



家用电器业/可选消费品

小天鹅 A (000418)

2010 年协同效应有望释放

——小天鹅 2009 年报点评

	王祺	方馨
	021-38676720	021-38676685
	wangzhen@gtjas.com	fangxin@gtjas.com

本报告导读:

2010 年与美的的协同效应有望释放。

谨慎预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63 元、0.73 元与 0.89 元，维持“谨慎增持”投资要点：

- 小天鹅 2009 年实现营业收入 43.75 亿元，同比微增 1.9%；营业利润 2.00 亿元，净利润 2.22 亿元，同比分别增长 377.0%与 454.9%。扣除非经常性损益后的净利润 1.49 亿元，同比增长 70.3%。每股收益 0.41 元。虽然公司还处于调整年，但下半年已取得不错的收益。
- 洗衣机内部整合基本完成，下半年明显复苏。在上半年大规模剥离冰箱业务、下半年搬迁建设新生产线的努力后，小天鹅洗衣机业务潜力开始释放。下半年洗衣机收入 22.45 亿元，同比大增 58.8%，同时毛利率同比大增 8.4 个百分点至 25.43%。全年下乡销售额 8.02 亿元，占内销的 26.3%，农村市场需求潜力较大。
- 营业管理费用率分别下降 0.4 与 1.1 个百分点，源于整合的温和化。财务费用下降源于利息与汇兑损失的大幅减少。大量坏账损失与固定资产处置利得对利润表的影响基本可抵消，有助 2010 年轻装上阵。存货大降 36.6%源于冰箱剥离等因素，现金流良好。
- 2010 年与美的的协同效应有望释放。公司 2010 年将大幅增加与美的的产业链合作，其中与上游美的材料、威灵电机以及合肥百年的关联交易将大增 926%至 12.24 亿元，约占小天鹅材料成本的 30%。定向增发收购荣事达洗衣设备 69.74%股权方案已被证监会受理，预计 2010 年与其关联交易 17.95 亿元，同比增 288%，重组协同效应强。
- 2010 年公司在产能配置、产业链以及市场推广等方面都有较大改善，已经开始体现出出货高增。荣事达注入将更添实力，后续股权激励可期。洗衣机行业增速向好，1 月内销同比增 24.6%。考虑荣事达注入及摊薄，我们谨慎预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63 元、0.73 元与 0.89 元，维持“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,293	4,375	7,040	8,138	9,333
(+/-)%	-14.2%	1.9%	60.9%	15.6%	14.7%
经营利润 (EBIT)	59	201	541	648	758
(+/-)%	-87.7%	242.5%	168.5%	19.8%	17.1%
净利润	40	222	395	464	559
(+/-)%	-88.0%	455.0%	77.6%	17.5%	20.4%
每股净收益 (元)	0.11	0.35	0.63	0.73	0.89
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	1.4%	4.6%	7.7%	8.0%	8.1%
市盈率	152.0	47.3	26.6	22.7	18.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 18.76

上次预测: 11.20

当前价格: 16.66

2010.03.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.72-18.10
总市值 (百万元)	9,124
总股本/流通 A 股 (百万股)	548/348
流通 B 股/H 股 (百万股)	191/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	72

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,774
每股净资产	3.24
市净率	5.1
资产负债率	47%

52 周内股价走势图



相关报告

《成为美的系洗衣机业务平台》	2009.10.21
《整合紧锣密鼓，主业有所复苏》	2009.08.21
《等待涅槃》	2009.03.06
《国联集团征集股权协议受让方》	2008.01.28
《投资收益贡献利润较多》	2007.10.15

作者简介:**王稔:**

男，清华大学电机系电力系统自动化专业，工学博士。2005 年进入国泰君安证券，从事家用电器行业研究、专项研究。

方馨:

女，复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券，从事家电行业的研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		