

洗衣机

袁浩然

执业证书编号: S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

郝雪梅

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 13.05元

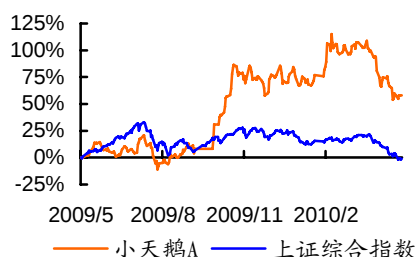
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2583.52
总股本(百万)	548
流通股本(百万)	539
流通市值(亿)	70
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	3.50
资产负债率	50.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
小天鹅A	-18.69	0.00	-11.10
上证综合指数	-14.83	0.00	-21.91



相关报告

《小天鹅A-收入盈利齐增长》2010-4-27

小天鹅A

000418

强烈推荐

资产注入方案获批，内生外延齐增长

投资要点:

- **资产注入方案顺利获得证监会批复**，小天鹅将向美的电器发行 8483 万股 A 股购买其持有的合肥荣事达洗衣设备股权 69.47% 的股权。交易价格以评估值为参考依据，最终交易价格为 73210 万元。股票发行价格确定为 8.63 元/股。本次交易完成后，美的电器及其控股子公司合计持有小天鹅股份公司 39.08% 的股份。
- **拟注入公司**，荣事达洗衣设备公司主要生产和销售“荣事达”和“美的”品牌洗衣机，2009 年销售 340 万台，市占率 8.5%，数量上仅次于海尔排名第二。目前产能 800 万台。截至 2009 年底，拟注入公司总资产 21.98 亿，净资产 9.98 亿。销售收入 28.14 亿，净利润 9036 万，销售净利润率 3.2%，ROE9.05%，资产盈利能力较强。
- **洗衣机行业现状**：整体上相对平稳，城镇销售总量均衡，但产品结构升级明显，农村需求和外销旺盛，未来尚有较大成长空间，10 年显现加速增长趋势。洗衣机行业内，品牌格局清晰，09 年以来行业整合加速，中小品牌面临巨大生存压力。
- **小天鹅本身的竞争优势主要体现在技术、品牌模等方面。同美的整合后，能够实现优势互补，取长补短**，特别是小天鹅原先在体制、营销、内部管理等方面的短板可以迅速改善。特别销售方面，通过进入美的 3 万多个终端以及海外完整的营销网络，收入有望持续快速增长。另外管理效率、盈利水平也有望逐步提高。规模迅速扩大后，能够增加上下游把控能力，提升行业竞争力，获取规模效益。
- **美的电器对洗衣机业务的整合决心和能力毋庸置疑**。目前美的已经把小天鹅定为成美的旗下的洗衣机整合平台，超越海尔做成洗衣机行业第一的决心十分坚决。由于有成功整合华凌和荣事达的经验，美的对小天鹅的整合虽然小费周章但整体顺畅，目前已经初见成效。09 年美的系洗衣机合计实现销售收入 60 亿元，市场份额在 15%。今年一季度呈现加速态势，同比增长 80% 以上，远超行业，市场份额提高了 5 个百分点达到 20%，发展势头迅猛。另外，通过清理附业，聚焦主业，梳理产品线，提升高端洗衣机特别是滚筒洗衣机的份额，综合盈利水平也有较大幅度的提高。对于市场普遍关心的价格战，担忧并无必要，价格战并不会长期持续。灵活的价格策略都是由公司主导，对手只能被动应对。价格战都是在公司可以控制的范围内进行的，是理性的，有节制的，能够适时调整的。
- **如果不考虑资产重组**，预计公司 10 年 EPS 为 0.74 元。（摊薄测算约 0.64 元）。整合理顺后，10 年 EPS 摊薄后能增加 0.12 元，合计约为 0.76 元，公司 11 年盈利水平将进一步提高，预计 EPS 能够达到 1.00 元。考虑到公司未来的发展，小天鹅在美的扶持下，逐步整合到位后，未来增长空间较大。目前按照公司 10 年 EPS0.76 元 25 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价在 19 元左右，维持“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 年 A	2009 年 A	2009 年 E	2010 年 E
营业收入(百万元)	4,293	4,375	10,329	12,189
同比 (%)	-14%	2%	136%	18%
归属母公司净利润(百万元)	40	222	478	631
同比 (%)	-88%	456%	115%	32%
毛利率 (%)	18.6%	23.4%	21.7%	22.2%
ROE (%)	2.5%	12.6%	23.4%	30.9%
每股收益(元)	0.07	0.41	0.76	1.00
P/E	237	41	22	17
P/B	5.5	4.9	4.3	4.3

资料来源: 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

正文目录

1、本次资产注入情况简介	4
1.1 增发方案基本内容	4
1.2 为何仅转让合肥荣事达 69.47%的股权而不是全部。	5
2、拟注入资产简要分析	5
2.1 目标公司（荣事达洗衣设备）的产权和控制关系	5
2.2 资产评估作价简介	6
2.3 目标公司（荣事达洗衣设备）的核心竞争力	6
2.4 目标公司（荣事达洗衣设备）的行业地位	7
2.5 主要产品的产能、产量、销量、销售收入等	7
2.6 公司财务状况和盈利能力分析	7
3、洗衣机行业现状分析	8
3.1 行业增长相对平稳	8
3.2 2010 年增长略有加速，出口尚有较大增长空间	9
3.3 洗衣机产业结构整体升级特征明显	10
3.4 洗衣机行业品牌格局清晰，行业整合加速	12
3.5 影响行业发展的有利和不利因素	13
4、小天鹅本身的竞争优势	14
4.1 技术优势造就品牌价值，占据行业领先地位	15
4.2 小天鹅公司本身的规模优势明显	16
4.3 在高端洗衣机上的产品优势	17
5、控股股东美的电器：综合实力雄厚	18
5.1 超强的行业地位和不可比拟的规模优势	18
5.2 高效灵活的组织机制，较为完善的管理体系	20
5.3 强大的渠道优势和迅捷的市场响应速度	21
6、美的电器对洗衣机业务的整合决心和整合能力毋庸置疑	21
6.1 美的对小天鹅的战略定位	21
6.2 成功整合华凌和荣事达的经验	22
7、资产重组实现资源整合，强化核心竞争力	22
7.1 双方优势互补，取长补短，核心竞争力凸显	22
7.2 分享美的卓越的管理优势	23
7.3 受益于美的强大营销平台和渠道优势	23
7.4 产品结构优势互补，合理规划产业布局	24
8、整合已经获重大进展，成效已开始显现	25
8.1 清理附业，聚焦洗衣机主业	25
8.2 迅速做大做强，强化规模优势	27
9、最近一期季报（2010 年 1 季报）简要介绍	28
9.1 损益 10Q1/09Q1 对比	30
9.2 销售，净利润分季度列示	31
9.3 净利润分季度列示	31
9.4 09 年 Q3, Q4 利润表分季度列示	32
10、最近一期年报（2009 年年报）简要介绍	33
10.1 收入构成及增长对比	33

10.2 09 年内销销售旺盛，同比增长 19.5%	34
10.3 09 年费用率小幅下降	34
10.4 09 年 EPS 0.41 元略高于预期，ROE 12.94%	34
10.5 09 年大量计提拨备，影响当期 EPS 0.19 元，资产质量优化	34
10.6 损益 09 年，08 年对比	35
11、盈利预测（不考虑资产整合）	36
12、盈利预测和估值(考虑资产整合)	37

图表目录

表 1: 小天鹅增发前后股本结构变化.....	4
表 2: 主要产品的产量、销量和销售收入.....	7
表 3: 主要产品的产量、销量和销售收入(百万).....	8
表 4: 洗衣机年度销售量对比（单位：万台）.....	9
表 5: 洗衣机销量分月度数据列示.....	10
表 6: 一季度洗衣机分产品类型变化（单位：万台）.....	11
表 7: 洗衣机分品牌份额变化（单位：万台）.....	13
表 8: 2009 年洗衣机总销量排名（单位：万台）.....	16
表 9: 一季度滚筒洗衣机分品牌份额变化（单位：万台）.....	17
表 10: 美的电器销售收入增长及构成（单位：百万元）.....	19
表 11: 美的电器分产品行业地位.....	19
表 12: 国内主要洗衣机厂商波轮、滚筒销量对比.....	24
表 13: 小天鹅主营业务收入结构.....	26
表 14: 2008、2009 主要国内洗衣机厂商产销量对比.....	27
表 15: 2010、2009 一季度销量对比.....	27
表 16: 损益表对比.....	30
表 17: 营业收入分季度.....	31
表 18: 利润分季度.....	31
表 19: 季度数据比较.....	32
表 20: 销售收入增长及构成.....	33
表 21: 销售内外销比例，发展态势.....	34
表 22: 损益表 09、08 年对比.....	35
表 23: 盈利预测表（不考虑资产整合）.....	36
表 24: 盈利预测表（考虑资产整合）.....	37
图 1: 城镇、农村洗衣机保有量对比.....	9
图 2: 城镇、农村居民年收入对比.....	10
图 3: 小天鹅洗衣机产品占比（百万，%）.....	17
图 4: 美的电器积极推进组织与机制创新与转型.....	20
图 5: 美的电器积极推进组织与机制创新与转型.....	21

1、本次资产注入情况简介

1.1 增发方案基本内容

公司拟向美的电器发行 A 股股份购买其持有的合肥荣事达洗衣设备股权 69.47%的股权。

经小天鹅与美的电器双方确认，根据江苏中天于 2009 年 10 月 28 日出具的《资产评估报告书》，标的资产的交易价格以成本法评估值为参考依据，最终交易价格为 73,210.02 万元。

本次非公开发行的定价基准日为 2009 年 10 月 18 日。发行价格确定为定价基准日前二十个交易日公司 A 股股票的交易均价 8.63 元/股。

本次发行股份的数量为 84,832,004 股，占发行后公司总股本的 13.41%。发行前小天鹅公司股份数量为 54765 万股，发行后公司股本为 53249 万股。

本次交易完成后，美的电器及其控股子公司合计持有小天鹅股份公司 39.08%的股份，系公司的控股股东。

(2008 年 3 月 24 日，经国务院国有资产监督管理委员会批复同意，公司原控股股东国联集团向美的电器转让其持有的公司 24.01%股份。转让完成后，美的电器持有公司 A 股股份 87,673,341 股，占公司股份总额的 24.01%，后面经过 10 转 5，美的电器持有公司 A 股 13151 万股，为公司控股股东。另外美的电器通过控股子公司 TITONI INVESTMENTS 持有小天鹅 B 股 3,085 万股，占公司股份总额的 5.63%。本次向美的电器发行 8483 万股后，美的电器、TITONI 持股比例分别变为 34.20%、4.88%。)

表 1: 小天鹅增发前后股本结构变化

股东名称	发行前		本次发行	发行后	
	持股数量	持股比例		持股数量	持股比例
	万股	%	万股	万股	%
一、A 股					
美的电器股份有限公司	13,151	24.01%	8,483	21,634	34.20%
其他	22,511			22,511	
A 股合计	35,662			44,145	
二、B 股					
TITONI INVESTMENTS	3,085	5.63%		3,085	4.88%
其他	16,018			16,018	
B 股合计	19,104			19,104	
总股本	54,765	29.65%	8,483	63,249	39.08%

资料来源：公司公告

1.2 为何仅转让合肥荣事达 69.47%的股权而不是全部。

本次交易前，美的电器直接持有荣事达洗衣设备 10,164 万美元股权，占荣事达洗衣设备注册资本的 75%。其中 749.50 万美元股权（占荣事达洗衣设备注册资本的 5.53%）受让自荣事达集团，根据 2008 年 2 月 4 日双方签署并经合肥市产权交易中心鉴证的股权转让协议的约定，美的电器该次受让的 749.50 万美元的股权，在荣事达洗衣设备法定存续期内不得对外转让。因此，美的电器所持有的 749.50 万美元股权（占荣事达洗衣设备注册资本的 5.53%）将不作为本次交易的标的。

截至本报告书公告之日，美的电器全资子公司美的电器 BVI 持有荣事达洗衣设备 25%的股权，由于美的电器 BVI 为注册在英属维尔京群岛的境外注册公司，如其参加本次小天鹅的非公开发行，按照《上市公司证券发行管理办法》的规定，应当经国务院相关部门事先批准，将增加本次交易的复杂程度和操作难度。为了尽快完成本次交易，整合荣事达洗衣设备，实现本公司的战略目标，消除与控股股东美的电器的同业竞争，美的电器 BVI 所持有的荣事达洗衣设备 25%的股权将不作为本次交易的标的。

2、拟注入资产简要分析

目标公司主要生产和销售“荣事达”和“美的”品牌的洗衣机产品，两个品牌的产品分别针对不同的市场定位并形成互补，内外销增长幅度均高于行业平均水平。

荣事达洗衣设备生产基地位于合肥高新技术产业开发区，具有全自动、双缸等洗衣机产品的生产能力，并已经形成较为完整的技术研发体系，具有全面的洗衣机技术开发能力，拥有国家认可的洗衣机测试中心和国家级技术研发中心。

2.1 目标公司（荣事达洗衣设备）的产权和控制关系

本次交易前，美的电器直接持有荣事达洗衣设备 10,164 万美元股权，占荣事达洗衣设备注册资本的 75%。美的电器全资子公司美的电器 BVI 持有荣事达洗衣设备 25%的股权，合计起来，美的电器及其全资子公司美的电器 BVI 合并持有荣事达洗衣设备 100%股权。

本次交易完成后，标的公司的股权结构将变更为：小天鹅持有 69.47%的股权，美的电器持有 5.53%的股权，美的电器 BVI 持有 25%的股权。（上述美的电器和美的电器 BVI 所持有的股权目前尚无明确的后续安排）。

本次交易完成后，荣事达洗衣设备原高管人员不会因本次交易后而发生改变。

2.2 资产评估作价简介

本次交易的评估及审计基准日为 2009 年 9 月 30 日。根据江苏中天出具的《资产评估报告》，标的资产的账面价值为 66,159.23 万元，采用成本法评估后的标的资产的评估值为 73,210.02 万元，评估价值比账面价值增加 7,050.79 万元，增值率为 10.66%。

本次评估的目的为上市公司进行部分股权的收购，从稳健性和谨慎性原则出发，不适宜采用收益法的评估结果。因此本次交易目标公司的作价以成本法的评估结果确定，即荣事达洗衣设备股东全部权益价值为 105,383.65 万元，其 69.47% 股权所对应的权益价值评估结果为 73,210.02 万元。

以标的资产交割完成为前提，自评估基准日之日起至标的资产交割完成当日期间，标的资产及相关业务产生的盈利由小天鹅享有，产生的亏损由美的电器承担。

资产评估作价以成本法为基础，增值率仅为 10.66%。相当 09 年的实际净利润（9036 万元），PE 为 11 倍左右，而且交易条款中明确指出“标的资产及相关业务产生的盈利由小天鹅享有，产生的亏损由美的电器承担”。这些都充分反映控股股东对小天鹅公司的利益保护。

2.3 目标公司（荣事达洗衣设备）的核心竞争力

荣事达洗衣设备作为老牌的洗衣机厂商，经美的电器收购整合后，通过借助其空调业务的管理输出、经验嫁接和资源共享，洗衣机业务进入新的发展阶段。

（1）规模优势

目前荣事达洗衣设备拥有 8 条生产线，年产能 800 万台。2009 年荣事达洗衣设备生产洗衣机 354 万台，销售 340 万台，总销量份额 8.5%，行业排名第二。

（2）品牌及渠道优势

作为高市场占有率的老牌洗衣机企业，荣事达洗衣设备品牌基础扎实，“荣事达”品牌洗衣机尤其在三、四级市场与农村市场具有较高知名度和声誉。同时，多年经营使得荣事达洗衣设备销售渠道广泛，在广阔三、四级市场以专卖店及经销商为有效补充，已覆盖到中国的 1,000 多个城市、县和乡镇市场。

国家扩大内需政策，“家电下乡”计划有助于荣事达洗衣机进一步扩大内销市场份额。荣事达洗衣机出口比例较低，受出口市场下滑的影响较小。

（3）强大的技术研发和应用能力

荣事达洗衣设备公司生产基地在合肥高新技术产业开发区，建设有洗衣机工业园。具有全自动、双桶等全系列洗衣机产品的生产能力，已经形成较为完

整的技术研发体系，具有全面的洗衣机技术开发能力，拥有国家认可的洗衣机测试中心和国家级技术研发中心。同时一直致力于与国内外领先的科研机构保持技术合作，掌握了一大批具备行业领先水平的核心技术。

荣事达洗衣设备共拥有专利 100 项，其中实用新型专利 72 项、外观专利 28 项。同时正在申报中的专利 14 项，其中发明专利 3 项、实用新型专利 4 项，外观设计专利 7 项。

（4）系统成本控制能力

在美的电器的管理下，荣事达洗衣设备供应链管理能力和水平持续完善和提升，以确保满足大规模制造需求日益提高的交货期、品质保障能力。荣事达洗衣设备已经建立了统一的供应链管理平台，从市场需求预测、整机订单计划到部件采购需求等均通过 SCM（供应链管理平台）实现与上游供应商在订单、交货期、库存和送货、品质状态的实时数据交换。通过软件平台以及系统管理能力的不断提升，公司部件存货周转、库存成本和交货期保障率等关键指标均达到了行业领先水平。

2.4 目标公司（荣事达洗衣设备）的行业地位

洗衣设备主要生产和销售“美的”和“荣事达”品牌的洗衣机产品。分别针对不同的市场定位并形成互补。在客户结构和产品结构调整方面均表现优异，内外销增长幅度均大幅超过行业平均水平。根据中华商务网数据，2006 年荣事达洗衣设备销量的市场占有率为 6.4%，2007 年荣事达洗衣设备的销量占国内市场总销量近 7.3%，2008 年年市场占有率提升至约 8.1%，位于行业第三（海尔与小天鹅分别为第一与第二），2009 年年市场占有率提升至约 8.5%，数量上已经超过小天鹅，排名仅次于海尔排名第二。

2.5 主要产品的产能、产量、销量、销售收入等

表 2：主要产品的产量、销量和销售收入

	产能	产量	销量	销售收入
年份	万台	万台	万台	百万
2009	800	354	340	2814
2008	310	241	296	2194
2007	280	218	275	1923

资料来源：公司公告

2.6 公司财务状况和盈利能力分析

截至 2009 年底，合肥荣事达洗衣设备制造有限公司注册资金 1.36 亿美元（以下单位都为人民币），总资产 21.98 亿，净资产 9.98 亿。资产负债率 55%，资产状况良好，财务结构基本合理，现金流正常。

销售收入 28.14 亿，净利润 9036 万，销售净利润率 3.2%，ROE9.05%，资产盈利能力较强。

表 3：主要产品的产量、销量和销售收入(百万)

	2009 年	2008 年	2007 年
总资产	2,198	1,157	
净资产	998	205	
总收入	2,814	2,194	
净利润	90	55	

资料来源：产业在线

3、洗衣机行业现状分析

3.1 行业增长相对平稳

我国洗衣机产业走过了 30 年的发展历程，在产品标准不断完善、市场竞争日趋激烈、市场需求快速变化的背景下，国内洗衣机品牌格局也不断变化。特别是在资本层面的并购重组、企业层面的价格拼杀和新品较量之下，最终带来了整个产业的大变革，而竞争重点将聚焦产品竞争力。

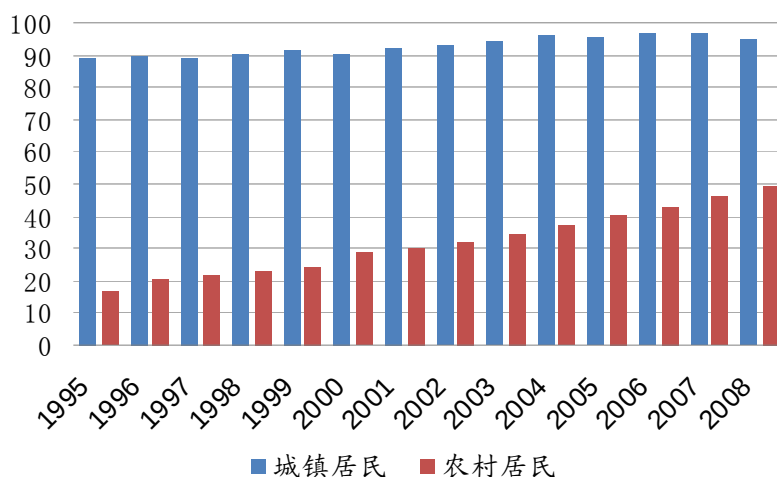
2009 年，以美的、松下、西门子、三洋为代表的主流企业，销量均出现了不同程度的增长。这主要是受到了国家政策的刺激、消费需求变化、功能升级换代 3 大利好推动。2009 年，中国洗衣机产量达到 3973 万台。产量已经占到世界洗衣机生产总量的三分之一左右。个别外资、合资品牌中国地区的产能占其全球产量的百分比超过 50%，这个数字还在不断扩大。大量先进技术的应用使得目前中国洗衣机生产水平和产品质量得到大幅度提高。

2009 年，洗衣机行业的发展在国家家电下乡、以旧换新等政策的鼓舞下逆势实现了增长。2009 年，洗衣机产量 3973 万台，同比增长 6%，销量 3951 万台，同比增长 5.5%，出口 1297 万台，同比下滑 5%。

据 2008 年统计，城镇家庭每百户洗衣机保有量为 94.7 台，农村家庭每百户保有量为 49.1 台。目前，全国洗衣机的家庭渗透率为 88.3%，其中有多台洗衣机的占 8%，高普及率使得未来洗衣机市场的主要增长来源于产品的更新换代。

由于近年来洗衣机行业增长基数不高，2010 年前后预计是洗衣机更新换代的高峰期。2008 年 12 月，洗衣机正式纳入家电下乡补贴产品名单，这将进一步稳定洗衣机的行业需求，基于此，未来以更新需求为主的洗衣机增长将保持相对稳定。

图 1: 城镇、农村洗衣机保有量对比



资料来源: 国家统计局

3.2 2010 年增长略有加速, 出口尚有较大增长空间

2010 年以来洗衣机内销延续以前年度的增长, 1-3 月销售 766 万台, 同比增长 19.6%。内外销构成来讲内销占比达到 67%, 远远高于出口, 未来相当长的时间国内销售都会是洗衣机市场的主体。

表 4: 洗衣机年度销售量对比 (单位: 万台)

1-3 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2010 年	1,146	380	766	33%	67%
同比增长	27.0%	45.1%	19.6%		
2009 年	902	262	640	29%	71%
全年数据					
2009 年	3,953	1,297	2,656	33%	67%
同比增长	5.5%	-5.0%	11.5%		
2008 年	3,749	1,366	2,382	36%	64%
同比增长	11.0%	9.9%	11.7%		
2007 年	3,376	1,243	2,133	37%	63%

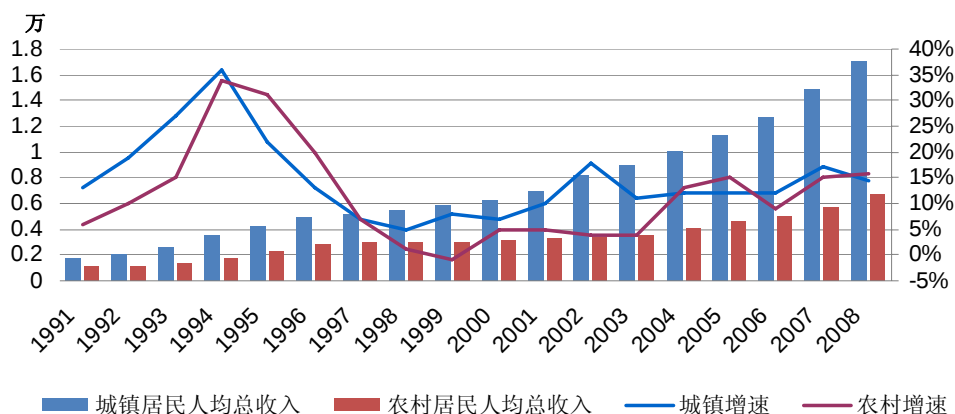
资料来源: 产业在线

我国家庭人口结构逐渐出现小户型家庭, 家庭户数的增长促进了包括洗衣机在内的家电需求的增加。城镇居民洗衣机保有量自 95 年开始高居 95% 以上, 08 年开始首次出现下降。城镇一二级市场洗衣机需求主要来自产品升级换代, 主要是滚筒和全自动洗衣机需求的增加。农村市场, 虽然洗衣机高于空调、冰箱等白家电, 但相比城镇市场仍有较大上升空间。家电下乡限价的提高以及产品型号的不断增多, 也将成为拉动三、四级市场需求的动力。

此轮房产调控对洗衣机销售影响有限。首先, 房产调控主要针对投机性房产交易 (占总交易的 50%)。其次, 近期在高压政策下房产交易仍表现为量跌

价不跌已经表明城镇刚性需求巨大，预计后期刚性需求会在价格下跌到位后逐步释放，且未来经济适用性住房供应量会有较大增幅（已经纳入地方政府工作任务）。再次，洗衣机消费的边际费用较低，比较好的契合农村市场，行业农村销售增长迅猛，城镇洗衣机销售与地产关联度也远低于空调。

图 2：城镇、农村居民年收入对比



资料来源：国家统计局

表 5：洗衣机销量分月度数据列示

月份	2010 年	月度同比	2009 年	月底占比	2008 年	月度占比
1 月	407	28.4%	317	8.0%	339	9.0%
2 月	335	27.3%	263	6.7%	284	7.6%
3 月	403	25.3%	322	8.1%	315	8.4%
4 月			334	8.5%	317	8.5%
5 月			302	7.6%	287	7.7%
6 月			278	7.0%	284	7.6%
7 月			303	7.7%	301	8.0%
8 月			333	8.4%	329	8.8%
9 月			412	10.4%	361	9.6%
10 月			368	9.3%	338	9.0%
11 月			342	8.6%	287	7.7%
12 月			379	9.6%	306	8.2%
总计	1146	27.0%	3953	100.0%	3749	100.0%

资料来源：产业在线

3.3 洗衣机产业结构整体升级特征明显

近年来，市场外部因素和力量推动我国洗衣机市场的快速发展。随着并购重组后期，一些老牌企业边缘化，一些新领军企业快速崛起，整个洗衣机业的

发展动力也从外部刺激转向了内部消费需求的变化和增长，来拉动整个产业的快速发展。而在这一过程中，产品功能和技术的升级换代则是最关键的因素。目前洗衣机发展最明显的两大特征分别是高端化和大容量化，无论波轮机还是滚筒机都无一例外地将高端产品作为市场战略的重心。大容量必定成为洗干一体机发展的方向。

2009 年，洗净均匀度、洗干一体机、健康杀菌、羊毛洗等技术标准已列入修订后的洗衣机新国标。消费水平提高带动整个产业结构升级，是这两年洗衣机行业最亮的闪光点，新一轮的变革正在潜移默化中推进。

对于家电企业来讲，技术、价格、渠道和品牌是决定其竞争力的要素。而在这些要素中，技术对于家电企业的发展起着关键性作用，持续的技术创新是一个家电企业保持领先地位的核心因素。2008 年技术创新已成为洗衣机行业发展的主旋律，各厂商都加大了技术创新力度。随着 15 个与洗衣机相关的国家技术标准制订完成，绿色、环保、除菌等概念将成为未来行业发展的主题。

2010 年一季度，滚筒洗衣机出现内销和出口双双放量增长。销量实现同比 65% 的增长，其中内销同比增长 37%，出口同比增长 90%。滚筒洗衣机在总销量占比呈现上升势头，滚筒市占率同比提升约 5 个点，到 20%。

表 6：一季度洗衣机分产品类型变化（单位：万台）

		销量(万台)			占比	
		2010 年	2009 年	同比增长	2010 年	2009 年
内外销分类	销量合计	1145.9	902.3	27.0%	100.0%	100.0%
	其中内销	766.1	640.5	19.6%	66.9%	71.0%
	其中出口	379.8	261.8	45.1%	33.1%	29.0%
产品类型分类	其中滚筒	225.7	136.8	65.0%	19.7%	15.2%
	其中波轮	920.2	765.4	20.2%	80.3%	84.8%
外销按产品分类	出口合计	379.8	261.8	45.1%	100.0%	100.0%
	其中滚筒	136.7	71.9	90.2%	36.0%	27.5%
	其中波轮	243.1	189.9	28.0%	64.0%	72.5%
内销按产品分类	内销合计	766.1	640.5	19.6%	100.0%	100.0%
	其中滚筒	89.2	64.9	37.3%	11.6%	10.1%
	其中波轮	677.0	575.6	17.6%	88.4%	89.9%

资料来源：产业在线

由于单位价值量的原因，洗衣机销售与宏观经济环境，房地产市场联系并不紧密，更多地与城市化相关，行业销售量逐年温和上升。而 09 年以来，随着城镇生活水平的提升，滚筒占比迅速提高，今年一季度滚筒实现 65% 的增长。

目前，洗衣机行业的技术发展呈现出以下几个特征：

①节能环保技术成为行业最新方向

我国在 2008 年积极推行节能减排的方针政策，生产节能家电成为行业最新目标。研发并采用节能环保技术，一方面要依靠加大投入，另一方面还要依靠企业长期以来积累的技术内功，考验的是企业整体技术实力。因此，只有行业的领军企业才具备足够的实力投入绿色环保产品的开发。

②变频洗技术风生水起

2008 年，各大洗衣机企业应用变频技术的声势越来越强大。在企业的强势冲击下，洗衣机行业也掀起了一波“变频”浪潮。使用电机变频技术的滚筒洗衣机，在洗涤方式与脱水速度方面更具可控性，且比传统技术更节电，这不仅顺应了消费市场发展趋势，并且更符合行业、社会发展潮流。

③抗菌概念持续升温

目前市面上搭载抗菌、杀菌方式主要集中在光动银、银离子、电解水、臭氧等方面。业内专家表示，抗菌、抑菌材料于家电产品上已广泛应用，健康洗涤技术依然是厂家竞相追逐的热卖点之一。

受惠于政策推动，出口环境改善、城市化进程推进，并考虑到城市洗衣机更新换代需求以及消费观念和生活方式转变，滚筒洗衣机和大容量洗衣机等高附加值产品是未来几年洗衣机市场最主要的增长点和竞争焦点。

滚筒洗衣机相比波轮洗衣机毛利率较高。平均来看，滚筒洗衣机售价一般为 3000 到 4000 元左右，是波轮洗衣机售价的两倍。滚筒业务的占比直接影响洗衣机制造企业整体毛利率的高低。（2009 年钢材、铜、铝等主要原材料价格在大幅缩水后已开始逐步回升。预计未来原材料价格会进一步上升。）滚筒洗衣机较高的毛利率将更加有利于制造商将上游原材料价格上涨压力传导出去。

3.4 洗衣机行业品牌格局清晰，行业整合加速

目前我国洗衣机企业阵营基本分为：海尔、美的、欧美、日韩、国内二线品牌和其他洗衣机企业。海尔和美的系占据内销市场近 40% 的份额，其余被各品牌瓜分。欧美系的主要代表是：惠而浦、金羚、西门子；韩系包括 LG 和三星；日系主要是松下和合肥三洋，夏普和日立也占据一定份额，美的系包括小天鹅和荣事达。

欧美系中，西门子滚筒内销在行业处首位，金羚被意大利知名企业、世界家电巨头之一的 Candy 收购后，不断提高滚筒出口份额，2009 年已经达 36.4 万，同比增长 147%，主要出口西欧。2008 年 4 月海信与惠而浦牵手组建新公司，双方携手制造高端洗衣机。2009 年 4-6 月，惠而浦顺利完成迁址，由上海迁往浙江长兴工业园。2009 年，韩系品牌三星和 LG 依旧以出口为主，出口份额占 22.9%，内销份额仅占 4.2%。日系品牌过去是松下一统天下，近两年由于合肥三洋的崛起，日系品牌在内销市场占比不断提高，已经从 2005 年的 10% 提升至 2009 年的 16%，由于合肥三洋在 2010 年依然有可能创造同比大幅增长，松下产销近年来一直稳健发展，2010 年，这个比重有可能继续扩大。2009 年，美的系小天鹅和荣事达均有大幅增长，份额占比已提升至 18%，由于小天鹅产能提高以及销量的大幅增长，2010 年，这个比例预计将继续扩

大。海尔一直是洗衣机行业龙头，从各年度占比看，内销占比较为均衡，一直保持在 30%左右出口占比略有下滑。

由于国内外洗衣机厂商众多，洗衣机行业市场的竞争日益激烈，品牌集中度保持高位运行。据国家信息中心对全国重点城市洗衣机市场监测数据显示，2008 年前五名厂商市场占有率由 2007 年的 72.36%提高到 78.27%；前十名厂商市场占有率由 2007 年的 92.9%提高到 96.4%；前五名提升比例明显高于前十名。

多年来，品牌集中度高是洗衣机行业的一大特点，但一直保持稳定的品牌格局在 2008 年发生了变化，美的电器控股小天鹅后，美的旗下“小天鹅”、“荣事达”、“美的”三大品牌洗衣机市场份额合计已经达到 20%。在与其他品牌拉开差距、巩固行业排名第二的同时，美的电器也缩小了与海尔的市场份额差距。

外资品牌市场格局在 2008 年也发生了明显变化。据国家信息中心统计数据显示：从整体和分类别零售市场看，欧系品牌西门子、博世占有率呈现下滑态势，韩系品牌三星、LG 略有下降，而日系品牌松下和三洋的占有率则大幅度提高，两个品牌整体销量占有率同比提高 10.29%和 50.69%。在品牌集中度不断提高的行业背景下，中小品牌群体市场份额受到严重挤压，面临巨大生存压力。

按照最新品牌市场份额，从分品牌的数据看企业发展很不均衡，在充分竞争的行业，企业的彼消此涨，甚至比行业本身更重要。合肥三洋以往过于平稳，这两年采用非常进取的态度，积极努力，取得了连续的高增长。荣事达在调整基本到位之后开始发力，已经占到前三的位置；而小天鹅经过一段时间的整合，今年强势上冲，这几个数据显示持续向上的态势。在洗衣机行业，海尔作为行业中最具影响力的国产品牌，一直占据着市场头名，份额在 23%左右，二线品牌中，美的系（含小天鹅、荣事达）在数量上已经接近海尔，达到 20%的市场份额。前五位企业的市场份额达到 56%，市场格局基本清晰。

表 7：洗衣机分品牌份额变化（单位：万台）

企业	2010 年一季度		2009 年一季度		份额同比增加
	总销量	市场份额	总销量	市场份额	
海尔	261	22.8%	214	23.8%	-0.9%
荣事达	119	10.4%	61	6.8%	3.6%
小天鹅	110	9.6%	59	6.6%	3.0%
松下	76	6.6%	71	7.8%	-1.2%
LG	67	5.8%	50	5.6%	0.2%
合肥三洋	59	5.1%	38	4.2%	0.9%
其他	454	39.6%	408	45.2%	
总计	1146	100.0%	902	100.0%	

资料来源：产业在线

3.5 影响行业发展的有利和不利因素

①有利因素：行业政策向好

2008 年 11 月 30 日，财政部、商务部、工信部联合召开全国推广“家电下乡”工作会议。家电下乡从 2009 年 2 月 1 日其全国推广至 2013 年 1 月底，同时，范围从原来的 3 个省扩大到 12 个省，洗衣机也首次被列入产品范围名单。家电下乡的政策目标是用四年左右时间基本使农村主要家电产品拥有率达到城市 2000 年水平。据测算，财政补贴家电下乡政策实施四年，可实现家电下乡产品销售 4.8 亿台，拉动家电消费 6,200 亿元。其中，洗衣机总需求量约 9,619 万台。“家电下乡”为小天鹅洗衣机销量带来了正面提升作用，公司 09 年“家电下乡”中标洗衣机产品的全年销量超过 100 万台。

2009 年 2 月 19 日国务院通过了轻工业振兴规划草案，提出加大节能家电产品的生产，研究制定出台节能冰箱、空调、洗衣机、热水器等的财政补贴制度，推进节能产品的应用。这项规划将加速对节能产品的市场推广，对产品的节能要求本身就是对企业生产提出一个更高的门槛，具有节能技术领先优势的企业将更具有优势。

规划提出积极推进产业重组，根据产业政策和市场化原则，利用商业银行并购贷款业务，鼓励引导龙头企业、具备较高技术含量和品牌价值的企业实行兼并重组，减少技术开发周期和成本，加快企业做大做强。在目前的经济环境下，企业生存压力增大，小企业和小品牌将面临淘汰出局，能在危机中度过的强者必将变得更强。

从政策效果来看，宏观经济政策的变化虽然不会立即扭转家电行业增速放缓的趋势，但会有效提高家电企业抵御行业周期波动的能力，有利于行业的长期平稳发展。

② 不利因素：整体行业形势受经济环境影响

洗衣机属于白色家电，作为消费类电器产品，与普通家庭生活必需品相比价格较高，其市场需求受国内外宏观经济形势的影响较大。目前，整个行业面临全球经济波动，国内经济增长放缓导致的需求疲软、收入下滑、出口下降及房地产市场不景气带来的配套家电消费不理想的市场环境，压力严峻。产品产销增速可能进一步下降或出现负增长，全球经济波动的深度和国内经济振兴力度将深刻影响行业景气程度。

4、小天鹅本身的竞争优势

作为中国最早生产洗衣机的企业之一，小天鹅洗衣机曾在国内市场连续 11 年全国销量第一，2008 年公司洗衣机产品市场占有率排名第二，2009 年市场占有率被荣事达超过，排名第三。出口方面，小天鹅洗衣机出口至 80 多个国家和地区。

2008 年美的电器成为小天鹅公司控股股东后，专注主业，大力发展小天鹅的洗衣机业务，作为其实现“跻身国际白色家电行业前五位”的战略目标中的重要一步。在明确“以洗为主，做大做强洗衣机主业”的发展战略后，着手处置非核心资产及业务。未来洗衣机业务有望持续快速增长。

从盈利角度看：

2008 年公司外部环境发生了重大变化, 原材料价格剧烈波动、人民币升值及全球金融危机对整个洗衣机行业的影响较大, 公司 2008 年全年实现主营业务收入 42.92 亿元, 同比减少 14.15%。此外, 公司处理“退城进园”过程中员工劳动关系发生费用 6,000 多万元, 加上一次性收益同比减少近 2 亿元, 导致公司 2008 年整体业绩大幅下降, 实现净利润 2,501 万元, 归属于母公司股东的净利润 4,004 万元。

但是 2009 年, 随着公司整合逐步到位, 迅速摆脱前期徘徊局面, 销售收入逐步企稳回升, 盈利能力也有很大提高。09 年归属于母公司净利润为 2.22 亿, 同比增长 455%, 对应 EPS0.41 元。扣除非经常性损益后净利润为 1.49 亿, 同比增长 70%, 对应 EPS0.27 元。当年最大的非经常性损益的项目是营业外收入 9905 万元, 其中搬迁补偿 6500 万元, 另外有部分固定资产清理收入。在考虑大额非经常性损益的同时, 我们也关注到公司四季度大幅计提减值准备 10,294 万元(其中为坏帐准备计提 8,861 万元, 为固定资产减值计提 1470 万元)影响当前 EPS 0.19 元。同时把以上干扰因素去除, 本年销售净利润率在 5%左右, 整体盈利能力明显提升。(详见本报告第 10 部分, 最近一期年报分析)。

4.1 技术优势造就品牌价值, 占据行业领先地位

(1) 优质的产品品质为小天鹅赢得了口碑, 形成了出色的品牌优势。

作为最早一批家电业的“驰名商标”, 小天鹅已经成为一个家喻户晓的洗衣机品牌。在 2008 (首届) 洗衣机产业年会上, 小天鹅品牌荣获“2008 年中国洗衣机市场表现最佳品牌”、“洗净技术创新品牌”、“外观设计创新品牌”和“最具竞争力洗衣机品牌”四项大奖。2009 年“小天鹅品牌”再次荣获美国读者文摘“信誉品牌金奖”。同年又以 131.06 亿元品牌价值蝉联中国最有价值品牌排行榜。

(2) 坚持不懈的自主研发、技术创新铸就了小天鹅持续经营的核心竞争力。

小天鹅是世界上极少数能同时制造全自动波轮、滚筒、搅拌式全种类洗衣机的全球第三大洗衣机制造商。近 30 年的发展历程, 小天鹅积累了很好的技术优势。1979 年研制出国内第一台洗衣机; 1981 年研制出国内第一台全自动洗衣机; 1995 年研发出国产第一台微电脑控制的洗衣机。持续的技术创新是小天鹅保持领先地位的核心因素。

近些年随着技术的进步和社会发展的需求, 开发的产品向着节能化、环保化、健康化、智能化的方向发展, “变频洗衣机”、“水魔方洗衣机”、“滚筒洗衣机”等高科技产品应运而生, 获得了市场的认可。继“衣诺”滚筒洗衣机在 2008 中国家电博览会上荣获节能奖和环保奖两项大奖后, 小天鹅 HIMALAYAS 滚筒洗衣机, 荣获国家知识产权局颁发的 2009 创新盛典“自主创新设计”大奖。

2010 年小天鹅重磅推出的“ZEN 纯臻”系列洗衣机以 1.25 的至高洗净比, 突破小天鹅衣诺品牌原有 1.18 高洗净比, 再次树立了洗净技术新标杆。高洗

净技术主要通过小天鹅独有的 ATC 全时净态洗涤三大科技，这也成为了小天鹅冲击高端滚筒洗衣机市场的重要筹码之一：“静态眼”系统可以通过光感技术，监测水体浑浊度，精确掌控漂洗次数，使漂洗阶段更高效、更节能；“雾态净”系统，能够利用水雾，渗透至衣物纤维，进行深层洁净，清除残留洗涤剂 and 灰尘，使衣服更洁净、更健康；其独特的翼式提举筋，有效提升衣物洗涤高度，使水流更强，洗涤更均匀、更干净。

同期，小天鹅最新研发的物联网洗衣机也通过了美国国家智能电网的相关项目测试，进驻 2010 上海世博会与全球游客见面，并已开始登陆美国，在全球范围内率先掀起物联网洗衣机的实际应用。据了解，新型物联洗衣机能通过电脑、移动终端等设备，实现洗衣机的远程控制、同时还能实时查询洗衣机的工作状态，通过控制系统返回洗衣机的相关信息。

小天鹅在高洗净、变频节能和智能选择等技术的不断创新，证明了其对技术的不断追求。

（3）通过引进国际先进技术，提高技术创新和研发水平。

正是凭借其卓越的品牌和技术竞争力，小天鹅得以与松下、西门子、东芝、美国通用、意黛喜、伊莱克斯等全球同行展开了广泛的合作。参股公司博西威家用电器有限公司 2009 年实现营业收入 7 亿元，净利润 5176 万元；控股公司小天鹅通用 2009 年实现营业收入 7.4 亿元，净利润 3569 万元。随着与通用合作的不断深入，小天鹅滚筒洗衣机销售美国高端市场 100 万台，占中国出口美国洗衣机的 80%，合作开发的应用于美国智能电网的洗衣机也将于 2010 年进入美国高端市场。国际合作取得直接经济利润的同时，也通过引进国际先进技术，不断提高研发水平，从而形成了持续经营的良性循环。

4.2 小天鹅公司本身的规模优势明显

上佳的品牌价值和良好的技术优势为小天鹅赢得了市场，取得了行业领先的地位。小天鹅连续 5 年保持洗衣机销量国产品牌前三，2009 年在技术含量高的滚筒产品上获取了 7% 的市场份额，位居国产品牌第二的位置。

表 8：2009 年洗衣机总销量排名（单位：万台）

企业	洗衣机销量(万台)	市场份额	企业	滚筒销量(万台)	市场份额
海尔	895	23%	海尔	116	16%
荣事达	340	9%	小天鹅	52	7%
小天鹅	251	6%	合肥三洋	19	3%
合肥三洋	175	4%	美菱	5	1%
美菱	58	1%	荣事达	3	0.4%
其他	2236	57%	其他	521	73%
总计	3953	100%	总计	715	100%

资料来源：产业在线

4.3 在高端洗衣机上的产品优势

表 9：一季度滚筒洗衣机分品牌份额变化（单位：万台）

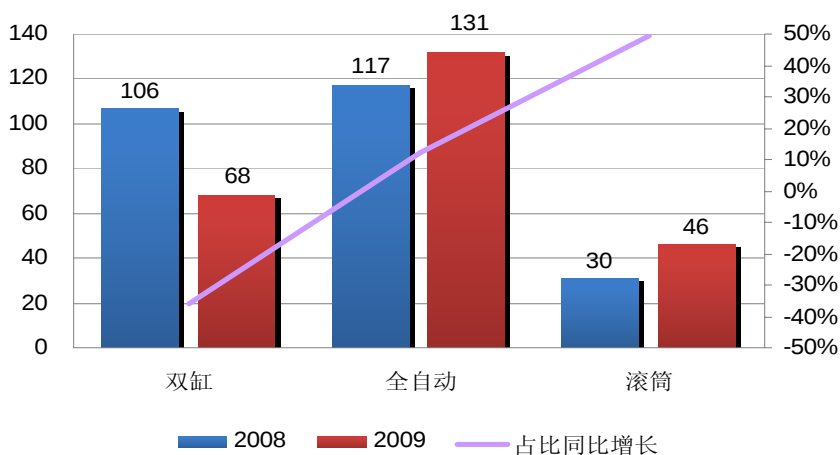
企业	2010 年一季度		2009 年一季度		销量同比	份额同比
	总销量	市场份额	总销量	市场份额	增加	增加
三星	54	23.9%	28	20.6%	91.2%	3.3%
LG	39	17.4%	30	21.6%	33.4%	-4.2%
海尔	34	14.9%	23	17.0%	44.3%	-2.1%
小天鹅	30	13.3%	9	6.7%	226.2%	6.6%
西门子	24	10.5%	19	13.7%	27.1%	-3.1%
金羚	11	5.0%	4	3.0%	172.9%	2.0%
松下	8	3.7%	5	3.9%	55.6%	-0.2%
合肥三洋	7	3.3%	3	1.9%	181.9%	1.4%
惠而浦	3	1.5%	5	3.5%	-31.4%	-2.1%
美菱	0.5	0.2%	2	1.1%	-67.5%	-0.9%
荣事达	0.1	0.1%	1	1.0%	-91.0%	-0.9%
其他	14	6.3%	8	5.9%	76.9%	
总计	226	100.0%	137	100.0%	65.1%	

资料来源：产业在线

凭借其在产品工艺和创新能力上的技术优势，小天鹅针对高技术、高附加值产品进行产品结构调整和市场战略布局，大力提升滚筒、大容量全自动洗衣机等高端产品的市场份额。

在与通用的全面合作中，小天鹅在国际先进的大容量滚筒平台设计、滚筒结构设计、滚筒节能技术、产品品质管理等方面培养了领先的技术能力；对以美国为代表的全球洗衣机市场的发展趋势及要求有了更清晰的认识。小天鹅在高端洗衣机产品上拥有的技术优势是其市场竞争、品牌竞争的核心优势。

图 3：小天鹅洗衣机产品占比（百万，%）



资料来源：公司报告

2009 年公司已完成将双缸洗衣机的生产向成本相对较低的地区转移；双缸洗衣机全年销售量占公司洗衣机总销量的比例由 08 年的 42% 下降到 28%；继续拓宽全自动洗衣机，完善产品宽度，全自动洗衣机全年销售量占公司洗衣机总销量的比例由 08 年的 46% 上升到 54%；滚筒洗衣机向两端延伸产品线，10kg 比弗利高端滚筒洗衣机已在国内上市，取得了很好的市场反应；滚筒洗衣机全年销售量占公司洗衣机总销量大大提升。在产品结构的优化和调整下，拉动公司 2009 年整体毛利率实现由 2008 年的 18.58% 提升到 23.42%。

去年下半年投资 6 亿元的小天鹅新区工业园正式落成使用（后又宣布后续投资金额 1 亿元）。规化目标为波轮全自动生产线扩大至 10 条，可达 500 万台高端波轮全自动洗衣机生产能力；同时，整合国际顶尖滚筒洗衣专用生产设备，达年产 300 万滚筒洗衣机（含干衣机）的生产能力。2009 年下半年又宣布后续投资金额 1 亿元。计划全部实施完成后，产能扩大至原有产能 4 倍。新区工业园将作为小天鹅未来重要的洗衣机生产基地，主要生产面向全球市场的高端滚筒和波轮洗衣机，为结构调整后大规模销售提供充足生产能力支持。

2010 年 5 月，去年 10 月竣工的小天鹅新工业园实验室仅用 3 个月时间就通过了世界权威 VDE 认证，标志着公司技术工艺已达到国际领先水平。

5、控股股东美的电器：综合实力雄厚

美的电器作为国内白色家电龙头企业之一，于 2007 年初确定了依靠内生式发展和外延式扩张并举，力争实现“跻身国际白色家电行业前五位”的战略目标。

2008 年“中国最有价值品牌排行榜”在美国发布，“美的”以 412.08 亿元的品牌价值跻身前六强。

5.1 超强的行业地位和不可比拟的规模优势

得益于行业的良性发展，家电龙头美的电器拥有超强的行业地位和无可比拟的规模优势。2009 年美的电器实现营业收入 472.8 亿元，净利润 25.1 亿元。作为国内白色家电龙头企业之一，美的电器在 2007 年初就确定了依靠内生式发展和外延式扩张并举，力争实现“跻身国际白色家电行业前五位”的战略目标。目前已经形成了以空调业务为主，覆盖压缩机、冰箱和洗衣机的多元白电布局，形成了较为完整的白色家电产业链。

表 10: 美的电器销售收入增长及构成 (单位: 百万元)

分产品	主 营 收 入 (2009)	收 入 占 比 构 成	营 业 收 入 比 同 比	主 营 收 入 (2008)	收 入 占 比 构 成
空调及其零部件	32,039	68%	-3.21%	33,102	73%
冰箱及其零部件	6,313	13%	25.78%	5,019	11%
洗衣机及其零部件	5,965	13%	41.46%	4,217	9%
其他	2,961	6%	-0.55%	2,977	7%
合计	47,278	100%	4.33%	45,315	100%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

近年来, 美的电器主营业务取得持续稳定发展:

空调方面: 近三年产品销售保持强劲增长势头, 根据产业在线数据, 2008 年度家用空调产品市场占有率为 21.97%, 行业排名第二。2008 年空调业务实现收入 307.51 亿元, 同比增长 22.62%。

压缩机方面: 空调压缩机国内第一、全球第三的市场地位得以巩固, 2008 年实现收入 23.49 亿元。

洗衣机方面: 2008 年各产品合并市场占有率为 13.69%, 行业排名第二, 实现收入 42.17 亿元, 同比增长 136.79%。

冰箱方面: 2008 年市场占有率为 9.02%, 行业排名第三, 实现收入 50.14 亿元, 同比增长 36.25%。

2009 年后, 公司在各个细分产品上竞争能力进一步加强。具体表现如下表:

表 11: 美的电器分产品行业地位

产品	家用空调	空调压缩机	中央空调	洗衣机	冰箱
市场份额	21.97%	17%	8%	18%	11%
行业排名	第二	第一	第二	第二	第三

资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

在国内家电行业集中度持续提高的背景下, 龙头企业纷纷开始抢占市场份额。得益于灵活的机制和持续的变革, 美的过去 3 年营业收入和净利润复合增长率分别为 24%和 30%, 保持了较快的增长速度, 形成了较强的规模优势。行业龙头地位给美的带来了不可比拟的竞争优势, 主要表现在:

1. 规模效应。行业龙头地位一旦确立, 一方面挤压了竞争对手, 另一方面, 通过集中采购降低采购成本, 通过大销售量摊薄固定成本, 降低单位成本。
2. 话语权增加。行业影响产生后, 渠道对公司支持的积极性增加, 提高了上下游谈判能力。

3. 能够参与各种标准制定。

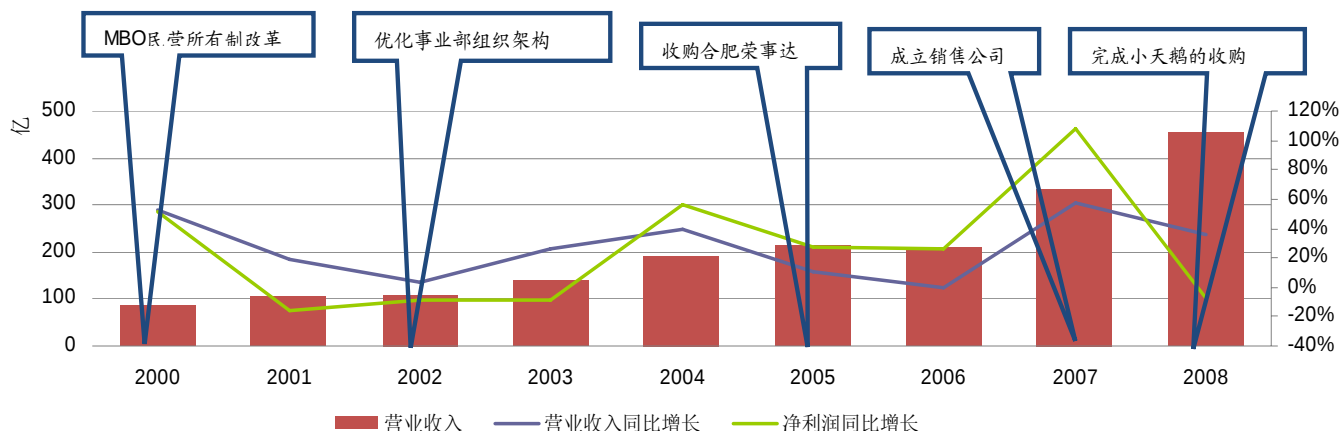
4. 社会影响力。政府、银行、媒体等外围的态度也得到改善，社会影响力大大提升。

5.2 高效灵活的组织机制，较为完善的管理体系

(1) 勤于学习和变革，不断健全现代经营管理体系

美的明晰的民营控股股权结构给予了其先天性相对灵活的组织机制。在压力与机遇并存的挑战下，美的较好的把握了每个历史时机，通过不断的学习和变革顺应了时代的发展，实现自身的飞跃。

图 4：美的电器积极推进组织与机制创新与转型



资料来源：产业在线

从最早 1993 年股份制改革到 2000 年民营所有制改革，再到 2009 年实际控股人退出董事局，美的在灵活、持续的变革中建立健全了职业经理人管理机制。所有权与经营权的分离和“去家族化”的不断深入意味着发展多年的现代经营管理体系已基本稳定和成熟，降低了公司长期发展的经营风险。

(2) 组织结构解决资源整合与策略协同

美的是行业内最早一批进行事业部制改革的家电公司，经过十多年的变革和完善已经成为其组织结构的一大特色。随着多元化进程的不断深入，公司在去年开始尝试通过矩阵式组织解决跨事业部之间的资源整合与策略协同问题。去年 11 月以来，美的全国 60 家分公司陆续召开了渠道整合大会，冰洗空三大品类、四个品牌全部参与整合，拉开了矩阵式变革的序幕。

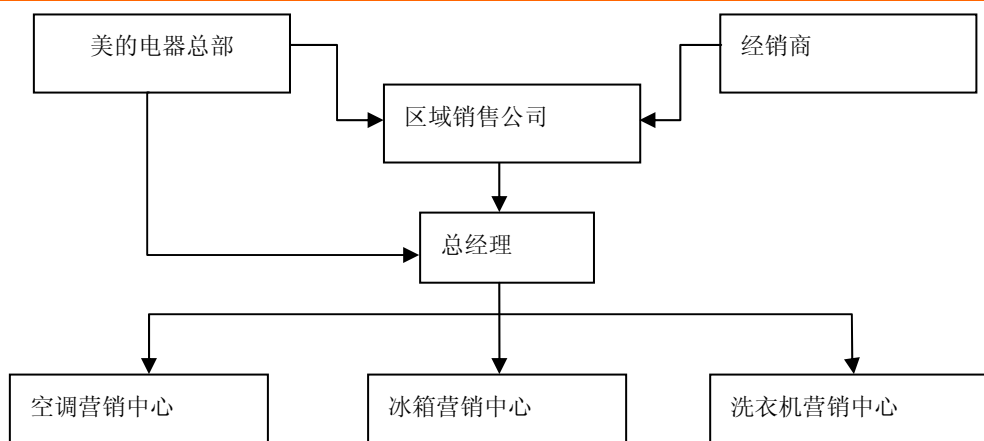
此次组织改革主要是对营销团队、销售架构、经销代理商体系等资源进行整合。减少经营主体过多带来的资源内耗和投资分散。整合的效益将会明显减少渠道成本，并利用美的空调在三、四级城市庞大的渠道加强各品牌对农村市场的渗透，为美的系家电产品在三四级市场竞争赢得了优势。

5.3 强大的渠道优势和迅捷的市场响应速度

美的在国内外家电产品市场，尤其是空调市场拥有强大的渠道优势。2009年成立中国营销总部，推动内销整合；成立国际事业部，推动外销整合。深耕细作的营销渠道已成为美的电器的又一核心优势。

美的销售公司制变革始于2007年，继空调销售公司实体化运行完成后，2009年美的基本完成了冰箱、洗衣机营销中心与空调营销平台和资源的整合。

图 5：美的电器积极推进组织与机制创新与转型



资料来源：公司资料、中投证券研究所

销售公司制将原有的区域营销中心进行公司化运作，通过市场化运作提高销售公司的自主经营权，授予销售公司更多的决策权，加快市场反应；取消原有的二级代理，缩短产业价值链，减少成本消耗。

另一方面，美的总部保留了对销售公司管理层的人事考核和任免权，由公司营销总部统一制定营销战略，增强了美的对渠道的控制力。

美的大力度丰富渠道数据。拓展三、四级市场，开发乡镇网点，加强营销渠道的协同性。2009年公司国内零售网点超过3万家，完成近8000家专卖店的建设。海外市场上初步构建了东盟管理架构体系，明确了东盟品牌营销为主的发展模式与发展规划。

6、美的电器对洗衣机业务的整合决心和整合能力毋庸置疑

6.1 美的对小天鹅的战略定位

2008年美的以16.8亿元高价收购小天鹅24%的股权，在小天鹅资产负债表下形成了13.26亿元的商誉。美的入主小天鹅后，无论是从正面的一系列资

产重组动作还是从侧面高层对小天鹅的关注，都反映出对小天鹅的重视。

市场上普遍预期美的在 2010 年才会着手小天鹅和荣事达的资产整合，美的和小天鹅在 09 年 10 月就对外宣布实施资产注入方案，此次资产注入的时间点远早于预期。价格上，以 2009 年 9 月 30 日为基准日，此次拟转让股权的公司账面净资产为 9.52 亿元，69.47%的股权对应的账面净资产为 6.62 亿元。本次交易价格的评估值为 7.3 亿元，增值幅度为 10.66%，剔除标的公司土地使用权增值后，几乎没有太多的溢价。从侧面表明了美的对小天鹅整合的全局落脚点。

所有整合的出发点和落脚点都是围绕“小天鹅”品牌，彰显出公司做大做强洗衣机业务的决心，谋求白电制造商霸主地位的雄心。美的电器一直致力于成为全球综合性白色家电制造巨头，此番大动作资产重组，势头直指行业龙头海尔，两强争霸的格局已经出现。

美的早期提出“352”战略，（即：集中优势资源，以规模成长为导向，以产品力与运营效率提升为核心，在实现规模突破的同时推动产研销流程的进一步优化，加速推动行业重组与整合，实现稳健经营与跨越发展、做大做强冰洗产业，用三到五年时间进入行业前两强。）小天鹅无疑成为美的系白家电产业链战略部署中重要一环，相信后期美的会不断加大对小天鹅的支持。

6.2 成功整合华凌和荣事达的经验

我们前面已经讨论过美的善于变革的灵活机制是其竞争优势之一。美的选择了多元化发展的路线，从来都不缺乏资源和品牌的整合的经验。

2004 年美的成功收购华凌集团；2006 年美的又完成对合肥荣事达的股权控股。经美的电器收购整合后，凭借其管理输出、经验嫁接和资源共享，促成荣事达洗衣机业务取得了内涵式增长。美的成功整合荣事达洗衣机的经验对此次小天鹅的资源和产品整合不无裨益。

7、资产重组实现资源整合，强化核心竞争力

7.1 双方优势互补，取长补短，核心竞争力凸显

我们前文分析了小天鹅在“品牌知名度”和“领先高端技术”方面拥有竞争优势，其相对弱势在“营销和管理”。而“强大的营销优势”和“高效灵活的管理机制”正是美的的经营优势。美的对小天鹅整合完成后能够互补有无，产生 1+1>2 的效果：以小天鹅为洗衣机平台激发美的系在洗衣机市场的竞争力；借助美的的管理优势和资源平台，小天鹅原有的技术竞争力得到加强和补充，凸显了核心竞争力。

7.2 分享美的卓越的管理优势

小天鹅已开始实行以绩效考核成为导向的严格、高效的运营模式。美的灵活的管理机制无疑可以帮助小天鹅摆脱原有保守沉闷的国企作风，更加适应高度竞争的家电行业。小天鹅同样也受益于美的清晰的战略规划和成熟的治理结构。

美的在管理以及渠道上长期积累的优势和经验已经开始逐步向小天鹅进行渗透。销售费用率上看，由于近几年美的加大在渠道和销售上的投入，销售费用率呈上涨趋势。受益于美的渠道和品牌的溢出效应，小天鹅销售费用率在 08 年后开始递减。

美的 08 年入主小天鹅后，前期人员和组织的融合造成 08 年小天鹅销售的年管理不足和高额的管理费用。在度过磨合期后，09 年小天鹅管理费用上出现明显改善。尽管如此，相比美的不足 4% 的管理费用率，小天鹅在管理费用上仍有较大的改善空间。

10 年一季度公司毛利率为 16.3%，比去年大幅降低 2.7 个百分点。主要原因是去年下半年开始原材料价格上涨以及渠道变革带来定价机制的转变。按照新渠道定价，小天鹅融入美的制冷营销渠道后，将营销活动交给销售公司，相应降低售价。我们把两者结合起来看，“毛利率-销售费用率”同比还是上升的，从去年一季度的 7.0% 提升到今年的 10.1%，提升了 3.1 个百分点。另外，市场目前非常担心原材料价格上涨影响公司产品毛利率，经过调研，此项影响比较有限，公司通过大规模的产品梳理，高毛利的产品更多，特别是滚筒比例大幅提升，有效地应对了原材料上涨压力。同时，随着美的对小天鹅整合的深入，效益逐渐体现，从联合采购，加强招标，到公司内部挖潜，收入带动的规模效应，这些保证了公司的高毛利率能够持续。

7.3 受益于美的强大营销平台和渠道优势

此前，小天鹅洗衣机的市场主要集中在一、二级市场，渠道资源并不丰富。美的则拥有较强的渠道优势，特别是在农村市场，仅在农村三、四级市场拥有的专卖店就超过 3000 家。目前拥有超过 3 万家零售网点和 8000 家专卖店。

随着美的冰洗空渠道的资源整合推进，对洗衣机销售拉动较大，冰洗销售增长明显，规模效应也会逐步显现。去年以来，小天鹅已经开始陆续进入多家美的空调零售网点，公司产品由统一销售公司打理。截止 09 年底进店数量约为 13000 家，未来两年，冰洗将在空调 3 万多个渠道完成铺货，还有较大拓展空间，未来渠道拓展和产能扩充会彼此呼应，确保产品快速增长。2010 年农村市场将是国内家电需求最主要的推动力，相信在资产整合完成后，这一效应会加大，小天鹅的销售渠道有望实现快速增长。

借助美的海外广阔的合作平台，小天鹅与欧美高端市场客户的合作不断加深，海外业务已取得突破性发展。美的家电出口国内全行业第一，小天鹅在出

口方面的增长有较大的提升空间。2009 年小天鹅滚筒洗衣机销售美国高端市场 100 万台，占中国出口美国洗衣机的 80%。随着营销平台整合的进一步深入，还将进一步拓展东南亚、南非、拉美等海外洗衣机市场，并开始向欧盟市场进军。

7.4 产品结构优势互补，合理规划产业布局

完成资产重组后的小天鹅，不仅拥有原有品牌的竞争优势，更能够整合子公司资源，立足洗衣机产业进行全局性布局，区位优势。为发挥地理区域优势，除无锡本部外，公司在荆州和合肥将拥有洗衣机制造基地，形成无锡、合肥和荆州三大基地的产业布局。

洗衣机业务是美的电器未来发展的重点。此前控股股东美的电器洗衣机业务的三个品牌中，“荣事达”定位于低端市场，“小天鹅”和“美的”定位于中高端市场。此轮重组后，三个洗衣机品牌将齐聚在小天鹅旗下。由于“美的”品牌推广时间不长，市场基础尚待充实，因此“小天鹅”必然将作为发展中高端市场核心品牌的主打产品。

另一方面，入主荣事达后，将有利于集团公司根据不同市场定位对资源进行战略规划部署。小天鹅原有的洗衣机业务着重于滚筒洗衣机的高端市场，而荣事达洗衣设备专业生产波轮洗衣机。并购完成后，小天鹅产品将实现涵盖高中低端市场，极大丰富业务产品线，扩大市场宽度。

表 12：国内主要洗衣机厂商波轮、滚筒销量对比

波轮销售	2009	2008	同比	2009 份额	2008 份额	2010 年 一季度	2009 年一 季度	同比
海尔	778	758	2.60%	24.00%	24.90%	228	191	19.30%
荣事达	337	255	32.10%	10.40%	8.40%	119	60	98.00%
小天鹅	199	221	-10.00%	6.10%	7.20%	80	50	59.80%
合肥三洋	156	83	87.40%	4.80%	2.70%	51	36	44.40%
美菱	52	46	12.20%	1.60%	1.50%	12	14	-10.60%
TCL	44	53	-17.10%	1.40%	1.70%	12	8	44.90%
其他	1673	1633	2.40%	51.60%	53.50%	418	407	2.70%
总计	3239	3050	6.20%	100.00%	100.00%	920	765	20.20%
滚筒销售	2009	2008	同比	2009 份额	2008 份额	2010 年 一季度	2009 年一 季度	同比
海尔	116	125	-6.80%	16.30%	17.80%	34	23	44.30%
小天鹅	52	34	53.80%	7.20%	4.80%	30	9	226.20%
合肥三洋	19	5	317.80%	2.60%	0.60%	7	3	181.90%
美菱	5	10	-48.10%	0.70%	1.40%	1	2	-67.50%
荣事达	3	3	-24.60%	0.40%	0.50%	0.1	1	-91.00%
其他	519	523	-0.60%	72.80%	74.80%	154	99	56.10%
总计	714	699	2.20%	100.00%	100.00%	226	137	65.10%

资料来源：产业在线

从销售结构上看，荣事达和小天鹅在出口和内销上的优势能够形成很好的市场互补。出口量上，小天鹅与荣事达份额相加已经与海尔份额相当；内销上，二者相加后也形成了赶超海尔的势头。

8、整合已经获重大进展，成效已开始显现

8.1 清理附业，聚焦洗衣机主业

2009 年，公司完成了宁波新乐电器、宁波小天鹅电器、小天鹅精密铸造、小天鹅陶瓷和小天鹅荆州电器公司的股权转让；完成了小天鹅东芝、小天鹅帕莱玛公司的关闭清算；完成了对小天鹅（荆州）三金电器有限公司的股权增持，公司对三金的持股比例由 57.48% 增加到 100%。2009 年 10 月，公司启动了收购合肥荣事达洗衣设备制造有限公司 69.47% 股权的重大资产重组项目。一系列的资产清理与整合，明晰了洗衣机主业并解决了与控股股东美的的同业竞争问题，提升资产规模。

2009 年小天鹅洗衣机主业经过 08 年内忧外患混乱带来负增长，实现 38.3 亿收入，同比增长 32%，其中下半年同比增长 58%。2010 年 1、2 月小天鹅洗衣机销量同比增长 94% 和 70%，荣事达洗衣机同比增长 138% 和 111%，增速远高于行业平均水平以及主要竞争对手海尔的增速，增长势头迅猛。

此外，公司积极变革组织结构以顺应产品结构调整。整合了研发、财务、供应等职能部门，成立了滚筒洗衣机公司和全自动洗衣机公司两个内部产品公司，对内独立核算，独立承担经营责任。同时，经营权力下放至各产品公司，公司职能部门逐步向服务、支持、监控职能转变，产品公司由原来的成本中心转变为利润中心。通过培养和提高各产品公司面向市场的能力，为滚筒和全自动洗衣机产品将来的发展提供了支持。

10 年一季度，小天鹅实现营业收入 16.6 亿元，创历史新高，相比 09 年同比增长 70.6%，如果扣除去年冰箱业务数据，同比增长超过 90%，公司正朝着行业第一集团军的位置进军。应该说公司的收入增长并没有收到房地产行业的太大影响，增长更多地来源于洗衣机消费迅速向滚筒升级，而公司加强主观能动性，抢占了较多的市场份额，未来小天鹅在滚筒上的优势仍将延续。

今年 3 月起，美的率先在全国范围内启动滚筒降价普及，高调争夺高端洗衣机市场份额，推出的逸尚、乐尚等 20 多款产品，最低价格仅 1499 元，打破滚筒行业长期坚持的“价格坚冰”。五一期间，美的滚筒销量占比超过 30% 以上，并在多个卖场进入销量排行前三，美的洗衣机整体销量同比增长超过 200%。在美的滚筒降价的带动下，小天鹅滚筒和高端波轮产品销售全线飘红，全国销量同比增长超过 60%，个别区域达到 70% 以上，活动期间总销量突破 20 万台，销量处于行业领先地位，其中滚筒销量同比翻番，新品比例接近 50%，产品结构进一步改善。

针对近期市场上表现出对美的、小天鹅引发“价格战”可能带来利润下降的

担忧，我们在于公司沟通后认为这种担忧并无必要。洗衣机是为了抢夺滚筒市场份额，在消费升级的机会上争取主动，这些并不会长期持续。从销量上看，拉动效应明显。这一切都是在公司可以控制的范围内进行的，是理性的，有节制的，能够适时调整的。美的系洗衣机市场份额还处在“坐二望一”的地位，可以能够通过抢占份额来超越行业。

自 2008 年小天鹅完成股权转让手续，美的电器正式入主小天鹅。其后一系列针对小天鹅清理非主营业务、明晰洗衣机主业的股权整合和资产重组一直从未间断。2009 年 10 月，公司启动了收购合肥荣事达洗衣设备制造有限公司的重大资产重组项目，协议以 8.63 元/股向美的发行 8483 万股，收购荣事达洗衣设备 9414.5 万美元股权。美的电器旗下的两个洗衣机品牌——荣事达洗衣机和美的洗衣机，划拨给小天鹅后美的将不再经营洗衣机产品。

经过一系列的清理与整合，基本解决了小天鹅与控股股东美的电器之前的同业竞争问题，剥离了冰箱等非主业资产，明晰洗衣机主业，专注于洗衣机业务的拓展，贯彻了公司“以洗为主，做强做大”的发展战略。打消了此前对美的整合小天鹅资产能力的种种疑虑，理顺产权结构也为以后洗衣机业务的发展扫清了股权屏障。

表 13：小天鹅主营业务收入结构

主营业务分行业情况 / 单位：(人民币) 万元				
分行业	营业收入	营业收入比上年增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率比上年增减 (%)
家电行业	410,052	3.56%	24.35%	4.98%
其他	27,472	-17.61%	9.49%	0.35%
分产品情况				
洗衣机	383,060	32.16%	25.21%	4.55%
冰箱	17,951	-71.07%	-9.56%	-25.35%
其他产品	9,041	-79.47%	55.45%	39.47%

资料来源：产业在线

经过 2008 年内部人员调整和组织调整，美的和小天鹅之间的已经度过磨合期。随着人员到位，人心归顺，09 年四季度起小天鹅业绩已开始发力，美的带给小天鹅的整合效应已显现。受金融危机以及内部调整混乱的影响，2007 年开始小天鹅销售收入一直不尽人意。

09 年小天鹅剥离冰箱业务，并将低端洗衣机市场份额转移给荣事达。尽管对收入有所冲击，三季度营业收入首次恢复正增长，四季度 68% 的同比增长，10 年一季度更是实现 71% 的高增长。

凭借美的对荣事达的整合经验以及灵活高效的管理机制，其对小天鹅的整合成功率较高。预计今年上半年完成荣事达洗衣设备的资产注入，届时美的系将完成洗衣机业务的整合，预期业绩的释放将主要体现 2010 年下半年至未来 2-3 年，洗衣机业务销量增速继续维持 30% 以上的高位。

8.2 迅速做大做强，强化规模优势

借助美的规模优势，小天鹅已开始通过美的平台进行集中采购，大大降低了采购成本，提高经营毛利率。荣事达资产注入后，公司能够在采购、研发、物流、营销渠道等方面实现资源共享，优惠获取原料，广泛拓展销售，从而提高经营效率，降低整体营运成本并提升洗衣机业务的综合技术实力。

目前荣事达洗衣设备拥有 8 条生产线，年产能 800 万台。2009 年荣事达洗衣设备生产洗衣机 353.8 万台，销售 339.5 万台，内销份额由 8.1% 上升至 10.5%，跃居行业第二，总销量份额 8.6%，行业排名第二。公司中高端品牌小天鹅洗衣机产品 2009 年内销量份额为 7.6%，排名行业第三，总销量份额 6.3%，行业排名第三。合计份额已经大大缩小同海尔的差距。

表 14： 2008、2009 主要国内洗衣机厂商产销量对比

品牌	销量 (万台)				
	2009 年	2008 年	销量同比	2009 份额	2008 份额
海尔	894.6	883	1%	22.6%	23.60%
荣事达	339.5	258.5	31%	8.6%	6.90%
小天鹅	250.5	254.4	-2%	6.3%	6.80%
合肥三洋	175.1	87.9	99%	4.4%	2.30%
美菱	57.8	59.1	-2%	1.5%	1.60%
TCL	43.7	52.8	-17%	1.1%	1.40%
其他	2192.1	2152.8	2%	55.4%	57.40%
总计	3953.3	3748.5	5%	100.0%	100.00%

资料来源：产业在线

表 15： 2010、2009 一季度销量对比

企业	2010 年一季度		2009 年一季度		销量同比增	份额同比增
	总销量	市场份额	总销量	市场份额	长	加
海尔	261	22.8%	214	23.8%	22.0%	-0.9%
荣事达	119	10.4%	61	6.8%	93.8%	3.6%
小天鹅	110	9.6%	59	6.6%	85.6%	3.0%
松下	76	6.6%	71	7.8%	7.4%	-1.2%
LG	67	5.8%	50	5.6%	32.6%	0.2%
合肥三洋	59	5.1%	38	4.2%	53.9%	0.9%
其他	454	39.6%	408	45.2%	11.3%	
总计	1146	100.0%	902	100.0%	27.0%	

资料来源：产业在线

2010 年一季度，荣事达和小天鹅以远超行业平均的水平增长。各种利好条件下，二者都将处在一个良好的上升通道中。

如果荣事达与小天鹅的顺利完成资产注入,将对小天鹅的生产及销售规模将得到大幅提升,显著拉开与其他品牌的差距,牢牢占据行业第二名的位置的同时,也缩小与海尔的差距,产生显著的规模效应。而在传统性家电行业中,拥有众多厂商的洗衣机行业竞争日益激烈,行业整合加速,品牌集中度保持高位运行。规模优势逐渐成为决定成败的关键。

首先, 家电行业受原材料价格上升的困扰,在成本压力下企业的市场规模优势和品牌优势在上下游议价能力上得到了充分的体现。小天鹅与荣事达强强联合,一方面牢固了其市场占有率,形成对行业内二、三线品牌的挤压,并具备与行业龙头海尔一争高下的能力;另一方面,通过集中采购降低采购成本,增强与上游的谈判能力,规避价格变动、汇率变动和通货膨胀的风险。

其次,规模效应带来的成本优势还体现在通过摊薄固定成本,降低单位成本,同时通过集中采购,必将在一定程度上降低公司的成本,提高毛利率。荣事达洗衣设备在美的电器的管理下,供应链管理能力和水平持续完善和提升,以确保满足大规模制造需求日益提高的交货期、品质保障能力。其统一的供应链管理平台(SCM),为整合后大规模生产和销售提供了保障。

再次,一旦整合完成,规模效应形成后,外围经营环境,包括政府、银行以及媒体等态度也将会得到改善。当规模优势在市场上得到需求相应后,对下游渠道也会产生压力,迫使其更积极配合,在渠道日益强势的背景下占据主动地位。

9、最近一期季报(2010年1季报)简要介绍

公司2010年1季度洗衣机销售收入继续高速增长。当季实现营业收入16.6亿元,创出历史新高,相比09年同比增长70.6%,如果扣除去年冰箱业务数据,本年洗衣机实际增长超过90%,公司正朝着行业第一集团军的位置进军。公司的收入增长并没有受到房地产行业的太大影响,增长一方面来源于洗衣机消费迅速向滚筒升级,另一方面通过加强主观能动,抢占了较多市场份额。其中美的冰洗空调渠道整合推进,对公司的洗衣机销售拉动较大。去年以来,小天鹅洗衣机全面并入空调销售渠道,公司产品由统一的销售公司打理。未来2年,洗衣机将在空调3万多个渠道完成铺货,还有很大得拓展空间。

当季实现EPS0.14元,略超预期。本季度归属于母公司净利润为0.78亿,同比增长81%,单季EPS0.14元,略超预期,其中坏帐准备冲回1300万,对本季利润也有贡献。

毛利率下降事出有因,综合盈利水平提高,本季销售净利润率达到5.1%,大幅提高1.5个百分点。本季毛利率为16.3%,比去年大幅降低2.7个百分点。但是我们同时注意到公司销售费用率从去年同期的12.1%下降到本年的6.3%,其主要原因是本年公司进行了渠道改革,大量融入美的的制冷营销渠道。我们把两者结合起来看,“毛利率-销售费用率”同比还是上升的,从去年一季度的7.0%提升到今年的10.1%,提升了3.1个百分点。另外,市场目前非常担心原材料价格上升影响公司产品毛利率,经过调研,此项影响比较有限,公司通过大规模的产品梳理,高毛利的产品更多,特别是滚筒比例大幅提升,有效地应

对了原材料上涨压力。同时，随着美的对小天鹅整合的深入，效益逐渐体现，从联合采购，加强招标，到公司内部挖潜，收入带动的规模效应，这些保证了公司的高毛利率能够持续。

对于市场担心的价格战，公司主要是为了抢夺滚筒市场份额，在消费升级的机会上争取主动，这些并不会长期持续。更重要的是：这一切都是在公司可以控制的范围内进行的，是理性的，有节制的，能够适时调整的。

9.1 损益 10Q1/09Q1 对比

表 16: 损益表对比

科目(单位: 百万)	2010Q1	2009Q1	同比
一、营业总收入	1,662	974	70.6%
营业收入增长率			
二、营业总成本	1,563	955	63.6%
其中: 营业成本	1,391	788	76.4%
毛利率(简单测算)	16.3%	19.1%	-2.7%
营业税金及附加	5	7	
销售费用	104	118	-11.5%
销售费用率	6.3%	12.1%	-5.8%
管理费用	77	41	88.2%
管理费用率	4.6%	4.2%	0.4%
财务费用	-1	1	
资产减值损失	-13	0	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	1.3	11	
三、营业利润	101	29	243.7%
加: 营业外收入	3	17	-83.6%
减: 营业外支出	3	3	
四、利润总额	100	43	130.5%
减: 所得税费用	15	8	88.0%
综合所得税率	15.2%	18.7%	-3.4%
五、净利润	85	35	140.2%
净利润率	5.1%	3.6%	1.5%
归属于母公司净利润	78	43	81.8%
少数股东损益	6.5	-7.8	
少数股东损益占比	7.6%	-22.0%	
六、总股本	548	548	
七、按期末股数简单每股收益:	0.14	0.08	
毛利率减销售费用率	10.1%	7.0%	3.1%

资料来源: 中投证券研究所

9.2 销售，净利润分季度列示

考虑到公司销售存在较强季节性，将公司营业收入，净利润分季节特别列示如下：

表 17：营业收入分季度

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	1,662				
	同比增长率	71%				
2009 年	营业收入	974	928	1,015	1,457	4,375
	占全年比例	22.3%	21.2%	23.2%	33.3%	100.0%
	同比增长率	-14%	-28%	2%	68%	2%
2008 年	营业收入	1,138	1,286	1,000	869	4,293
	占全年比例	26.5%	30.0%	23.3%	20.2%	100.0%
	同比增长率	-21%	-7%	-20%	-5%	-14%
2007 年	营业收入	1,448	1,390	1,249	913	5,001
	占全年比例	29.0%	27.8%	25.0%	18.3%	100.0%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

9.3 净利润分季度列示

表 18：利润分季度

	(百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	78.3				
	对应 EPS	0.14				
	同比增长率	79%				
2009 年	普通股利润	43.6	23.8	68.5	86.3	222.2
	占全年比例	19.6%	10.7%	30.8%	38.9%	100.0%
	对应 EPS	0.08	0.04	0.13	0.16	0.41
	同比增长率	32%	-29%	46%	-217%	455%
2008 年	普通股利润	33.2	33.6	46.8	(73.5)	40.0
	占全年比例					
	对应 EPS	0.09	0.06	0.09	-0.13	0.10
	同比增长率	118%	2%	-69%	-156%	-88%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

9.4 09 年 Q3, Q4 利润表分季度列示

表 19: 季度数据比较

科目(单位: 百万)	2009 年 Q4	2008 年 Q4	同比	2009 年 Q3	2008 年 Q3	同比
一、营业总收入	1,457	869	67.8%	1,015	1,000	1.5%
营业收入环比	43.5%					
二、营业总成本	1,410	1,001	41%	938	951	-1%
其中: 营业成本	1,102	706	56%	754	852	-11%
毛利率(简单测算)	24.4%	18.7%	5.7%	25.7%	14.8%	10.9%
营业税金及附加	5	6		4	4	
销售费用	115	167	-31%	151	46	228%
销售费用率	7.9%	19.3%	-11.4%	14.9%	4.6%	10.3%
管理费用	93	108	-14%	27	45	-40%
管理费用率	6.4%	12.4%	-6.1%	2.6%	4.5%	-1.8%
财务费用	-1	-18		0	5	
资产减值损失	96	30		2	0	
加: 公允价值变动收益						
投资收益及其它	-2	14		18	9	
三、营业利润	45	-118	-138%	95	58	65%
加: 营业外收入	87	6	1314%	4	8	-44%
减: 营业外支出	13	7	86%	12	5	142%
四、利润总额	118	-119	-199%	88	60	45%
减: 所得税费用	32	-27	-218%	15	14	5%
综合所得税率	27.1%	22.9%	4.3%	17.0%	23.5%	-6.5%
五、净利润	86	-92	-194%	73	46	57%
净利润率	5.9%	-10.6%		7.2%	4.6%	
归属于母公司净利润	86	-74	-217%	69	47	46%
少数股东损益	0	-18	-100%	4	-1	-803%
六、总股本	548	548		548	548	
七、每股收益:	0.16	-0.13	-218%	0.13	0.09	46%
净利润增长率						

资料来源: 中投证券研究所

10、最近一期年报（2009 年年报）简要介绍

公司 2009 年实现营业收入 43.75 亿，洗衣机占比 88%，主业更加清晰；与 08 年比，同比仅增长 1.9%，但是洗衣机销售增长 32.2%，远高于行业，尤其是 4 季度，销售达到 14.6 亿，同比增长 67.8%，相对 3 季度，环比增长 43.5%；另外本年滚筒业务增长尤其明显，在所有洗衣机中的占比大幅提高；分内外销来看，内销销售旺盛，同比增长 19.5%，出口下滑 25%。

09 年归属于母公司净利润为 2.22 亿，同比增长 455%，对应 EPS0.41 元。扣除非经常性损益后净利润为 1.49 亿，同比增长 70%，对应 EPS0.27 元。09 年最大的非经常性损益的项目是营业外收入 9905 万元，其中搬迁补偿 6500 万元，另外有部分固定资产清理收入。在考虑大额非经常性损益的同时，我们必须关注到公司四季度大幅计提减值准备 10,294 万元（其中为坏帐准备计提 8,861 万元，为固定资产减值计提 1470 万元）影响当前 EPS 0.19 元。充分计提后，公司资产质量得以进一步优化。综合来看，公司实际盈利能力有较大提升。

同时把以上两个干扰因素去除，本年销售净利润率在 5% 左右，相比去年大幅提高，最主要原因是毛利率提升 4.8 个百分点。源于：1. 09 年进行大规模的产品梳理，高毛利的产品更多，特别是滚筒比例大幅提升；2. 09 年原材料价格总体上维持低位，洗衣机行业毛利率较高；3. 去年含有低毛利的冰箱，洗衣机的产品营销也差强人意，09 年也是一个合理的毛利率回归；4. 08 年低毛利的外销比例更高，09 年外销下降 25% 以上。展望未来，随着美的对小天鹅整合的深入，效益逐渐体现，加上滚筒比例的不断提升，未来公司的盈利水平能够稳中有升。

10.1 收入构成及增长对比

表 20：销售收入增长及构成

分产品	2009 年	收入占比 构成	营业收入 比同比	2008 年	收入占比 构成
洗衣机	38.3	88%	32.2%	29.0	68%
冰箱	1.8	4%	-71.1%	6.2	14%
其他产品	0.9	2%	-79.5%	4.4	10%
主营业务产品小计	41.0	94%		39.6	92%
其他业务	2.7	6%	-17.6%	3.3	8%
营业收入	43.8	100%	1.9%	42.9	100%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

09 年公司实现销售收入 43.8 亿，同比仅增长 1.9%，但其中洗衣机增长 32.2%，远高于行业，其中滚筒业务增长尤其明显。尤其是 4 季度，销售达到 14.6 亿，同比增长 67.8%，相对 3 季度，环比增长 43.5%。冰箱业务因为转移到大股东美的电器，因为收入下降很大，未来小天鹅公司将不存在冰箱制造业务。

10.2 09 年内销销售旺盛，同比增长 19.5%

表 21: 销售内外销比例，发展态势

分产品	2009 年	收入占比 构成	营业收入 比同比	2008 年	收入占比 构成
内销	30.5	74%	19.5%	25.5	64%
外销	10.5	26%	-25.3%	14.1	36%
合计	41.0	100%	3.6%	39.6	100%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

10.3 09 年费用率小幅下降

费用方面，09 年销售费用、管理费用分别下降 2%、19%，销售费用率从 11.9% 下降到 11.5%，销售费用率从 5.4% 下降到 4.3%，未来一段时间公司将以冲规模为主，会增加较多的投入，因此收入增长下并不会体现规模效益，费用率应该会保持一个稳中略降的态势。

10.4 09 年 EPS 0.41 元略高于预期，ROE 12.94%

10.5 09 年大量计提拨备，影响当期 EPS 0.19 元，资产质量优化

公司对 2009 年合并会计报表范围内相关资产计提减值准备 10,294 万元，主要为应收账款坏账损失增加 8,861 万元，存货跌价损失减少 38 万元，固定资产减值损失增加 1470 万元，影响当期 EPS 0.19 元。计提后，公司资产质量得以进一步优化。目前公司应收账款的拨备率已经非常高。10.8 公司分配预案：不派现，不送转。主要是积累资金用于滚筒扩产。

10.6 损益 09 年，08 年对比

表 22: 损益表 09、08 年对比

科目(单位: 百万)	2009 年		2008 年	同比
一、营业总收入	4,375		4,293	1.9%
营业收入增长率				
二、营业总成本	4,168		4,314	-3%
其中: 营业成本	3,353		3,495	-4%
毛利率(简单测算)	23.4%		18.6%	4.8%
营业税金及附加	19		18	
销售费用	505		513	-2%
销售费用率	11.5%		11.9%	-0.4%
管理费用	188		233	-19%
管理费用率	4.3%		5.4%	-1.1%
财务费用	1		17	
资产减值损失	103		39	
加: 公允价值变动收益				
投资收益及其它	-7		63	
三、营业利润	200		42	377%
加: 营业外收入	110		22	406%
减: 营业外支出	33		24	35%
四、利润总额	278		40	601%
减: 所得税费用	56		15	283%
综合所得税率	20.1%		36.9%	-16.7%
五、净利润	222		25	786%
净利润率	5.1%		0.6%	
归属于母公司净利润	222		40	455%
少数股东损益	-1		-15	-97%
六、总股本	548		548	
七、每股收益:	0.41		0.07	450%
净利润增长率				

资料来源: 中投证券研究所

11、盈利预测 (不考虑资产整合)

表 23: 盈利预测表 (不考虑资产整合)

科目(单位: 百万元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E
一、营业总收入	5,001	4,293	4,375	6,985
营业收入增长率		-14.2%		59.6%
二、营业总成本	4,859	4,314	4,168	6,503
其中: 营业成本	4,005	3,495	3,353	5,341
综合毛利率(简单测算)	19.9%	18.6%	23.4%	23.5%
营业税金及附加	23	18	19	31
销售费用	593	513	505	777
销售费用率	11.9%	11.9%	11.5%	11.1%
管理费用	167	233	188	301
管理费用率	3.3%	5.4%	4.3%	4.3%
财务费用	52	17	1	2
资产减值损失	20	39	103	50
加: 公允价值变动收益				
投资收益	285	63	-7	16
三、营业利润	427	42	200	498
加: 营业外收入	26	22	110	30
减: 营业外支出	34	24	33	25
四、利润总额	419	40	278	503
减: 所得税费用	72	15	56	92
综合所得税率	17.2%	36.8%	20.1%	18.2%
五、净利润	347	25	222	411
净利润率	6.9%	0.6%	5.1%	5.9%
归属于母公司净利润	333	40	222	403
少数股东损益	14	-15	-1	8
六、总股本	548	548	548	548
七、每股收益	0.61	0.07	0.41	0.74
非经常性损益			0.14	
八、扣除后每股收益			0.27	

资料来源: 中投证券研究所

12、盈利预测和估值(考虑资产整合)

表 24: 盈利预测表 (考虑资产整合)

科目(单位: 百万元)	2008 年	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	4,293	4,375	10,329	12,189
营业收入增长率	-14.2%		136.1%	18.0%
二、营业总成本	4,314	4,168	9,737	11,412
其中: 营业成本	3,495	3,353	8,090	9,483
综合毛利率 (简单测算)	18.6%	23.4%	21.7%	22.2%
营业税金及附加	18	19	34	41
销售费用	513	505	1,176	1,375
销售费用率	11.9%	11.5%	11.4%	11.3%
管理费用	233	188	362	418
管理费用率	5.4%	4.3%	3.5%	3.4%
财务费用	17	1	12	15
资产减值损失	39	103	62	80
加: 公允价值变动收益				
投资收益	63	-7	16	20
三、营业利润	42	200	609	796
加: 营业外收入	22	110	40	45
减: 营业外支出	24	33	35	36
四、利润总额	40	278	614	805
减: 所得税费用	15	56	93	122
综合所得税率	36.8%	20.1%	15.2%	15.2%
五、净利润	25	222	520	683
净利润率	0.6%	5.1%	5.0%	5.6%
归属于母公司净利润	40	222	478	631
少数股东损益	-15	-1	43	52
六、总股本	548	548	631	631
七、每股收益	0.07	0.41	0.76	1.00
非经常性损益		0.14		
八、扣除后每股收益		0.27		

资料来源: 中投证券研究所

如果不考虑资产重组, 预计公司 10 年 EPS 为 0.74 元 (无所谓摊薄),
如果用摊薄的股本去测算, 对应 EPS 约 0.64 元。

如果考虑资产重组, 10 年 EPS 摊薄后能增加 0.12 元, 合计约为 0.76 元, 考虑到公司未来的发展, 小天鹅在美的扶持下, 逐步整合到位后, 将迎来内生性和外延性相结合的跨越式大增长, 未来增长空间较大, 而公司资产注入也在积极推进中, 并无实质性障碍, 整合理顺, 公司 11 年盈利水平将进一步提高, 预计 EPS 能够达到 1.00 元。目前按照公司 10 年 EPS0.76 元 25 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价在 19 元左右, 维持“强烈推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434