司未来两年重要的增长点。
- 我们预计,公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.34 元、0.50 元和 0.63 元。综合相对估值法和绝对估值法,公司的合理股价为 9.38 元。
- 我们维持给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	5000.69	4292.99	4905.91	5975.12	7260.43
EBITDA(百万元)	316.75	34.49	340.35	477.80	591.42
净利润(百万元)	333.39	40.04	184.40	273.01	344.00
摊薄 EPS(元)	0.91	0.07	0.34	0.50	0.63
PE(X)	8.71	108.74	23.61	15.95	12.66
EV/EBITDA(X)	7.34	113.09	11.15	7.68	5.80
PB(X)	1.69	2.57	2.31	2.01	1.72
ROIC	9.16%	1.23%	10.00%	12.66%	13.96%
总资产周转率	1.31	1.21	1.35	1.40	1.45

资料来源: 中国银河证券研究所

谨慎推荐 维持评级

合理价格: 9.38 元

分析师

朱力军

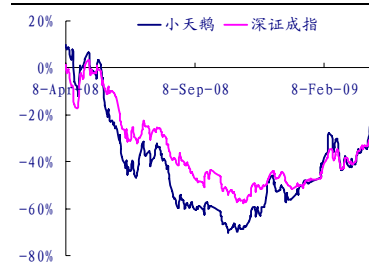
✉: zhulijun@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8273

市场数据 时间 2009.04.07

A 股收盘价(元)	7.95
A 股一年内最高价(元)	17.20
A 股一年内最低价(元)	2.95
深证成指	9232.26
市净率	2.6
总股本(万股)	54766
实际流通 A 股(万股)	21279
限售的流通 A 股(万股)	14383
流通 A 股市值(亿元)	16.92

相对深圳成指小天鹅股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

1. 增长暂时回落 未来依然可期 2009.03.6
2. 整合促进公司成长 2009.02.11

投资概要：行业整合和大股东支持是投资主线**驱动因素、关键假设及主要预测：**

中国洗衣机市场依然处于整合初期，我们判断，小天鹅（000418.SZ）将逐渐提高市场占有率，五大驱动因素凸现小天鹅（000418.SZ）长期投资价值：（1）洗衣机产品渗透率仍有空间，快速增长动力依然强劲，公司处于竞争的有利地位；（2）相对于国际和国内竞争者，公司产品结构合理，制造体系完整，产品竞争力强；（3）通过多年对品牌的培育，公司品牌具有强大的市场号召力；（4）2009 年原材料价格将处于低位，成本持续走低带来潜在毛利率上升空间，盈利空间有望逐渐打开；（5）美的电器在生产管理、渠道管理等多方面支持带来公司外生性和内生性增长。

在美的电器与小天鹅相互开放销售渠道策略支持下，我们预计公司 2009-2010 年销售增速有望超过行业增长速度，分别达到 14.28%和 21.79%。

通过引进大股东精细化管理和层层考核等管理方式，尤其是公司通过集中采购原材料等方法，预计 2009 年公司毛利率水平上升 1 个百分点，2010 年再上升 0.5 个百分点；管理费用率和销售费用率也将逐步降低，预计 2009 年和 2010 年管理费用率分别为 10.9%和 10.5%，销售费用率为 3.5%，虽然费用率不断降低，但依然低于目前美的电器的费用率水平。

我们与市场不同的观点：

我们对公司的增长持积极态度，目前洗衣机市场结构和大股东支持将保证公司未来两年实现超行业增长速度。

公司在引进美的电器的管理体系后，公司费用率指标短期内不会达到美的电器的水平，但是内生性增长依然是推动公司业绩快速提高的主要动力。

公司估值与投资建议：

公司的静态估值水平虽然不低，但是考虑到未来的高增长和通过内部挖潜提升效益的巨大潜力，我们认为公司动态 PE 估值水平处于低位，2009-2011 年每股收益分别为 0.34 元、0.50 元和 0.63 元，PE 估值水平分别为 23.61 X、15.95 X 和 12.66X；从 PS 的角度来看，公司估值水平更低，更加具备长期投资价值，2009-2011 年的市销率分别为 0.9X、0.7X 和 0.6X。

我们维持给予公司“谨慎推荐”投资评级。

股价表现的催化剂：

- （1）美的电器对小天鹅整合的过程将持续改善公司的经营。
- （2）家电下乡促进公司销售收入的持续增长。
- （3）国家推广节能减排政策，滚筒洗衣机受益于节水、节电的特性，销售增长潜力巨大。

主要风险因素：

- （1）美的电器对小天鹅的整合进度低于我们的预期。
- （2）中国经济增长低于我们的预期，公司洗衣机销售增长率将可能低于我们的预计数字。

目 录

关键假设和情境分析.....	2
一、公司处于行业前三 占据行业整合的有利地位.....	5
二、竞争地位强劲.....	6
（一）国际巨头目前无威胁.....	6
（二）国内市场 公司有竞争优势.....	6
三、定位中高端 产品组合合理.....	8
四、品牌拉动增长.....	9
五、原材料成本持续走低带来潜在盈利空间.....	11
六、大股东支持凸现内生性增长.....	12
（一）原材料集中采购提高毛利率水平.....	12
（二）提高运行效率，提升盈利能力.....	13
（三）开放销售渠道，加速产品销售.....	13
（四）三年内解决同业竞争.....	14
七、主要风险因素.....	14
（一）美的电器对小天鹅整合的进度低于我们的预期.....	14
（二）中国经济增长过低从而导致公司洗衣机销售低于预期.....	14
八、企业战略优势明显.....	15
九、重要财务指标预测.....	16
十、估值分析表.....	17
十一、附件 1：小天鹅股权变动介绍.....	18
十二、附件 2：小天鹅 2008 年资产清理.....	18

关键假设和情境分析

我们对公司的业绩预测建立在如下假设前提之下：

（1）虽然受到国际经济危机的冲击，2008 年洗衣机行业依然保持了两位数的增长，我们预计 2009 年行业依然保持一定的增长；公司在经济开发区的产能如期投产，市场开拓顺利，美的电器收购后通过互相开放渠道促进洗衣机和冰箱的销售。各年分产品的销售收入假设参见表 1；

（2）电机、工程塑料、钢材等原材料价格出现下跌，公司通过美的电器集中采购降低原材料采购成本，各产品毛利率水平出现不同程度提高，具体数值参见表 1；

（3）美的电器对公司整合顺利，销售费用率和管理费用率将逐步减低，在未来两年内费用率将逐渐向美的电器靠齐，具体费用率假设见表 2；

（4）营业收入、营业利润、净利润和 EPS 情景分析参见表 3；

基于上述假设得出的业绩预测结果参见表 16，公司估值表参见表 17。

表 1 小天鹅（000418.SZ）营业收入及产品毛利率预测表

（万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
洗衣机销售收入	304547.91	326326.42	289851.64	333329.39	416661.73	520827.17
增长率	39.06%	7.15%	-11.18%	15.00%	25.00%	25.00%
毛利率	21.54%	21.60%	20.66%	21.70%	22.00%	22.00%
冰箱销售收入	74097.84	119114.80	62056.62	68262.28	78501.62	92631.92
增长率	47.66%	60.75%	-47.90%	10.00%	15.00%	18.00%
毛利率	26.49%	18.70%	15.79%	16.79%	17.79%	17.79%
电机销售收入	13314.30	17441.53	-	-	-	-
增长率	-8.13%	31.00%	-	-	-	-
毛利率	2.92%	12.20%	-	-	-	-
铸件销售收入	15217.19	18416.96	-	-	-	-
增长率	6.41%	21.03%	-	-	-	-
毛利率	3.79%	6.85%	-	-	-	-
其他销售收入	18415.66	18769.46	77390.49	88999.06	102348.92	112583.81
增长率		1.92%	312.32%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	23.18%	18.23%	13.03%	13.50%	14.00%	14.00%
总营业收入	425592.90	500069.17	429298.75	490590.73	597512.28	726042.89
增长率	30.54%	17.50%	-14.15%	14.28%	21.79%	21.51%
综合毛利率	21.25%	19.91%	18.58%	19.53%	20.08%	20.22%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

表 2 经营活动假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率（YOY）	30.54%	17.50%	-14.15%	14.28%	21.79%	21.51%
营业成本 / 营业收入	78.75%	80.09%	81.42%	80.47%	79.92%	79.78%
营业税率	0.32%	0.45%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
销售费用 / 营业收入	13.13%	11.86%	11.94%	10.90%	10.50%	10.50%
管理费用 / 营业收入	3.92%	3.35%	5.43%	3.50%	3.50%	3.50%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

表 3 营业收入、营业利润、净利润和 EPS 情景分析

单位: 万元、元	2009E	2010E	2011E
营业收入			
乐观假设	496720	615803	761515
一般假设	490591	597512	726043
保守预测	484462	579489	691677
营业利润			
乐观假设	34624	49118	62187
一般假设	22550	33386	42067
保守预测	10767	18333	22806
净利润			
乐观假设	28313	40165	50852
一般假设	18439	27300	34399
保守预测	8804	14991	18649
EPS			
乐观假设	0.52	0.73	0.93
一般假设	0.34	0.50	0.63
保守预测	0.16	0.27	0.34

资料来源: 中国银河证券研究所

美的电器 (000527.SZ) 对小天鹅 (000418.SZ) 进行大规模的资产整合, 全面提升公司原材料采购、产品生产和产品分销能力, 公司正在经历一次脱胎换骨的改变, 我们对公司未来的发展持积极的态度。我们预计, 公司在未来 1-3 年中的销售增长速度将高于行业发展速度, 洗衣机销售未来 3 年复合增长率为 19.14%; 随着成本控制能力的逐步加强, 我们预计公司的盈利能力将逐步提高; 同时, 公司调整产品结构, 逐步提高滚筒洗衣机的比例, 我们判断公司的毛利率在未来 3 年中将逐步提高到 20.2%, 净利率将达到 4.8%, 逐步达到行业较高的水平。

从估值倍数来看, 随着公司收入和利润持续的增长, 小天鹅 (000418.SZ) 2009 年和 2010 年的 PE 估值逐步走低, 分别为 23.6X 和 15.9X; 另外, 从市销率的角度来看, 2009-2011 年的市销率分别为 0.9X、0.7X 和 0.6X, 具备较好的投资价值, 在目前家电上市公司中处于较低的位置。

表 4 小天鹅与洗衣机同类公司比较

	股价	PE		PS	PB	ROE
		2009	2010			
小天鹅 (000418.SZ)	7.95	23.61	15.95	1.9	2.6	9.8%
合肥三洋 (600983.SH)	11.78	22.65	17.07	3.6	6.0	17.3%
海尔电器 (1169.HK)	0.82	6.31	5.47	—	—	10.15%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所 注: 海尔电器为港元计价, 2009 和 2010 年数据为我公司预测值

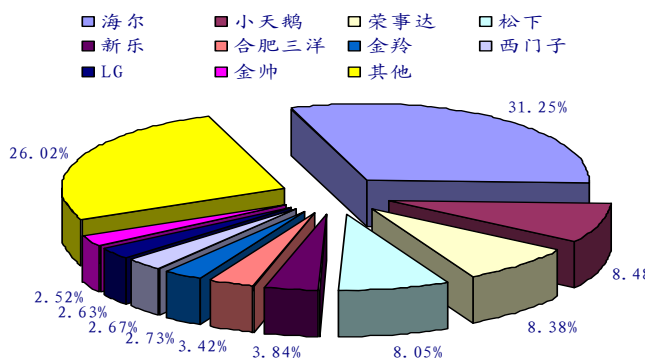
一、公司处于行业前三 占据行业整合的有利地位

目前，洗衣机行业是家电行业中的明星。2008 年白色大家电出现行业性收缩，但是洗衣机行业继续保持两位数的增长，全年达到 11.05%。截至到 2007 年，我国农村每百户洗衣机保有量为 15.94 台，随着家电下乡的持续进行，如果农村居民保有量达到目前城镇水平，将带动行业以 13% 的速度增长 10 年以上；同时，城镇居民的消费升级也将推动高端滚筒洗衣机的快速增长，总的来看，我们预计洗衣机行业在未来几年中将保持较高的增长率。

洗衣机行业目前正处于行业整合的前期。活跃在市场上的内资和外资品牌很多，但是各品牌市场占有率都不大，除了海尔在市场上占据较大份额以外，在前 14 名洗衣机销售商中，有 13 名制造商的市场占有率在 1.6%-8.5% 之间，随着行业竞争的激烈和品牌的分化，我们预计市场占有率在各个品牌之间重新划分不可阻挡，市场集中度将不断提高。理论上来说，各个品牌都有胜出的机会，掌握核心制造技术和销售渠道的企业有望成为潜在的胜出者。

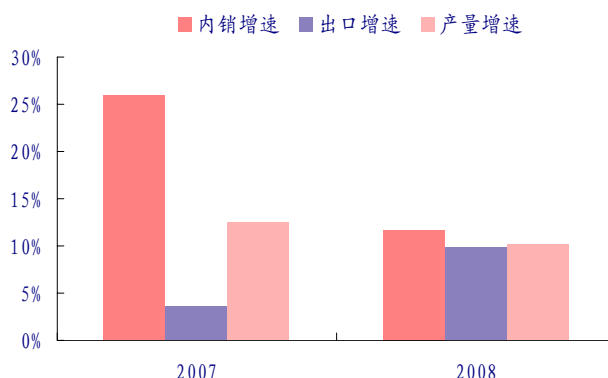
从目前的竞争格局来看，小天鹅（000418.SZ）依托白色家电龙头（美的电器），在供应链管理、生产制造等方面逐渐占有先机；另外，公司目前处于行业前三的位置，同时拥有滚筒洗衣机核心制造技术，公司拥有原材料采购、精密制造和广泛的销售渠道等多种优势，处于行业整合初期的有利地位，有望在即将展开的行业整合中充当整合者。

图 1 2008 年各品牌市场占有率



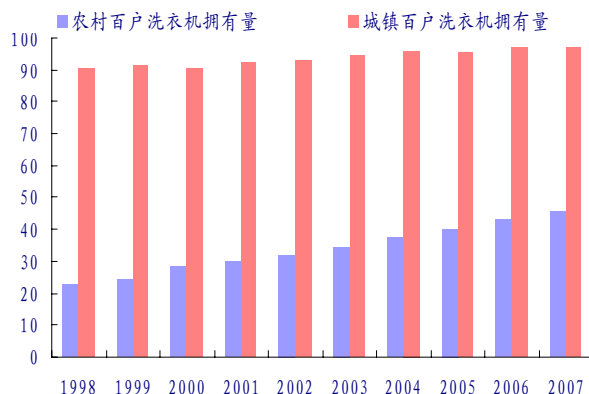
资料来源：产业在线 中国银河证券研究所 注：以上数据为 2008 年 11 月份数据

图 2 2007-2008 年洗衣机行业内销、出口及产量增速



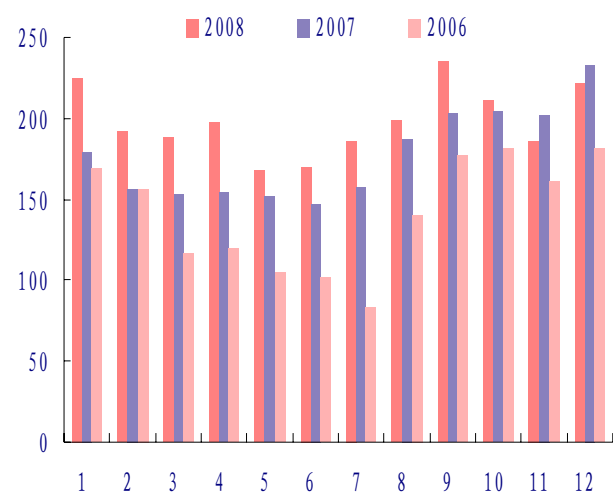
资料来源：产业在线 中国银河证券研究所

图 3 1998-2007 年农村及城镇洗衣机每百户拥有量（台）



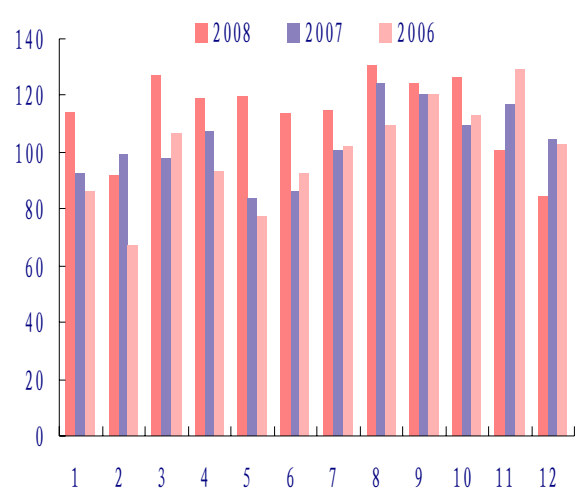
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 4 2006-2008 年洗衣机内销产量（万台）



资料来源：产业在线 中国银河证券研究所

图 5 2006-2008 年洗衣机外销产量（万台）



资料来源：产业在线 中国银河证券研究所

二、竞争地位强劲

（一）国际巨头目前无威胁

从全球来看，Whirlpool、Electrolux 和 LG 是前三大洗衣机生产商。Whirlpool 的主要业务和利润来源来自北美（占利润 60%），另外其他几个地区分别是欧洲（占利润 20%）、拉丁美洲（占利润 18%）和亚洲（占利润 2%），该公司目前在国内市场份额不到 1.3%。

Electrolux 是欧洲重要的家用电器制造商，公司的主要业务集中在欧洲和北美，分别占公司净收入的 48%和 33%，拉丁美洲和澳洲的销售占净收入的 14%，公司在亚洲的销售收入占比为 4%。Electrolux 洗衣机在中国进入不到前 14 名。

LG 的主要目标市场分别是韩国（占销售收入 15%），中国及太平洋地区（占销售收入 17%）、北美（占销售收入 27%）、欧洲（占销售收入 19%）和其他地区（占销售收入 22%）。LG 在欧美市场上投入的精力较大，根据全美洗衣机市场第三季度报告显示，LG 滚筒洗衣机以 40.6% 的市场销量份额，连续第 7 个季度蝉联美国市场第一的位置。

Whirlpool 和 Electrolux 布局重点依然在欧洲和北美洲，国内市场基本上可以忽略这两个公司对市场的影响；LG 在中国的产量在 200 万台以上，但是由于公司采取以出口为主的经营策略，所以国内实际销售的比例不高，2008 年约有 60 万台规模，占据内销市场的 2.6%左右，并且公司主要定位于滚筒洗衣机的高端路线，目前对于小天鹅（000418.SZ）不存在严重威胁。

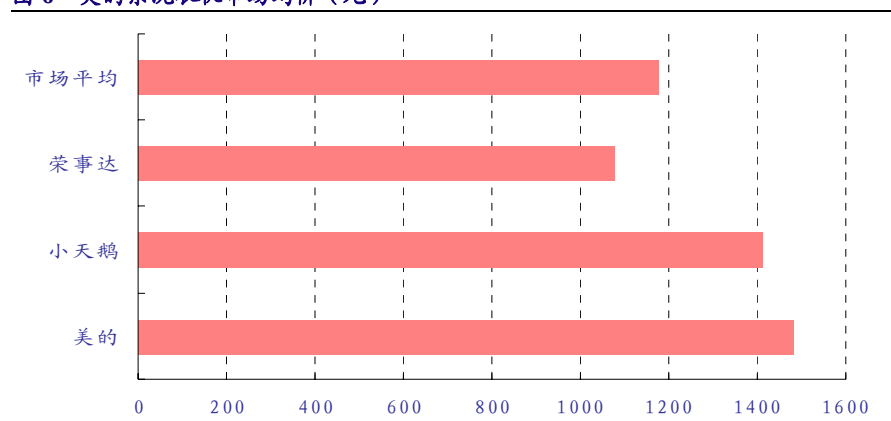
（二）国内市场 公司有竞争优势

目前海尔洗衣机在国内市场上占绝对的优势，海尔 2008 年 11 月国内市场销售量是行业 2-5 名的销量总和。海尔洗衣机资产目前全部在海尔电器集团有限公司中（1169.HK），公司拥

有免洗衣粉洗衣机等领先技术，独自处于行业第一军团，短时间内没有其他品牌可以挑战。

荣事达、小天鹅和松下处于国内洗衣机市场的第二军团。荣事达和小天鹅同属美的电器控股，虽然两者在市场上存在一定的竞争关系，但是由于定位不同，两者更多的是通过渠道、技术等方面进行互补和合作。目前美的、小天鹅和荣事达分别定位于高端、中高端和中低端，三个品牌在市场上的销售价格也有所区分，从而形成全系列产品。在外资品牌中，松下洗衣机采取了全系列的经营策略，近几年增长较快，松下 90% 产品为波轮洗衣机，10% 为滚筒洗衣机，在国内市场上对小天鹅构成一定的威胁。

图 6 美的系洗衣机市场均价（元）



资料来源：奥维 中怡康 中国银河证券研究所

新乐、合肥三洋、金羚、西门子和金帅处于第三集团。新乐、金羚和金帅基本上完全侧重于波轮洗衣机市场，由于没有掌握滚筒洗衣机生产技术，所以中高端市场基本没有涉足，在居民消费升级的大背景之下，这些公司的竞争力在逐渐减弱，市场份额很难快速大幅提高；西门子在国内没有波轮洗衣机销售，完全侧重于滚筒洗衣机高端市场，由于中国市场存在高中低多层次产品需求，所以短时间内市场份额也不会快速提升。合肥三洋与小天鹅（000418.SZ）存在竞争关系，考虑到目前的渠道管理、产能规模等因素，我们认为小天鹅存在一定的竞争优势。

表 5 2007、2008 年国内市场前 10 名内销量（万台）及市场占有率

企业	2008 年		2007 年	
	内销	市场占比	内销	市场占比
海尔	674.00	31.2%	551.66	29.0%
小天鹅	183.00	8.5%	174.95	9.2%
荣事达	180.71	8.4%	131.18	6.9%
松下	173.71	8.1%	149.58	7.9%
新乐	82.75	3.8%	85.83	4.5%
合肥三洋	73.85	3.4%	44.90	2.4%
金羚	58.94	2.7%	58.02	3.1%
西门子	57.55	2.7%	49.12	2.6%
LG	56.80	2.6%	53.71	2.8%
金帅	54.41	2.5%	48.89	2.6%

资料来源：产业在线 中国银河证券研究所 注：以上数据为年度 11 月份数据

总的来看,除了海尔以外,小天鹅(000418.SZ)相对于其他竞争对手已经具备较强竞争优势,即使在市场总量增长缓慢的情况下,公司依然有机会通过挤压其他品牌来提高市场份额,从而保持较高速度的增长。

表 6 三家洗衣机上市公司数据比较

单位: 万元, 万港元	08 年洗衣机收入	增速	洗衣机毛利率	滚筒洗衣机收入占比	ROE	09PE
小天鹅 (000418.SZ)	289852	-11.18%	20.66%	14%	2.49%	23.61
合肥三洋 (600983.SH)	99549	75.95%	40.78%	17%	17.71%	22.65
海尔电器 (1169.HK)	809970	40.23%	28.70%	25%	23.00%	6.31

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所 注: 海尔电器为银河证券预测值

三、定位中高端 产品组合合理

小天鹅(000418.SZ)产品线组合合理,目前拥有滚筒洗衣机和波轮洗衣机组合,2009 年将实现 500 万台波轮洗衣机和 50 万台滚筒洗衣机产能。在美的电器收购之前,公司每年仍生产并销售双缸洗衣机约 100 万台,2008 年美的电器收购后,2008 年 12 月 15 日公司将拥有的制造双缸洗衣机的部分模具及设备以 1,089.14 万元转让给合肥荣事达洗衣设备制造有限公司。至此,公司生产、销售重点转向波轮洗衣机和滚筒洗衣机,定位于洗衣机中高端市场。由于小天鹅(000418.SZ)有 3 款双缸洗衣机中标了家电下乡,另外公司仍有一些双缸洗衣机出口订单,我们判断公司将通过 OEM 的方式从荣事达采购,所以,短期内公司双缸洗衣机销售不会大幅减少,但是从长期来看,双缸洗衣机将淡出小天鹅(000418.SZ)的营销范围。

表 7 国内洗衣机前十名制造商产品结构

	2008		2007	
	滚筒	波轮	滚筒	波轮
海尔	14.55%	85.45%	15.01%	84.99%
荣事达	1.31%	98.68%	0.94%	99.06%
小天鹅	13.29%	86.71%	8.70%	91.30%
松下	5.85%	94.15%	5.66%	94.34%
LG	68.95%	31.05%	65.19%	34.81%
三星	87.63%	12.36%	91.58%	8.42%
新乐	0.00%	100.00%	0.00%	100.00%
金帅	0.00%	100.00%	0.00%	100.00%
金羚	15.40%	84.54%	0.00%	100.00%
夏普	0.68%	99.32%	0.00%	100.00%

资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所 注: 2007、2008 皆为 1-11 月数据

表 8 无锡小天鹅工业园产能表

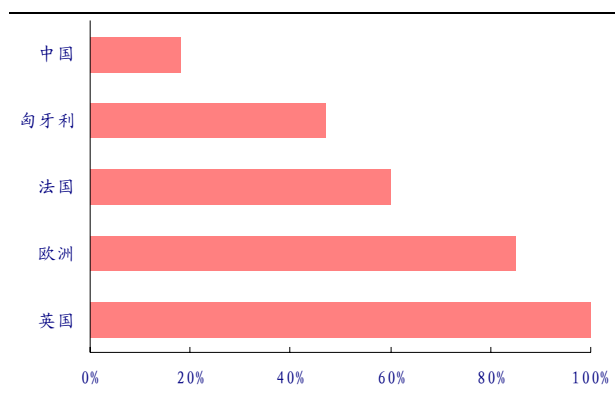
	占地面积 (亩)	建筑面积 (万平方米)	总投资 (人民币)	竣工日期	实现产能	
					波轮洗衣机	滚筒洗衣机
无锡工业园	356	24	6 亿元	2009 年 7-8 月	450 万台	50 万台

资料来源: 中国银河证券研究所

小天鹅（000418.SZ）将在 2009 年下半年搬入无锡工业园，从而实现退城进园策略，公司的产能也将布局完成。目前波轮洗衣机依然是市场的主要品种，公司的主要产能也集中在此；另外，费升级促进滚筒洗衣机增长较快，公司目前的产能完全能够保证公司未来 3 年的生产和销售。

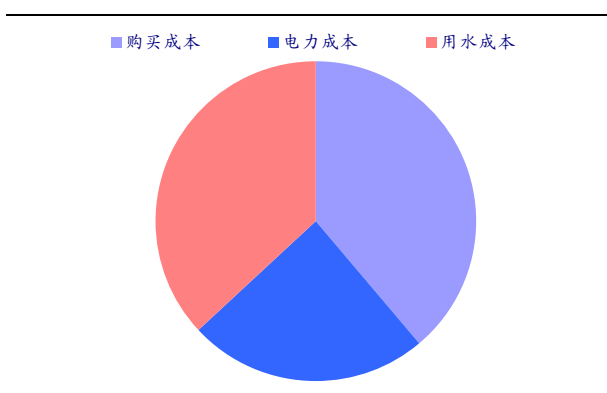
随着消费者对环境问题的关注和政府环境保护政策的制定执行，滚筒洗衣机逐渐在西方国家占据了市场主流，目前滚筒洗衣机产品比九十年代初的产品节水 60%，节电 40%，具有合乎主流消费思想的环境友好型特征；另外，从洗衣机总消费生命周期来看，购买洗衣机的初始费用仅占总费用的 39%，61% 的费用是使用阶段的电费和水费，而滚筒洗衣机节电节水的特性自然而然给消费者带来了财务上的实惠。

图 7 欧洲各国和中国滚筒洗衣机拥有比例



资料来源：Euromonitor、GfK，中国银河证券研究所

图 8 滚筒洗衣机使用费用组合图



资料来源：Oko-institute eco-efficiency analysis of washing machines，中国银河证券研究所

在国内，虽然滚筒洗衣机销售量没有超过波轮洗衣机，但是滚筒洗衣机的增长速度快于波轮洗衣机，2008 年 1-11 月份滚筒洗衣机增速为 16.84%，远远高于行业增速。随着我国居民收入的增长，消费升级促进一二线城市滚筒洗衣机消费需求增加，我们判断未来 3-5 年滚筒洗衣机有望保持两位数的销售增速。

小天鹅（000418.SZ）目前是国内掌握滚筒洗衣机技术的三家中资企业之一，是少数能同时制造全自动波轮、滚筒、搅拌式全种类洗衣机的洗衣机制造商。公司推出的“衣诺”系列滚筒洗衣机和奥林匹克系列滚筒洗衣机已经逐渐在市场上打开了局面。随着无锡工业园新厂区建成，滚筒洗衣机产能比例将达到 10%，但是从 2008 年的数据来看，公司滚筒洗衣机的销售已经超过了 10%，目前公司加大对滚筒洗衣机销售的考核力度，我们预计 2009 年公司滚筒洗衣机销售有望超过 10 万台。

四、品牌拉动增长

小天鹅（000418.SZ）前身始建于 1958 年，从 1978 年中国第一台全自动洗衣机的诞生到 2008 年，公司品牌价值高达 130.02 亿元，小天鹅完成了一个具有竞争力品牌的成长过程。从 1990 年开始，小天鹅陆续获得了一系列的荣誉，获得国优金奖、驰名商标、中国名牌等多种奖励，从而逐渐形成了极具有竞争力的品牌，伴随着品牌号召力的逐渐提高，公司已经成为我国洗衣机行业的翘楚。

小天鹅（000418.SZ）不仅拥有优秀的品牌，同时坚持自主创新，掌握了国际领先的变频技术，智能驱动控制，结构设计及工业设计等洗涤核心技术，建立了国家级企业技术中心和国家认定实验室，公司建立了具有国际先进水平的质量管理体系，通过了 ISO9001 质量体系认证，ISO14001 环境管理体系认证及安全管理体系认证，形成了品牌、技术的良性循环。小天鹅（000418.SZ）目前已经进入到国际 80 多个国家和地区，洗衣机成功进入到美国、日本等高端市场。

公司在走自主创新之路的同时，通过与国际顶尖家电制造商合作，在技术、管理、国际营销等方面加强了操作能力，学习了先进的技术，从而强化了公司品牌号召力。目前公司与美国通用和德国博世-西门子集团合资的企业也都取得了良好的效益。

小天鹅与美国通用成立合资公司-无锡小天鹅通用电器有限公司，注册资本 2800 万元，公司控股 70%控股，主要生产通用牌滚筒洗衣机，出口美国。2008 年实现营业收入 872,717,160.13 元，净利润 34,874,744.07 元。

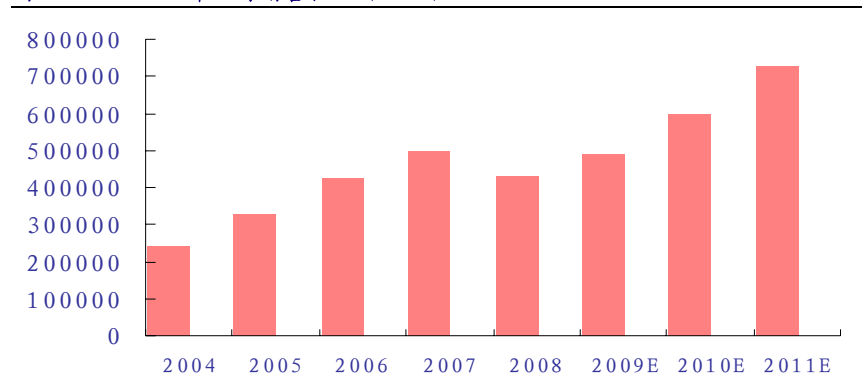
小天鹅与德国博世-西门子家用电器集团成立了博西威家用电器有限公司，注册资本 2,927.50 万美元，公司参股 40%的公司，主要生产西门子品牌的滚筒洗衣机及洗衣干衣机。2008 年实现营业收入 135,760.61 万元，净利润 10,777.25 万元。

表 9 小天鹅历年获得的荣誉表

时间	荣誉	评比部门
2007	最具有竞争力品牌	商务部
2006	入选 2006 年度中国企业信息化 500 强	CECA 国家信息化测评中心
2006	2006 年消费者最满意十佳企业	315 投诉网
2006	最具市场竞争力品牌	国家商务部
2006	出口免验企业	国家质量监督检验检疫总局
2005	入选 2005 年度中国企业信息化 500 强	CECA 国家信息化测评中心
2005	2005 年度家用清洁卫生电器具制造行业效益十佳企业	国家统计局
2004	2004 年度家用清洁卫生电器具制造行业效益十佳企业	国家统计局
2004	2004 中国企业 500 强第 165 名	中国企业联合会
2003	2003 年度家用清洁卫生电器具制造行业效益十佳企业	国家统计局

资料来源：公司网站 中国银河证券研究所

图 9 2004-2011 年公司销售收入（万元）



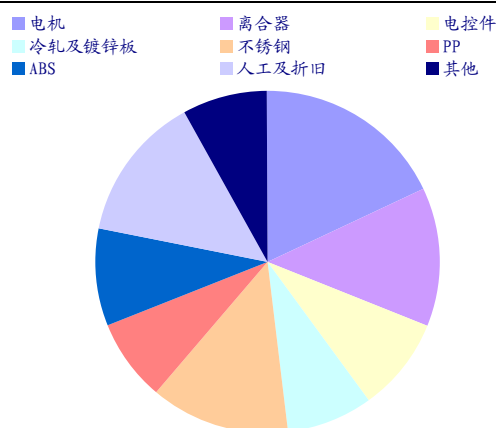
资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

五、原材料成本持续走低带来潜在盈利空间

2008 年三季度以来，铜、石油等大宗原材料价格持续走低，根据银河证券判断，2009 年冷轧钢板、不锈钢等原材料价格将在低位徘徊；另外，由于制造业出现收缩，电机、电控件等配件价格也出现 5%-30% 的下跌，给洗衣机成本下降带来了外部条件。

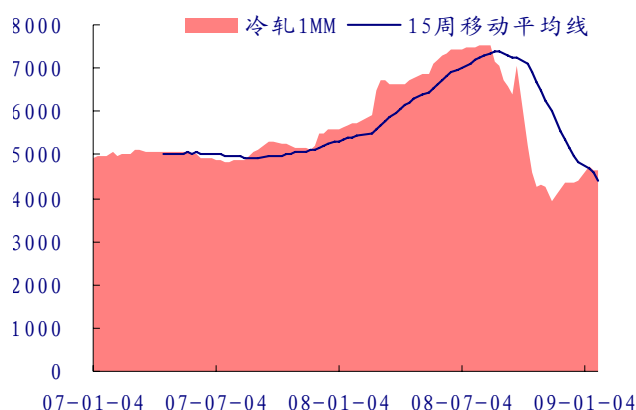
受美国次贷危机影响，2009 年洗衣机行业需求有一定的收缩压力，同时受家电下乡等低价洗衣机产品入市因素影响，洗衣机价格均价有下行风险。目前，小天鹅（000418.SZ）正在加大高端产品的销售力度，滚筒洗衣机的毛利率在 30%-40% 之间，而低端双缸洗衣机毛利率只有 15% 左右，高端产品比例的提高将有助于提高公司综合毛利率水平；另外考虑到原材料价格下降带来的成本下降，我们判断公司将受益于成本下行带来的潜在收益。当然，整个产业链都会享受到原材料价格下降的益处，具体到小天鹅（000418.SZ）而言，通过表 11 我们可以看到，每当不锈钢价格下降 1%，公司的毛利率就有 0.13% 的潜在上升空间；每当电机价格下降 1%，公司的毛利率就有 0.18% 的潜在上升空间，所以我们判断公司毛利率在 2009 年将会有适当提升。

图 10 洗衣机成本构成



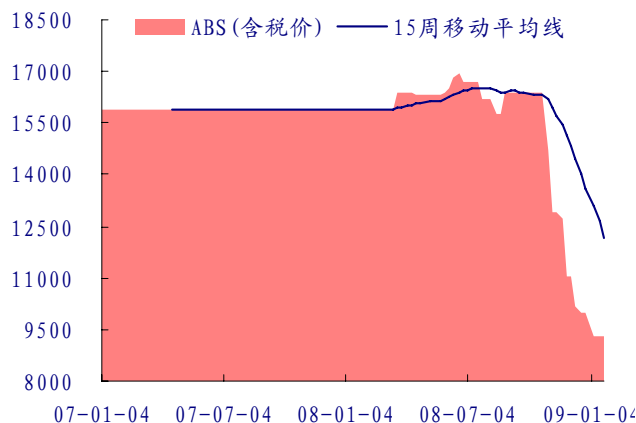
资料来源：中国银河证券研究所

图 11 2007-2009 冷轧板价格走势（元）



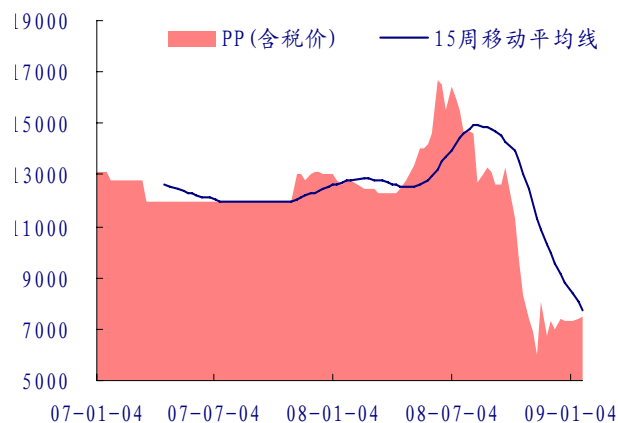
资料来源：WIND 中国银河证券研究所

图 12 2007-2009 ABS 价格走势（元）



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

图 13 2007-2009 PP 价格走势（元）



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

表 10 洗衣机成本敏感性分析

		电机成本变动										
		-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%
不锈钢成本变动	-10%	-3.10%	-2.74%	-2.38%	-2.02%	-1.66%	-1.30%	-0.94%	-0.58%	-0.22%	0.14%	0.50%
	-8%	-2.84%	-2.48%	-2.12%	-1.76%	-1.40%	-1.04%	-0.68%	-0.32%	0.04%	0.40%	0.76%
	-6%	-2.58%	-2.22%	-1.86%	-1.50%	-1.14%	-0.78%	-0.42%	-0.06%	0.30%	0.66%	1.02%
	-4%	-2.32%	-1.96%	-1.60%	-1.24%	-0.88%	-0.52%	-0.16%	0.20%	0.56%	0.92%	1.28%
	-2%	-2.06%	-1.70%	-1.34%	-0.98%	-0.62%	-0.26%	0.10%	0.46%	0.82%	1.18%	1.54%
	0%	-1.80%	-1.44%	-1.08%	-0.72%	-0.36%	0.00%	0.36%	0.72%	1.08%	1.44%	1.80%
	2%	-1.54%	-1.18%	-0.82%	-0.46%	-0.10%	0.26%	0.62%	0.98%	1.34%	1.70%	2.06%
	4%	-1.28%	-0.92%	-0.56%	-0.20%	0.16%	0.52%	0.88%	1.24%	1.60%	1.96%	2.32%
	6%	-1.02%	-0.66%	-0.30%	0.06%	0.42%	0.78%	1.14%	1.50%	1.86%	2.22%	2.58%
	8%	-0.76%	-0.40%	-0.04%	0.32%	0.68%	1.04%	1.40%	1.76%	2.12%	2.48%	2.84%
	10%	-0.50%	-0.14%	0.22%	0.58%	0.94%	1.30%	1.66%	2.02%	2.38%	2.74%	3.10%

资料来源：中国银河证券研究所

六、大股东支持凸现内生性增长

小天鹅（000418.SZ）2008 年被美的电器（000527）收购，目前美的电器持有 24.01% 股权位于第一大股东的位置。美的电器是我国著名的白色家电制造商，2008 年销售收入达到 453 亿元，公司在空调、洗衣机和电冰箱三个产品单元上均有较强的竞争力。我们认为美的电器将在原材料采购、生产控制、渠道管理等多方面支持小天鹅，从而推动公司业绩的快速增长。

（一）原材料集中采购提高毛利率水平

小天鹅（000418.SZ）的销售规模和采购规模远远小于美的电器，2008 年小天鹅采购规模和销售规模分别只有美的电器的 11.42%、9.47%，在采购议价能力方面弱于美的电器，目前小天鹅的采购将逐渐过渡到通过美的电器进行集中采购，2008 年小天鹅（000418.SZ）向佛山市威灵洗涤电机制造有限公司采购 1522 万元，向佛山美的材料供应公司采购 1908 万元，这两个公司都是美的电器的子公司，虽然目前采购规模不大，但是随着小天鹅业务的增长，我们判断集中采购将进一步扩大。每通过集中采购降低采购成本一个百分点，将为小天鹅（000418.SZ）节省 0.35 亿元（按 2008 年口径预测），将直接增厚每股 0.06 元，我们预计，在未来 1-3 年中，通过优化供应链体系及纳入美的集中采购将降低公司采购成本 3-5 个百分点左右，从而提高公司毛利率上升的潜在空间，增强盈利能力。

表 11 小天鹅和美的电器营业收入、采购规模对比表（亿元）

名称		2006	增速	2007	增速	2008
小天鹅	营业收入	42.56	17.48%	50.00	-14.16%	42.92
	采购规模	35.55	12.52%	40.00	-12.03%	35.19
美的电器	营业收入	201.39	65.34%	332.97	36.09%	453.13
	采购规模	176.82	58.87%	280.91	9.70%	308.16

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

(二) 提高运行效率，提升盈利能力

美的电器是中国家电行业的标杆企业之一，公司在供应链管理、风险控制、生产成本控制等方面拥有强大的管理能力。目前，美的电器除了向小天鹅（000418.SZ）派驻了董事长、两名董事、运营总监和财务总监等高层管理人员以外，许多中层管理人员也来自美的电器。所以，我们判断，小天鹅（000418.SZ）的管理方式和管理风格将很快将打上美的的烙印，在美的电器层层考核、层层分解的考核体系下，小天鹅的运营能力、费用控制能力将得到快速提升，从下表我们可以看出，目前两公司的运营效率差距巨大，这意味着小天鹅未来增长空间也将是巨大的。

表 12 小天鹅和美的电器经营指标（2008 年数据）

证券简称	运营指标			
	存货周转率	应收账款周转率	流动资产周转率	固定资产周转率
美的电器	6.13	20.49	3.45	10.99
小天鹅 A	5.20	9.65	1.73	8.22
	费用率指标			
	管理费用率		销售费用率	
美的电器	3.81%		10.18%	
小天鹅 A	5.43%		11.94%	
	盈利指标			
	销售净利率	销售毛利率	净资产收益率	总资产收益率
美的电器	3.42%	19.16%	21.72%	9.81%
小天鹅 A	0.58%	18.58%	2.49%	1.38%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

(三) 开放销售渠道，加速产品销售

小天鹅（000418.SZ）产品进入美的的销售体系是公司未来销售快速增长的重要看点之一。目前，美的旗下拥有美的、小天鹅和荣事达三个洗衣机品牌，虽然三个品牌存在一定的竞争关系，但是由于三个品牌定位不同，所以在市场上也存在相互补充的关系。

表 13 美的旗下洗衣机品牌区分表

品牌	产品定位区间	品牌范围	产品品种
美的	高端	全国性品牌	滚筒洗衣机
小天鹅	中高端	全国性品牌	滚筒洗衣机、波轮洗衣机
荣事达	中低端	区域性品牌	波轮洗衣机、双缸洗衣机

资料来源：中国银河证券研究所

从 2008 年四季度开始，小天鹅（000418.SZ）和美的电器开始互相开放销售渠道。目前，美的电器除了拥有 5000 多家空调专卖店以外，在全国范围内还拥有 1000 家多产品专卖店（同时销售空调、洗衣机、冰箱等产品），2009 年将新建 1500 家多产品专卖店，另外公司还有强大的出口和国内销售网络，进入到美的的销售体系无疑将强化小天鹅的分销能力，同时也不会

造成销售费用的飞速膨胀。

除了洗衣机产品以外，冰箱产品占据小天鹅（000418.SZ）总收入的 15% 左右，目前公司的冰箱销售也正在充分利用美的销售网络，从 2008 年 7 月开始，小天鹅开始通过合肥荣事达美的电器营销有限公司销售冰箱，2008 年 11 月，小天鹅被授权开始使用“华凌”商标来销售冰箱，这也将促进公司的电冰箱销售。

（四）三年内解决同业竞争

2008 年美的电器在收购小天鹅（000418.SZ）时曾做出三年解决同业竞争的承诺，2008 年 4 月 7 日美的电器完成了股权过户手续，所以在 2011 年 4 月 7 日之前，同业竞争问题将得到解决。

目前，美的电器荣事达品牌的洗衣机规模逐渐达到滚筒 50 万台，波轮 500 万台，美的品牌的洗衣机规模较小。我们判断，解决同业竞争存在两个选择，第一个选择是将荣事达洗衣机资产和美的洗衣机资产注入小天鹅，则小天鹅在两年后的规模将会迅速扩大一倍；第二的解决方案是美的电器收购小天鹅的洗衣机资产，同时注入其他资产进入的上市公司，但是考虑到公司定位小天鹅以洗为主，做大作强洗衣机主业的战略思想，我们判断注入其他资产的可能性不大。所以，从长期来看，小天鹅产能扩充、做大作强前景光明。

七、主要风险因素

对公司分析时，虽然我们考虑了尽可能多的因素，但是仍然有一些潜在的和未可知的负面因素影响公司的发展，从而影响我们对公司的评级。以下风险的出现将直接影响到我们对公司的评级：

（一）美的电器对小天鹅整合的进度低于我们的预期

并购后的企业整合直接影响到小天鹅销售收入的增长和运营效率的提升，整合进度低于预期将会影响到我们对小天鹅销售增长和业绩的预测。

（二）中国经济增长过低从而导致公司洗衣机销售低于预期

中国经济放缓将导致居民收入降低，从而降低消费需求，这将直接导致公司洗衣机产品销售增长速度低于我们的预期。

八、企业战略优势明显

小天鹅（000418.SZ）公司战略与竞争力分析

表 14 小天鹅（000418.SZ）SWOT 分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	公司拥有良好的品牌，掌握了高端产品的核心技术。	分值：4.5
劣势	公司产品分销能力不足，管理能力有待提高。	分值：4.0
机会	洗衣机行业存在巨大整合机会，大股东积极支持公司洗衣机业务。	分值：4.0
威胁	美的电器对公司的整合具有不确定性。	分值：3.5

资料来源：中国银河证券研究所

注：分值 1-5，越高越好

表 15 小天鹅（000418.SZ）波特“五力”分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.9
供应商力量	较强的品牌和生产规模使公司有一定的议价能力。	分值：4.0
新进入壁垒	规模化生产和技术积累构成新进入壁垒。	分值：3.5
客户力量	公司不完全是价格制定者，但是仍然有一定的谈判能力。	分值：4.0
替代产品	替代产品不多。	分值：4.0
竞争对手	主要竞争对手实力弱，但仍面临外资品牌和海尔的竞争。	分值：4.0

资料来源：中国银河证券研究所

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

九、重要财务指标预测

表 16 重要财务数据预测表

资产负债表(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	907.6	618.0	735.9	896.3	1089.1	营业收入	5000.7	4293.0	4905.9	5975.1	7260.4
应收票据	407.5	381.0	359.3	437.6	531.7	营业成本	4004.8	3495.4	3947.8	4775.5	5792.2
应收账款	467.2	422.7	470.7	573.0	696.2	营业税金及附加	22.6	17.5	20.0	24.4	29.6
预付款项	99.3	105.4	112.2	120.4	130.4	销售费用	593.1	512.7	534.7	627.4	762.3
其他应收款	107.6	99.7	111.9	136.2	165.6	管理费用	167.4	232.9	171.7	209.1	254.1
存货	650.4	695.0	713.0	862.5	1046.2	财务费用	51.6	16.9	6.1	4.9	1.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	19.6	38.6	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	254.7	218.9	218.9	218.9	218.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	542.5	502.4	717.7	899.1	1048.5	投资收益	285.1	62.9	0.0	0.0	0.0
在建工程	34.0	14.4	307.2	303.6	301.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	426.7	41.9	225.5	333.9	420.7
无形资产	193.6	152.4	137.1	121.9	106.6	营业外收支净额	-7.7	-2.3	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	17.3	16.3	14.7	13.1	11.4	税前利润	419.0	39.6	225.5	333.9	420.7
资产总计	3784.5	3339.3	3936.0	4620.0	5383.9	减: 所得税	72.1	14.6	33.8	50.1	63.1
短期借款	190.5	74.9	80.5	103.0	41.8	净利润	346.9	25.0	191.7	283.8	357.6
应付票据	419.4	114.0	343.0	414.9	503.2	归属于母公司的净利润	333.4	40.0	184.4	273.0	344.0
应付账款	1152.7	990.0	1138.8	1377.5	1670.8	少数股东损益	13.5	-15.0	7.3	10.8	13.6
预收款项	109.2	225.5	283.5	354.1	440.0	基本每股收益	0.91	0.07	0.34	0.50	0.63
应付职工薪酬	27.6	43.5	43.5	43.5	43.5	稀释每股收益	0.91	0.07	0.34	0.50	0.63
应交税费	8.4	36.3	0.0	0.0	0.0	财务指标					
其他应付款	128.2	135.8	135.8	135.8	135.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	1.0%	-14.2%	14.3%	21.8%	21.5%
长期借款	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	38.6%	-83.8%	571.6%	46.2%	24.6%
预计负债	7.8	18.5	18.5	18.5	18.5	净利润增长率	868.3%	-88.0%	360.6%	48.1%	26.0%
负债合计	2066.0	1643.5	2048.5	2448.8	2855.0	盈利性					
股东权益合计	1718.5	1695.8	1887.5	2171.3	2528.8	销售毛利率	19.9%	18.6%	19.5%	20.1%	20.2%
现金流量表(百万元)						销售净利率	6.7%	0.9%	3.8%	4.6%	4.7%
净利润	347	25	192	284	358	ROE	19.4%	2.4%	9.8%	12.6%	13.6%
折旧与摊销	104	0	109	139	169	ROIC	9.16%	1.23%	10.00%	12.66%	13.96%
经营活动现金流	373	-135	718	443	555	估值倍数					
投资活动现金流	254	-75	-600	-300	-300	PE	8.7	108.7	23.6	15.9	12.7
融资活动现金流	-458	-79	-1	18	-63	P/S	0.6	1.0	0.9	0.7	0.6
现金净变动	168	-290	118	160	193	P/B	1.7	2.6	2.3	2.0	1.7
期初现金余额	746	908	618	736	896	股息收益率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	915	618	736	896	1089	EV/EBITDA	7.3	113.1	11.2	7.7	5.8

资料来源: 中国银河证券研究所



十、估值分析表

表 17 小天鹅估值表

万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	3449.0	23163.6	33872.3	42217.1	48675.8	55851.8	61391.4	58014.4	60925.9	62753.7	35389.8
所得税	1271.7	3474.5	5080.8	6332.6	7301.4	8377.8	9208.7	8702.2	9138.9	9413.1	5308.5
NOPLAT	17620.4	2177.2	19689.0	28791.5	35884.6	41374.4	47474.0	52182.7	49312.2	51787.0	53340.6
营运资金净变动	9485.4	-27727.8	33798.7	1506.6	2712.8	4789.7	5727.2	7466.3	10215.9	10018.1	11028.9
资本支出	0.0	-60000.0	-30000.0	-30000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0
自由现金流	-25550.5	4359.2	14205.4	25522.6	45598.5	54890.0	63465.1	65407.8	69716.6	74297.0	59370.8

WACC	12.83%	Ke	13.82%
永续增长率	1.00%	Kd	18.00%
终值	18315.72	t	36.87%
企业价值	521993.06	Rf	4.50%
非核心资产价值	157274.08	E(Rm)	12.60%
债务价值	8049.27	Rm - Rf	8.10%
股权价值	513943.80	D/A	2.76%
股本	54765.58	E/A	97.24%
每股价值 (元)	9.38	Beta	1.15

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	11.50%	10.08	10.23	10.39	10.57	10.77
	12.00%	9.71	9.84	9.99	10.14	10.31
	12.50%	9.37	9.49	9.61	9.75	9.90
	13.00%	9.06	9.17	9.28	9.39	9.52
	13.50%	8.78	8.87	8.96	9.07	9.18
	14.00%	8.51	8.59	8.68	8.77	8.87
	14.50%	8.26	8.34	8.41	8.49	8.58

资料来源：中国银河证券研究所

十一、附件 1：小天鹅股权变动介绍

小天鹅（000418.SZ）的股权变动经过了四个阶段，1996-2003 年期间，无锡国资委通过控股江苏小天鹅集团有限公司控制了小天鹅上市公司；2004-2005 年期间，南京威斯特集团通过购买江苏小天鹅集团有限公司的股权，从而控制了小天鹅上市公司，威斯特集团总裁严晓群成为实际控制人；2006-2007 年期间，无锡国资委通过无锡仲裁委裁决获得小天鹅 100% 股权，从而获得小天鹅上市公司控股权；2008 年美的电器购买无锡国联持有的股份，从而控股小天鹅上市公司。

表 18 小天鹅（000418.SZ）控股股权变动表

时间	第一大股东	持股比例%	实际控制人
1996	江苏小天鹅集团有限公司	34.67	无锡国资委
1997-2003	江苏小天鹅集团有限公司	27.84	无锡国资委
2004	江苏小天鹅集团有限公司	27.84	严晓群（威斯特集团）
2005	江苏小天鹅集团有限公司	27.84	严晓群（威斯特集团）
2006	江苏小天鹅集团有限公司	23.21	无锡国资委
2007	无锡国联发展(集团)有限公司	24.01	无锡国资委
2008	广东美的电器股份有限公司	24.01	美的集团

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

十二、附件 2：小天鹅 2008 年资产清理

围绕着“以洗为主，做大做强洗衣机主业”的战略思想，小天鹅（000418.SZ）大规模出售和关闭了非主营业务，2008 年出售了三江电机、小天鹅陶瓷和精密铸造等非核心业务，对江波模具、（印尼）帕莱玛公司、东芝合资公司进行了清算。随着资产清理的深入，公司在未来 1-3 年中将更多的资源投入到洗衣机产品中，公司的综合竞争力将逐步提升。

表 19 小天鹅（000418.SZ）2008 年资产清理表

时间	转让方	受让方	标的公司	转让方式	转让比例	交易简述
2008-4-18	小天鹅集团	无锡小天鹅	小天鹅电器	协议转让	32%	-
2008-10-25	小天鹅集团	无锡小天鹅	小天鹅陶瓷	协议转让	10%	公司对飞翎电子的持股将由 61% 增加到 73%，对小天
2008-10-25	小天鹅集团	无锡小天鹅	飞翎电子	协议转让	12%	鹅陶瓷公司的持股比例将由 90% 增加到 100%
2008-11-25	小天鹅（香港）	美的电器（BVI）	飞翎电子	协议转让	27%	美的电器（BVI）将持有飞翎电子 27% 的股权
2008-12-17	无锡小天鹅	环一军	三江电器	协议转让	51%	公司将不再持有三江电器的股权
2008-12-18	无锡小天鹅	荣事达	双缸洗衣机资产	协议转让	-	剥离低端产品

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

插图目录

图 1 2008 年各品牌市场占有率.....	5
图 2 2007-2008 年洗衣机行业内销、出口及产量增速.....	5
图 3 1998-2007 年农村及城镇洗衣机每百户拥有量（台）.....	5
图 4 2006-2008 年洗衣机内销产量（万台）.....	6
图 5 2006-2008 年洗衣机外销产量（万台）.....	6
图 6 美的系洗衣机市场均价（元）.....	7
图 7 欧洲各国和中国滚筒洗衣机拥有比例.....	9
图 8 滚筒洗衣机使用费用组合图.....	9
图 9 2004-2011 年公司销售收入（万元）.....	10
图 10 洗衣机成本构成.....	11
图 11 2007-2009 冷轧板价格走势图（元）.....	11
图 12 2007-2009ABS价格走势图（元）.....	11
图 13 2007-2009PP价格走势图（元）.....	11

表格目录

表 1 小天鹅（000418.SZ）营业收入及产品毛利率预测表.....	3
表 2 经营活动假设.....	3
表 3 营业收入、营业利润、净利润和EPS情景分析.....	4
表 4 小天鹅与洗衣机同类公司比较.....	4
表 5 2007、2008 年国内市场前 10 名内销量（万台）及市场占有率.....	7
表 6 三家洗衣机上市公司数据比较.....	8
表 7 国内洗衣机前十名制造商产品结构.....	8
表 8 无锡小天鹅工业园产能表.....	8
表 9 小天鹅历年获得的荣誉表.....	10
表 10 洗衣机成本敏感性分析.....	12
表 11 小天鹅和美的电器营业收入、采购规模对比表（亿元）.....	12
表 12 小天鹅和美的电器经营指标（2008 年数据）.....	13
表 13 美的旗下洗衣机品牌区分表.....	13
表 14 小天鹅（000418.SZ）SWOT分析.....	15
表 15 小天鹅（000418.SZ）波特“五力”分析.....	15
表 16 重要财务数据预测表.....	16
表 17 小天鹅估值表.....	17
表 18 小天鹅（000418.SZ）控股股权变动表.....	18
表 19 小天鹅（000418.SZ）2008 年资产清理表.....	18

分析师简介

朱力军，家电行业分析师。悉尼大学金融会计硕士，北京交通大学 MBA，2006 年加入中国银河证券研究所。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908