

符合预期的高增长

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 ✉: zhulijun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010 年 4 月 23 日小天鹅 A (000418.SZ) 公布了 2010 年一季度报告, 公司 2010 年第一季度营业收入达到 16.62 亿元, 同比大幅增长 70.64%, 营业利润为 1.01 亿元, 较去年同期增长 236.67%; 归属上市公司股东净利润为 0.78 亿元, 同比增长 77.27%。稀释每股收益为 0.14 元, 同比大幅增长 75%。净资产收益率为 4.13%, 经营活动产生的现金流净额-3.86 亿元。

2. 我们的分析与判断

小天鹅 A (000418.SZ) 是我们一直向投资者推荐的品种, 在美的电器 (000527.SZ) 大力发展冰洗业务战略的指导下, 公司作为洗衣机旗舰, 随着协同效应的逐步显现, 经营出现了积极的变化, 公司 2010 年一季度的经营基本符合我们的预期。

2010 年一季度洗衣机行业保持较高的增长速度, 前两个月内销保持 20% 以上的增长, 出口增速更是高达 48% (具体参见图 1 和图 2)。小天鹅 A (000418.SZ) 一季度的销售收入增长高达 70.64%, 远远超过行业的增长速度, 基本上验证了我们前期反复强调的观点, 公司具有优秀的品牌吸引力, 加上大股东鼎力支持和协同效应, 公司保持高速增长是可以预见的。另外, 公司加大技术投入, 开发出多品种智能产品。如可以根据电网峰谷时负荷情况, 自动选择适当的洗衣时间, 达到最经济的用电模式的洗衣机。公司推出短信控制的洗衣机, 消费者可以用手机向指定号码发送短信, 即可遥控家中洗衣机的运行。3 月 24 日, 小天鹅高端新品发布会一举推出“ZEN 纯臻”系列、变频洗干一体系列和智能投放系列三大高端滚筒系列新品。品牌影响力加上不断推出的新产品有效推动了销售快速增长, 我们预计, 小天鹅 A (000418.SZ) 销售收入未来将继续保持高速增长。

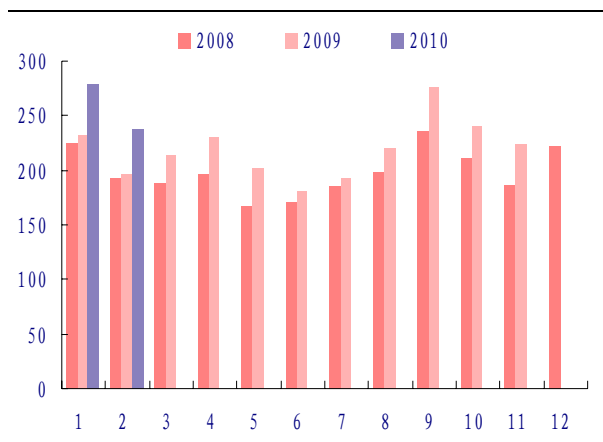
2010 年是洗衣机市场迅速变化的一年, 美的电器 (000527.SZ) 快速进入洗衣机市场后, 市场格局正在快速发生变化, 滚筒洗衣机价格大战使一直被视为“高端高价”的滚筒洗衣机从均价 3000 元拉到最低 1500 元以下, 洗衣机市场产品均价下滑, 市场面临洗牌。另外, 原材料价格上升, 公司产品毛利率较 2009 年同期下跌 2.79 个百分点。由于价格的下跌, 我们预计, 2010 年洗衣机行业的毛利率将低于去年同期水平, 但产品价格下跌带来的结果是滚筒洗衣机有望成为消费主流, 2010 年中国洗衣机市场滚筒销售占比将逼近 30%, 在北京、上海等大城市, 滚筒销售占比有望超过 50% 以上。

小天鹅 A (000418.SZ) 一季度销售收入快速增长, 可是销售费用却比去年同期减少了 11.86%, 这主要是美的收购后协同效应显现的结果, 这也是我们在以前报告中反复强调的重点之一。一季度管理费用有所增长, 但是从管理费用率的角度看, 基本上与 2009 年一季度持平 (具体参见表 1)。另外, 由于应收账款坏帐转回, 一季度公司资产减值损失达到-1308 万元。由于外部经营环境的影响, 以及应收票据的增加, 公司经营活动现金流比去年同期有大幅下滑。

3. 投资建议

总的来看, 小天鹅具备波轮洗衣机和滚筒洗衣机的核心技术, 并在与西门子、通用电气等国际巨头的长期战略合作过程中, 积累了丰富的市场和产品经验。在美的电器的全力支持下, 我们对于小天鹅未来的增长持乐观态度, 我们预计公司 2010 和 2011 年的每股收益分别为 0.56 元和 0.66 元, 给予公司“推荐”评级。

图 1: 2008-2010 年中国洗衣机行业内销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 2: 2008-2010 年中国洗衣机行业外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

表 1: 小天鹅 A (000418.SZ) 分季度财务数据表

单位: 亿元	2010 1Q	增长率	2009 4Q	增长率	2009 3Q	增长率	2009 2Q	增长率	2009 1Q	增长率
营业收入	16.62	70.64%	14.57	67.79%	10.15	1.50%	9.28	-27.84%	9.74	-14.41%
营业成本	13.91	76.52%	11.02	56.06%	7.55	-11.38%	7.08	-33.02%	7.88	-10.56%
毛利率	16.31%	-2.79%	24.39%	5.68%	25.62%	10.82%	23.71%	5.90%	19.10%	-3.49%
营业税金及附加	0.05	-28.57%	0.05	-28.11%	0.03	-25.00%	0.04	100.00%	0.07	40.00%
销售费用	1.04	-11.86%	1.15	-31.11%	1.51	228.26%	1.20	-10.45%	1.18	-28.48%
销售费用率	6.26%	-5.86%	7.92%	-11.36%	14.88%	10.28%	12.93%	2.51%	12.11%	-2.38%
管理费用	0.77	87.80%	0.93	-13.85%	0.27	-40.00%	0.27	-22.86%	0.41	-8.89%
管理费用率	4.63%	0.42%	6.39%	-6.05%	2.66%	-1.84%	2.91%	0.19%	4.21%	0.26%
财务费用	-0.01	-	-0.01	-94.78%	0.00	-	0.01	-94.44%	0.01	-91.67%
资产减值损失	-0.13	-	0.96	217.78%	0.02	-	0.05	-37.50%	0.00	-
投资净收益	0.01	-90.91%	-0.02	-	0.18	100.00%	-0.34	-236.00%	0.11	-31.25%
营业利润	1.01	236.67%	0.45	-137.99%	0.95	63.79%	0.30	-46.43%	0.30	-36.17%
营业外收入	0.03	-82.35%	0.87	1320.14%	0.04	-50.00%	0.03	-40.00%	0.17	466.67%
营业外支出	0.03	0.00%	0.13	88.61%	0.11	120.00%	0.05	-16.67%	0.03	-50.00%
利润总额	1.00	127.27%	1.18	-199.24%	0.87	45.00%	0.28	-49.09%	0.44	0.00%
净利润	0.85	136.11%	0.86	-193.83%	0.72	56.52%	0.27	-22.86%	0.36	0.00%
归属母公司净利润	0.78	77.27%	0.86	-217.43%	0.67	42.55%	0.24	-29.41%	0.44	33.33%
净利率	4.69%	0.18%	5.92%	-	6.60%	1.90%	2.59%	-0.06%	4.52%	1.62%

资料来源: 公司公告 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。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）

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