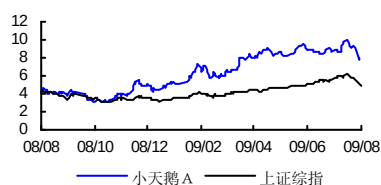


动态报告
家用电器
白色家电
小天鹅 A (000418)
中性
09 年中报点评

(维持评级)

2009 年 8 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	7.35
总股本/流通 A 股(百万股)	547.66/212.79
流通 B 股/H 股(百万股)	191.04/0.00
总市值/流通市值(百万元)	4,025.27/2,968.15
上证综指/深圳成指	2,785.58/11,209.93
12 个月最高/最低 (元)	9.97/3.01

财务数据

净资产值(百万元)	1,652.28
每股净资产(元)	3.02
市净率	2.44
资产负债率	48.60%
息率	

相关研究报告:

《资产整合拉开序幕》——2009-4-27

《小天鹅: 09 年将以产品结构调整和提升运营效率为主导》——2009-3-6

《小天鹅 A: 09 年进入改善向上期》——2009-1-20

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

主业经营处在改善上升通道

● 洗衣机主业盈利能力处在改善通道、投资收益下降导致业绩低于预期

09 年 1-6 月公司收入和归属母公司所有者净利润为 19 亿元和 6739 万元, 收入同比下降 21%, 利润同比增长 1%, 每股收益 0.12 元, 略低于预期。低于预期的主要原因是公司从参股公司博西威家用电器公司获得的投资收益同比去年减少 2400 万元。从公司的洗衣机主业来说, 盈利能力有较为明显的改善, 1-6 月洗衣机收入 15.9 亿元, 同比上升 6.8%, 获得利润 1.04 亿元, 同比增长超过 50%。

● 主业布局调整收效符合预期

2008 年四季度和 2009 年至今, 公司的主业布局调整进度基本符合预期, 逐渐剥离和清理了洗衣机以外的非主营业务和子公司, 生产搬迁也已经完成, 生产、研发在无锡和合肥的分布调整也已经到位。美的电器成为公司控股公司后, 经营能力的改善提升是吸引投资者介入的主要原因之一, 预期未来产品结构、销售体系优化成效会进一步加强。

● 作为美的控制下的洗衣机上市公司, 资产整合推进成为必然

吸引投资者的另一个主要原因就是基于美的控制下的洗衣机业务平台资产整合, 在美的电器与公司的洗衣机业务形成同业竞争的现实状态下, 我们预期响应的资产整合推进成为必然。此项事件推进进度将成为下半年股价上涨的主要催化剂。

● 流动资产结构有明显优化

美的经营策略当中, 费用和库存控制都是相当严格的, 在出售荆州电器公司的情况下, 1-6 月公司存货同比下降 45%。经营现金流量也有明显改善。

● 股价对经营改善和资产整合预期反映较为充分, 维持“中性”评级

公司主业盈利能力提升和资产整合带来业绩增厚是推动股价上升的两大主导因素, 我们认为前期股价对此反映较为充分, 因此继续维持对公司的“中性”评级。预期 09、2010、2011 年每股收益 0.29、0.39 和 0.49 元。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5,000.69	4,292.99	3,520	4,295	5,154
(+/-%)	1.00%	-14.15%	-18.0%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	333.39	40.04	156	214	270
(+/-%)	868.30%	-87.99%	289.9%	37.3%	26.0%
每股收益 (元)	0.91	0.07	0.29	0.39	0.49
EBIT Margin	9.19%	1.29%	4.8%	5.1%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	21.06%	2.49%	9.1%	11.5%	13.2%
市盈率 (PE)	8.05	100.54	25.8	18.8	14.9
EV/EBITDA	5.11	74.17	23.0	18.8	16.8
市净率 (PB)	1.70	2.51	2.35	2.16	1.96

产业布局调整初定

- ✓ 2008 年 4 月——美的电器收购公司 24% 股权过户完成
- ✓ 2008 年 10 月——公司受让小天鹅集团有限公司所持有的两个上游配件公司股权, 无锡飞翎电子公司 12% 股权和无锡小天鹅陶瓷公司 10% 股权, 完成后股权比率分别上升至 73% 和 100%
- ✓ 2008 年 12 月——公司转让江苏小天鹅三江电器制造有限公司 51% 股权, 同时将部分模具及设备转让给合肥荣事达洗衣设备制造有限公司
- ✓ 2008 年期间——对江波模具公司、(印尼) 帕莱玛公司、东芝合资公司进行了清算
- ✓ 2009 年 3 月——公司转让以冰箱业务为主的小天鹅 (荆州) 电器有限公司 51% 股权
- ✓ 2009 年 4 月——购买合肥荣事达洗衣设备制造有限公司拥有的制造滚筒洗衣机的设备及相关资产, 转让价格为 2,633.42 万元

公司在以上一系列调整完成后, 可以说是产业布局调整初步确定下来, 迁往新园区的生产到中期来说也已经完成。我们评价整体调整过程还是非常有效率的, 期间超出预期的是去年末公司为人员调整的费用支出增加 6000 多万元。

从 09 年 1-6 月来说, 公司冰箱业务继续萎缩, 洗衣机部分产品收入从 4 月份开始就有好转, 虽然说滚筒洗衣机销售收入比率从去年的 5% 增加到 15%, 但我们认为这个进程主要还要在下半年体现出对公司毛利率的提升。我们预期洗衣机全年毛利率上升到 22%。

表 1: 2007-2009 年公司分产品销售收入和毛利率表现

	2007 年 1-6 月	2007 年	2008 年 1-6 月	2008 年	2009 年 1-6 月
洗衣机收入	1,279	3,263	1,485	2,899	1,586
洗衣机毛利率	20.98%	21.60%	24.11%	20.66%	24.89%
冰箱收入	847	1,191	4,382	621	178
冰箱毛利率	21.16%	18.70%	17.08%	15.79%	-0.48%
	2007 年 1-6 月	2007 年	2008 年 1-6 月	2008 年	2009 年 1-6 月
国内收入	1,987	3,746	1,856	2,550	1,372
国外收入	851	1,280	568	1,410	530

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 公司参股公司博西威电器公司经营表现 (百万元)

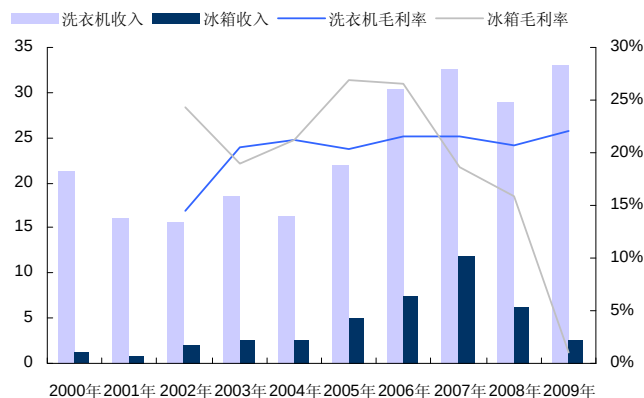
	2008 年 1-6 月	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
净利润	74	136	108	14
收入		1276	1358	

资料来源: 国信证券经济研究所

公司参股公司博西威电器公司 09 年 1-6 月利润表现下滑较快, 是上半年业绩低于我们预期的主要原因。

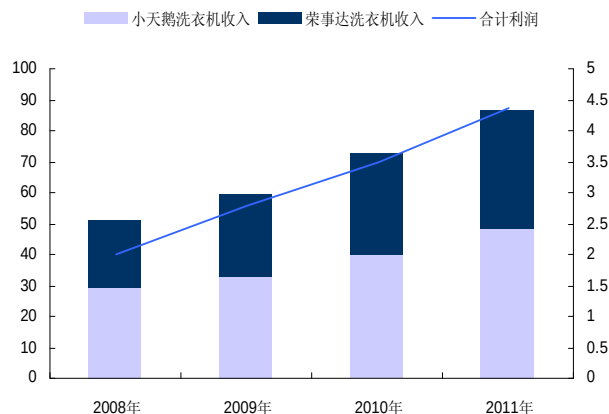
股价驱动因素集中在两点：主业盈利提升速度、 资产整合进度

图 1: 公司洗衣机收入和毛利率预期 (亿元、%)



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: 美的旗下洗衣机业务收入合计和利润表现预期



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

09 年上半年对应流动资产和负债、现金流状况来说都有较大好转，存货下降 44%，经营现金流增加 396%。

整体评价而言，我们认为公司在上半年的经营改善基本是符合预期的，参股公司博西威电器的利润下降削弱了最终的利润表现。对未来而言，进一步盈利改善的速度和作为美的系洗衣机平台的资产整合是未来股价推动的两大重要因素。

我们按照以下的思路，假定小天鹅和荣事达在 2010 年初完成资产整合，那么合计销售收入将到 2009 年初达到 55 亿元左右，我们按平均每年 20-23% 的收入增速，2011 年达到净利润率约 5% 的水平计算，公司的净利润在 2011 年将达到 4.3 亿元，假定按照目前 5.47 亿股的总股本不变，则公司 2 年以后每股收益约 0.75 元。按 20 倍 PE 水平来说，也就是 2 年以后公司每股价值 15 元。按照目前这个时点来说，前期公司的股价表现较为充分的反映了其成长预期。我们认为当前合理股价为 8-9 元。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	618	700	700	769	营业收入	4293	3520	4295	5154
应收款项	903	675	765	918	营业成本	3495	2767	3358	4020
存货净额	695	523	589	705	营业税金及附加	18	14	17	21
其他流动资产	107	70	86	103	销售费用	513	415	515	618
流动资产合计	2324	1968	2140	2495	管理费用	233	154	186	238
固定资产	517	650	772	882	财务费用	17	(12)	(14)	(17)
无形资产及其他	152	147	142	137	投资收益	63	0	20	40
投资性房地产	128	128	128	128	资产减值及公允价值变动	(39)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	219	219	219	219	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3339	3112	3401	3861	营业利润	42	172	241	304
短期借款及交易性金融负债	75	133	27	25	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	1104	896	1087	1302	利润总额	40	172	241	304
其他流动负债	445	263	320	385	所得税费用	15	21	34	43
流动负债合计	1624	1291	1434	1712	少数股东损益	(15)	(5)	(7)	(9)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	40	156	214	270
其他长期负债	19	19	19	19					
长期负债合计	19	19	19	19	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1643	1311	1454	1731		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	89	86	81	75	净利润	40	156	214	270
股东权益	1606	1716	1866	2055	资产减值准备	(20)	0	0	0
负债和股东权益总计	3339	3112	3401	3861	折旧摊销	0	63	74	86
					公允价值变动损失	39	10	10	10
关键财务与估值指标					财务费用	17	(12)	(14)	(17)
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(305)	47	77	(7)
每股收益	0.07	0.29	0.39	0.49	其它	16	(3)	(5)	(6)
每股红利	0.06	0.09	0.12	0.15	经营活动现金流	(230)	272	371	353
每股净资产	2.93	3.13	3.41	3.75	资本开支	118	(201)	(201)	(201)
ROIC	1%	9%	11%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	2%	9%	11%	13%	投资活动现金流	154	(201)	(201)	(201)
毛利率	18.58%	21.40%	21.80%	22.00%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	5%	5%	5%	负债净变化	(3)	0	0	0
EBITDA Margin	1%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(31)	(47)	(64)	(81)
收入增长	-14%	-18%	22%	20%	其它融资现金流	(146)	58	(106)	(2)
净利润增长率	-88%	290%	37%	26%	融资活动现金流	(214)	11	(170)	(83)
资产负债率	52%	45%	45%	47%	现金净变动	(290)	82	0	69
息率	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	908	618	700	700
P/E	100.5	25.8	18.8	14.9	货币资金的期末余额	618	700	700	769
P/B	2.5	2.3	2.2	2.0	企业自由现金流	(165)	58	137	99
EV/EBITDA	164.4	23.0	18.8	16.8	权益自由现金流	(314)	126	44	112

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021-68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 焯	010-82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿軻	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn 刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn 邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn 庞博 0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn 祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn 林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn 王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn 马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn 郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn 黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn 刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn 叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn 王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn 谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn 焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn 李锐 010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn 徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn