

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

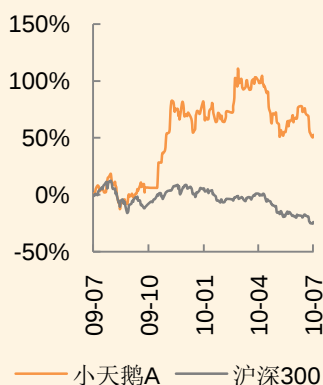
E-Mail: LFY2840@xcsc.com

刘金铨

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: LJB2861@xcsc.com

公司股价最近一年走势:



事件: 2010年7月7日, 小天鹅A (000418) 发布业绩预增公告。

研究要点:

□ 上半年业绩将快速增长

公司预计2010年上半年将实现归属于母公司净利润1.35-1.68亿元, 基本每股收益约为0.25-0.31元, 同比增长100-150%左右。

□ 受益美的渠道整合, 收获颇丰

自2008年美的电器入主小天鹅以来, 整合就未间断。2009年小天鹅剥离了冰箱等非主营业务; 2009年四季度以后, 小天鹅的产品开始进入美的的销售渠道。进入美的渠道后, 公司销售和业绩均产生明显变化。

产品销售方面, 公司借助美的渠道, 改变了原有主打一二级市场的销售策略, 开始在三四级市场逐步铺开。自2009年四季度公司销售收入即体现出渠道整合的成效, 去年四季度和今年一季度, 公司销售收入分别同比增长67.79%和70.63%, 远高于行业同期14.71%和19.44%的增速。随着公司品牌在三四级市场的成熟和认可度的提升, 公司销售收入有望继续保持高速增长。

业绩增长方面, 公司产品进入美的销售渠道后, 费用率出现显著下降, 尤其是今年一季度, 公司期间费用率仅为10.84%, 同比下降5.55个百分点。我们认为费用率的下降有两方面的原因: 一是渠道整合后协同效应及规模效应带来费用率的下降; 二是公司产品进入美的销售公司后, 部分销售费用由销售公司自行承担, 公司通过降低出货价格将此部分费用补还给销售公司。因此净利率的变化更能反映公司业绩增长情况, 一季度公司净利率为5.1%, 同比增加1.42个百分点。渠道整合给公司带来的不仅是销量的增加, 更有盈利能力的提升。

□ 资产整合即将发力, 增厚公司全年业绩

公司拟向控股股东美的电器发行股份购买其持有的荣事达洗衣设备69.74%股权, 这一资产整合已获证监会有条件通过。此次发行股份约8340万股, 发行后总股本为6.31亿股。假如资产整合能在年内完成, 则根据我们测算, 2010年荣事达洗衣设备将为公司贡献约1.17亿元净利润, 按增发后股本, 将增厚公司业绩0.19元。

□ 盈利预测与投资建议

我们对公司资产整合的进程比较乐观, 预计增发将在年内完成, 因此我们对公司的盈利预测包含了荣事达洗衣设备。我们预计公司10-12年按增发后股本摊薄后的EPS分别为0.76元、0.97元和1.22元, 按照7月6日收盘价12.85

元计算，对于 PE 分别为 16.9 倍、13.2 倍和 10.5 倍。荣事达洗衣设备资产的注入将使公司产品涵盖高中低端，产品线的丰富及渠道的完善有利于公司未来几年保持快速增长，我们上调公司评级至“买入”，6-12 个月目标价 16.7 元。

□ 风险提示

原材料剧烈波动的风险；资产整合不能如期进行的风险；

盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4375	9213	11486	14190
增长率 YOY（%）	1.9%	110.6%	24.7%	23.5%
净利润（百万元）	222	477	611	770
增长率 YOY（%）	454.9%	114.9%	28.0%	26.1%
摊薄 EPS（元）	0.35	0.76	0.97	1.22

数据来源：湘财证券研究所

盈利预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2881	5299	6569	8327
现金	852	1482	1799	2610
应收账款	875	1290	1608	1887
其他应收款	25	162	208	258
预付账款	66	221	276	340
存货	440	1222	1529	1885
其他流动资产	622	921	1149	1348
非流动资产	998	991	1006	980
长期投资	144	155	196	196
固定资产	592	587	562	534
无形资产	142	138	140	142
其他非流动资产	120	111	108	108
资产总计	3879	6290	7574	9307
流动负债	1949	3692	4236	5035
短期借款	1	100	100	100
应付账款	1552	2583	3031	3622
其他流动负债	396	1009	1105	1312
非流动负债	15	13	13	12
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	13	13	12
负债合计	1964	3705	4248	5047
少数股东权益	60	170	300	463
股本	548	631	631	631
资本公积	508	508	508	508
留存收益	800	1277	1888	2658
归属母公司股东权益	1855	2416	3027	3797
负债和股东权益	3879	6290	7574	9307

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	139	418	300	733
净利润	222	588	740	933
折旧摊销	61	34	31	31
财务费用	1	-39	-54	-74
投资损失	7	-5	-5	-6
营运资金变动	-174	-519	-604	-340
其他经营现金流	21	360	191	189
投资活动现金流	134	-10	-37	4
资本支出	109	0	0	0

单位:百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4375	9213	11486	14190
营业成本	3353	7380	9185	11320
营业税金及附加	19	46	57	71
营业费用	505	645	816	1008
管理费用	188	442	551	695
财务费用	1	-39	-54	-74
资产减值损失	103	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-7	5	5	6
营业利润	200	729	921	1162
营业外收入	110	25	25	25
营业外支出	33	20	20	20
利润总额	278	734	926	1167
所得税	56	147	185	233
净利润	222	588	740	933
少数股东损益	-0	110	130	163
归属母公司净利润	222	477	611	770
EBITDA	263	724	898	1119
EPS (元)	0.41	0.76	0.97	1.22

单位:百万元

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1.9%	110.6%	24.7%	23.5%
营业利润	377.0%	265.0%	26.2%	26.2%
归属于母公司净利润	454.9%	114.9%	28.0%	26.1%
获利能力				
毛利率(%)	23.4%	19.9%	20.0%	20.2%
净利率(%)	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%
ROE(%)	12.0%	19.8%	20.2%	20.3%
ROIC(%)	19.1%	55.7%	50.3%	57.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.6%	58.9%	56.1%	54.2%
净负债比率(%)	0.05%	2.70%	2.35%	1.98%
流动比率	1.48	1.44	1.55	1.65
速动比率	1.23	1.08	1.16	1.25
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.81	1.66	1.68
应收账款周转率	5	6	6	6

长期投资	14	16	40	-0	应付账款周转率	2.64	3.57	3.27	3.40
其他投资现金流	257	6	3	4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-38	222	53	74	每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.76	0.97	1.22
短期借款	-74	99	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.22	0.66	0.48	1.16
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.94	3.83	4.80	6.02
普通股增加	0	83	0	0	估值比率				
资本公积增加	27	0	0	0	P/E	36.50	16.99	13.27	10.53
其他筹资现金流	8	40	53	74	P/B	4.37	3.36	2.68	2.14
现金净增加额	234	630	316	811					

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。