



关注四季度销售变化

——小天鹅 A (000418) 动态点评

分析师

何奇峰

☎ 8610 - 88366060 - 8876

✉ heqf@cgws.com

要点:

- **转让新乐电器 32%股权。**公司公告以 3136 万元，将持有的宁波新乐电器 32%股权转让给宁波富邦控股集团及新乐电器总经理陈伟光为首的 21 位自然人。该转让价格较新乐电器 08 年对应的 32%股权净资产值 2236.48 万元溢价约 40%，较公司初始投资成本高出 13 万元。宁波新乐电器是小天鹅双缸洗衣机和低端波轮洗衣机代工生产商之一，08 年产能规模达 300 万台，营业收入 8.48 亿元，净利润 1608 万元。转让新乐电器 32%股权后，小天鹅当期会有约 400 万元的非经常性损失，对公司全年业绩影响不大。
- **继续精简业务结构，退出低端洗衣机业务领域。**此次小天鹅转让新乐电器 32%股份，有助于进一步强化公司发展中高端洗衣机业务战略，理顺投资关系、改善业务结构。2008 年美的电器入主小天鹅以来，一直定位小天鹅为洗衣机中高端发展核心平台，相继剥离了小天鹅（荆州）电器、三江电机等一系列非相关资产，增持飞翎电子、宁波小天鹅以及小天鹅陶瓷等配套公司股权，做大做强洗衣机主业的决心彰显无疑。
- **退城进园告一段落，新园区产能将逐步释放。**7 月份小天鹅老厂区生产线完成搬迁，公司其他职能部门将于 10 月 1 日正式搬入无锡高新区，小天鹅 07 年开始的退城进园工作暂告一段落。未来值得期待的将是公司在无锡开发区新厂波轮和滚筒产能的逐步释放，这将带了公司营业收入规模和盈利的双重提升。
- **关注四季度销售渠道改革和销售数据变化。**美的电器旗下冰箱业务已经进入空调的国内销售公司体系，从美的电器中报看，渠道融合状况良好。小天鹅洗衣机品牌年将逐步纳入上述销售体系，小天鹅的国内市场终端销售网点将由 5000 家左右大幅扩张到 20000 家以上，这必将会带了小天鹅终端铺货量和销量的大幅增长。另一方面，预计小天鹅将继续加大品牌宣传投入，以此拉动终端销售，我们将重点关注小天鹅品牌市场份额和销售数据变化情况。
- **维持谨慎推荐评级。**我们继续维持小天鹅 2009-2010 年 0.30、0.51 元的 EPS 预测。公司后续可以预期的股价驱动事件，包括荣事达洗衣设备公司整合、管理层股权激励、市场份额提升等。短期来看，上述事项不大可能实施，暂维持对小天鹅**谨慎推荐**的投资评级。

投资评级：**谨慎推荐（维持）**

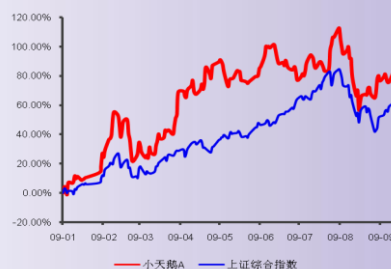
市场数据

总市值（百万元）	2,196
流通市值（百万元）	1,847
总股本（百万股）	547.66
流通股本（百万股）	212.79
12 个月最高/最低	10.16 / 2.95
十大流通股（%）	27.23%
股东户数	44,486

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
主营业务收入（百万元）	4,293.0	4,084.5	5,153.2
营业利润（百万元）	41.9	200.2	339.9
净利润（百万元）	40.0	165.1	280.4
每股收益（元）	0.07	0.30	0.51
PE	116.95	28.36	16.70

小天鹅 A 股价表现



相关报告

- 《洗衣机主业盈利显著改善》 2009-08-20
- 《乘风破浪会有时》 2009-07-20
- 《轻装上阵，静待复苏》 2009-03-06
- 《大股东增持暂缓不改公司价值》 2008-12-01
- 《长期投资价值开始显现》 小天鹅动态跟踪报告 2008-10-16

独立声明

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。

附：小天鹅 A 未来三年盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	429299	408452	515318	692640	成长性				
营业成本	349540	322597	398691	533158	营业收入增长	-14.2%	-5.0%	26.4%	34.4%
利息收入	0	618	920	1088	营业成本增长	-12.7%	-7.7%	23.6%	33.7%
利息支出	0	330	228	127	营业利润增长	-90.2%	377.8%	69.8%	22.8%
销售费用	51266	49348	64312	90043	利润总额增长	-90.5%	397.7%	69.9%	22.2%
管理费用	23294	17129	21953	30892	净利润增长	-88.0%	312.3%	69.9%	22.2%
投资净收益	6291	2600	5000	5000	盈利能力				
营业利润	4189	20017	33993	41738	毛利率	18.6%	21.0%	22.6%	23.0%
营业外收支	-228	-300	-500	-800	销售净利率	0.9%	4.0%	5.4%	4.9%
利润总额	3962	19717	33493	40938	ROE	2.4%	8.9%	13.1%	13.7%
所得税	1461	2958	5024	6141	ROIC	1.4%	10.5%	18.8%	20.0%
少数股东损益	-1503	251	427	522	营运效率				
净利润	4004	16508	28042	34275	销售费用/营业收入	11.9%	12.1%	12.5%	13.0%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	5.4%	4.2%	4.3%	4.5%
货币资金	61800	127730	154204	179248	投资收益/营业利润	150.2%	13.0%	14.7%	12.0%
应收帐款	42267	40783	51532	69264	所得税/利润总额	36.9%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	38103	36705	46379	62338	应收帐款周转率	10.34	8.85	8.53	9.43
存货	69497	64519	79738	106632	存货周转率	5.22	4.47	4.28	4.70
流动资产合计	232352	289612	356697	450792	流动资产周转率	1.64	1.26	1.28	1.42
固定资产	51675	58743	63911	80709	总资产周转率	1.21	1.00	1.03	1.17
资产总计	333929	374537	445103	554310	偿债能力				
短期借款	7493	5493	3493	1493	资产负债率	49.2%	50.2%	51.7%	55.0%
应付款项	110397	116135	143529	191937	流动比率	1.43	1.55	1.56	1.49
流动负债合计	162415	186698	228795	303204	速动比率	1.00	1.21	1.21	1.14
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	164349	188198	230295	304704	EPS	0.073	0.301	0.512	0.626
股本	54766	54766	54766	54766	每股净资产	3.10	3.40	3.92	4.56
留存收益	105866	122374	150416	184691	每股经营现金流	-0.25	1.07	0.74	0.96
少数股东权益	8948	9199	9626	10148	每股经营现金/EPS	-3.4	3.6	1.5	1.5
权益合计	169580	186339	214808	249605	估值				
负债和股东权益总计	333929	374537	445103	554310	PE	116.9	28.4	16.7	13.7
现金流量表（万元）					PEG	1.12	0.64	0.75	-
经营活动现金流	-13476	58777	40709	52810	PB	2.8	2.5	2.2	1.9
其中营运资本减少	-27728	34953	3486	7358	EV/EBITDA	138.50	18.82	12.46	9.92
投资活动现金流	-7544	9154	-12235	-25766	EV/SALES	1.11	1.16	0.92	0.68
其中资本支出	-14901	-12879	-12235	-25766	EV/IC	3.04	3.82	3.39	2.72
融资活动现金流	-7942	-2000	-2000	-2000	ROIC/WACC	0.13	0.97	1.73	1.84
净现金总变化	-29266	65931	26474	25044	REP	23.24	3.95	1.96	1.48

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍及承诺

何奇峰：经济学硕士，三年证券从业经验，2006年12月加入长城证券，任电子/家电行业分析师。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准：

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>