

分析师： 陈志坚

执业证书编号：

S0490510120018

联系人： 徐 春 (8621) 68751711 xuchun@cjsc.com.cn

增速盈利双低谷，期待四季度迎来业绩拐点

事件描述

小天鹅今日发布了其 2011 年度第三季度财务报告，主要内容为：

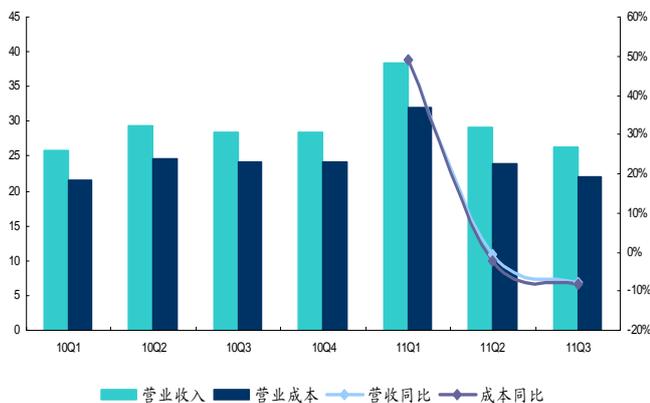
- 公司前三季度实现营业收入 93.65 亿元，同比增长 67.89%；实现归属母公司所有者净利润亿元 4.22 亿元，同比增长 61.58%；前三季度共实现每股收益 0.67 元，其中第三季度实现 EPS 0.22 元；
- 通过对公司重组资产进行追溯调整，公司前三季度营业收入同比增长为 12.16%，归属于母公司所有者净利润同比增长为 9.50%；其中三季度营业收入同比下滑 7.79%；归属于母公司所有者净利润同比增长 3.69%；
- 公司短期内销量增速放缓更多源于行业终端需求下滑导致的渠道库存积压，待渠道通畅后公司销量增速或将回复正常水平；同时考虑到目前公司盈利能力仍处于较低水平，前期公司已逐步将战略由“上规模”向“保盈利”调整，四季度或将成为公司盈利能力改善拐点。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.94、1.20 及 1.44 元，对应目前股价 PE 分别为 11.46、8.99 及 7.51 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一、受终端需求下滑影响，公司主营增速明显放缓

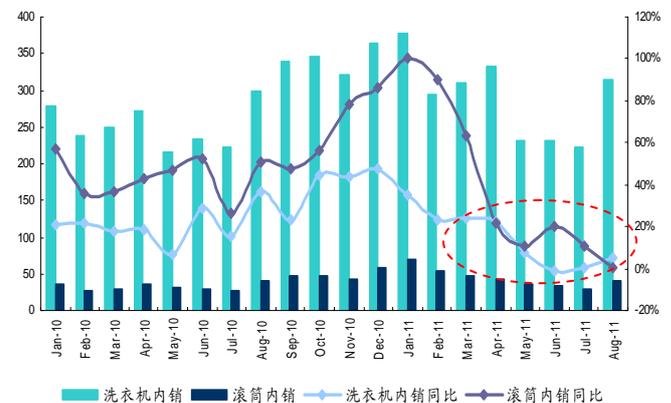
报告期内，公司共实现营业收入 93.65 亿元，同比增长达 67.89%；其中第三季度实现营业收入 26.18 亿元，同比增长 34.66%。考虑到公司去年第三季度资产注入尚未完成，通过对注入资产进行追溯调整，得出其调整后前三季度营业收入同比增长仅为 12.16%，其中第三季度主营收入同比下滑 7.79%。

图 1：三季度公司主营增速同比下滑 7.79%



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

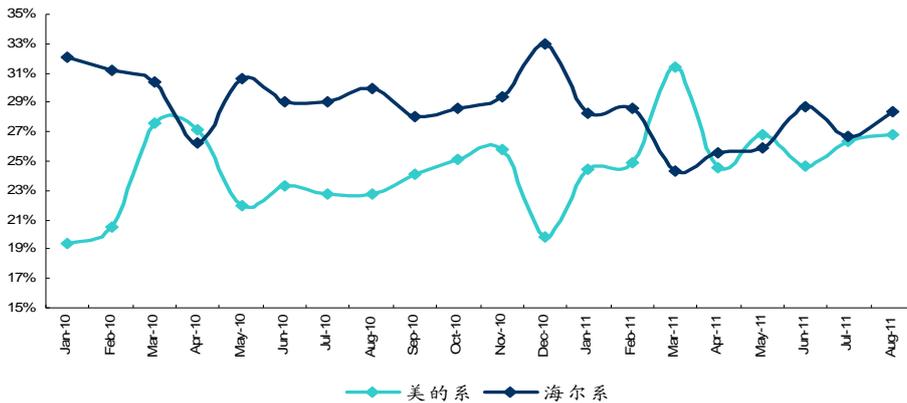
图 2：洗衣机行业内销销量增速明显放缓



资料来源：产业在线，长江证券研究部

我们认为导致公司近期主营增速明显放缓甚至负增长的主要原因在于以下两个方面：一方面，今年以来洗衣机行业内销增速明显放缓，且原本增速较高的滚筒洗衣机在4月之后增速也大幅下滑，考虑到“小天鹅”系三大品牌占行业内销约四分之一的市场份额，行业增速放缓对公司销量影响较大；另一方面，前期行业高增长下公司借助美的渠道资源使得前期渠道铺货效率明显提升，而随着终端销量的停滞，短期内必将造成渠道阻塞的迹象从而导致企业出货不畅。不过随着终端渠道库存的逐步畅通及渠道整合的进一步推进，公司销量增速有望得到改善。

图 3：目前“美的系”洗衣机市占率已逐步赶超海尔

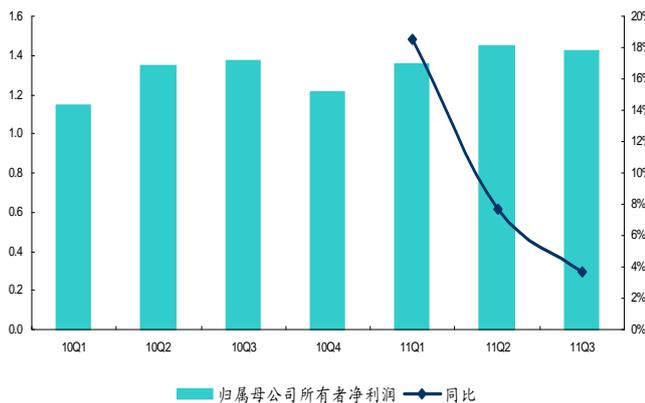


资料来源：国家信息中心，长江证券研究部

第二、三季度盈利能力有所改善，期待四季度迎来业绩拐点

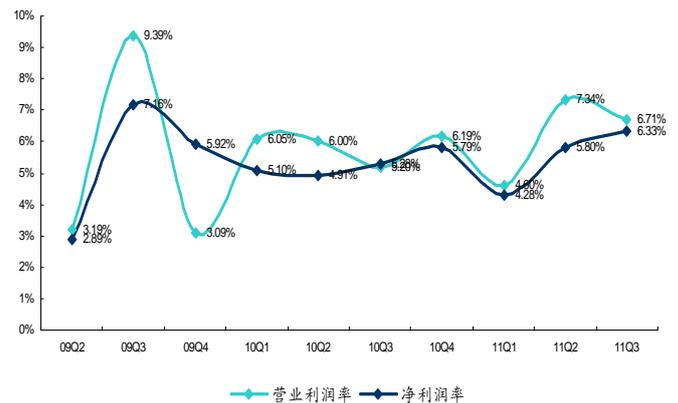
报告期内，公司实现营业利润 5.66 亿元，同比增长 76.96%，追溯调整后同比增长仅 11.12%；实现净利润 4.99 亿元，同比增长 75.55%，追溯调整后同比增长 7.12%；实现归属于母公司所有者净利润 4.22 亿元，同比增长 9.50%。其中三季度公司实现营业利润 1.75 亿元，同比增长 73.84%，追溯调整后同比增长 8.82%；实现净利润 1.66 亿元，同比增长 61.31%，追溯调整后同比下滑 2.02%。

图 4：公司归属母公司所有者净利润增速持续下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：公司盈利能力环比略有改善



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从盈利能力看，公司前三季度营业利润率及净利润率分别为 6.04%、5.33%；其中第三季度营业利润率及净利润率分别为 6.71%、6.33%，三季度公司盈利能力同比、环比均有所提升，表明公司自三季度以来的由“上规模”向“保盈利”调整战略已初见成效。与追溯调整后的去年三季度利润率相比，今年三季度营业利润率同比增长 1.02%，净利润率同比增长个约 0.37 个百分点。

通过分析我们不难发现，导致公司前期盈利能力不佳的主要原因在于以下几个方面：第一、原材料及人工成本长期处

于高位；第二、公司渠道磨合导致费用率有所上涨；第三、在公司“上规模”战略的指引下，公司以牺牲盈利为代价抢占市场份额。考虑到近期原材料价格已有明显下跌且公司渠道营销效率随着整合进程的推进得到逐步提升，与此同时公司“保盈利”战略也已初见成效，我们乐观判断四季度公司盈利能力仍有较大的改善空间。

第三、三季度毛利率同比小幅提升，环比下滑明显

三季度公司综合毛利率为 15.54%，较去年同期的 14.80% 有小幅上涨，但与追溯调整后的同期相比，今年三季度毛利率则有所下滑，下滑幅度为 0.32%。从环比看，三季度毛利率环比二季度也有一定下滑。自 2010 年以来，公司毛利率走势较为稳定，一直维持在 15% 附近震荡，不过随着原材料成本压力的逐步缓解及公司产品定价能力的增强，我们认为未来公司毛利率仍有一定的提升空间。

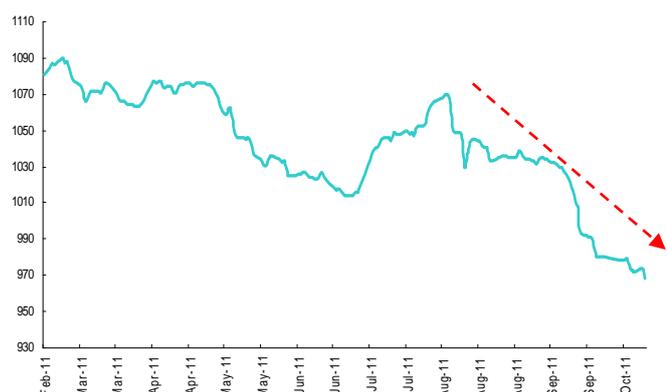
图 6：公司三季度毛利率环比下滑明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

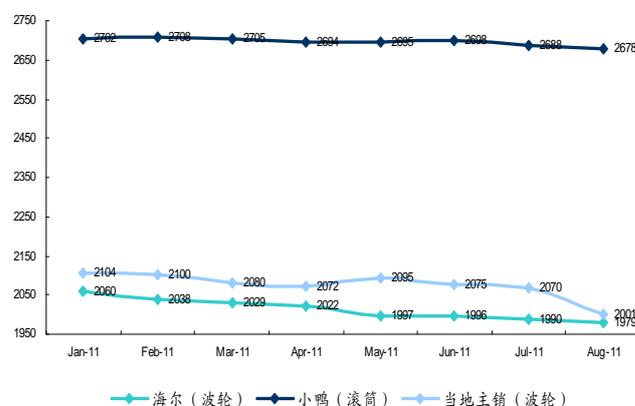
我们认为导致公司三季度毛利率下滑的主要原因如下：今年 8 月份起上游原材料价格明显下滑，使得公司前期高价原材料产成品在三季度以较低价格销售，从而导致三季度毛利率的下滑。鉴于近期原材料价格持续下滑，考虑到成本传导的时间差，我们预计四季度公司毛利率将会有一定改善。

图 8：近期国内塑料价格下滑明显



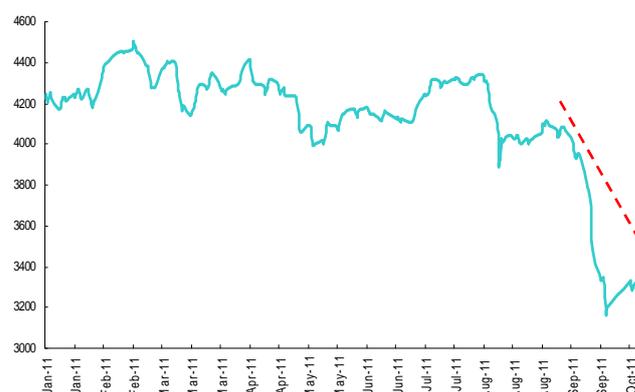
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：近期洗衣机零售均价也有明显下滑



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 9：8 月份以来铜价指数大幅下滑



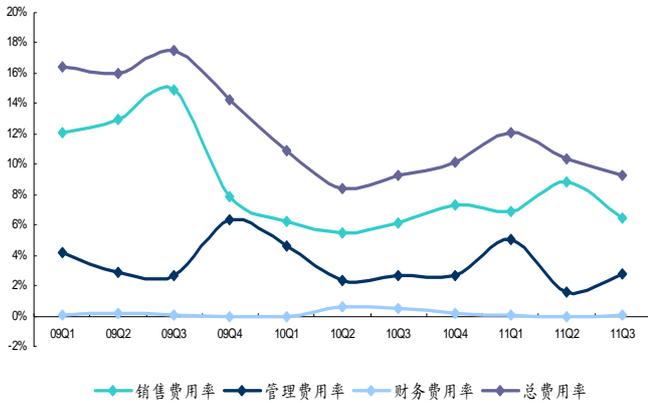
资料来源：Wind，长江证券研究部

第四、三季度销售费用率明显下滑使得期间费用率有所改善

报告期内，公司期间费用率为 10.76%，较去年同期的 9.45% 略有回升。在财务费用率同比小幅下滑的情况下，前三季度公司期间费用率同比略有回升的主要原因在于销售费用率及管理费用率的增长。其中销售费用率由去年同期的 5.91% 上升至 7.40%，管理费用率则由 3.15% 上升至 3.34%。

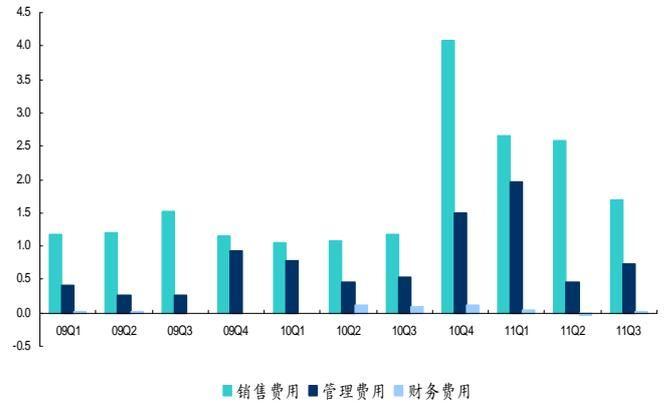
分季度看，三季度公司期间费用率为 9.25%，已连续两个季度呈环比下滑趋势，其中三季度销售费用率为 6.46%，环比下滑 2.41 个百分点；管理费用率为 2.77%，较第二季度的 1.54% 有明显回升。

图 10：三季度公司期间费用率有所下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：公司分季度期间费用绝对额一览



资料来源：公司公告，长江证券研究部

三季度公司期间费用率尤其是销售费用率改善明显，在一定程度上也表明公司近期渠道整合经营效率有明显提升。目前美的旗下拥有 60 多家区域销售公司、1 万多家专卖店以及 6 万家左右的终端营销网点，且相比小天鹅原有的经销商模式，美的渠道具有灵活性、独立性的特点且市场营销能力更强。而随着公司与美的渠道整合效率的持续提升，公司未来期间费用率仍有较大的改善空间。

第五、维持“推荐”评级

公司短期内销量增速放缓更多源于行业终端需求下滑导致的渠道库存积压，待渠道通畅后公司销量增速或将回复正常水平；同时考虑到目前公司盈利能力仍处于较低水平，前期公司已逐步将战略由“上规模”向“保盈利”调整，四季度或将成为公司盈利能力改善拐点。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.94、1.20 及 1.44 元，对应目前股价 PE 分别为 11.46、8.99 及 7.51 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11202	12868	15824	19186	货币资金	2216	3290	4509	6017
营业成本	9445	10817	13255	16089	交易性金融资产	8	8	8	8
毛利	1757	2051	2568	3097	应收账款	919	1054	1296	1572
% 营业收入	15.7%	15.9%	16.2%	16.1%	存货	1051	1212	1485	1803
营业税金及附加	24	27	34	41	预付账款	357	432	529	642
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	130	131	161	196
销售费用	738	753	918	1113	流动资产合计	6243	7929	10204	12923
% 营业收入	6.6%	5.9%	5.8%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	326	341	427	518	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	109	109	109	109
财务费用	34	-10	-14	-19	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	1241	1172	1109	1019
资产减值损失	-21	0	0	0	无形资产	240	228	217	206
公允价值变动收益	8	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	123	0	0	0
营业利润	668	940	1204	1444	其他非流动资产	45	45	45	45
% 营业收入	6.0%	7.3%	7.6%	7.5%	资产总计	8002	9365	11424	13848
营业外收支	53	20	20	20	短期贷款	9	0	0	0
利润总额	722	960	1224	1464	应付款项	3777	4317	5290	6421
% 营业收入	6.4%	7.5%	7.7%	7.6%	预收账款	467	540	665	806
所得税费用	112	149	190	227	应付职工薪酬	147	173	212	257
净利润	610	811	1034	1237	应交税费	-24	-31	-39	-47
归属于母公司所有者 的净利润	506.9	674.7	860.2	1029.2	其他流动负债	87	119	146	177
少数股东损益	103	136	174	208	流动负债合计	4463	5118	6272	7613
EPS (元/股)	0.71	0.94	1.20	1.43	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	724	1234	1401	1660	其他非流动负债	27	27	27	27
取得投资收益	22	0	0	0	负债合计	4491	5144	6299	7639
收回现金					归属于母公司	3056	3630	4361	5236
长期股权投资	-29	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	454	591	764	972
固定资产投资	-168	-179	-208	-212	股东权益	3511	4221	5126	6208
其他	40	0	0	0	负债及股东权益	8002	9365	11424	13848
投资活动现金流净额	-158	-179	-208	-212	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.707	0.941	1.199	1.435
银行贷款增加(减少)	8	-9	0	0	BVPS	4.83	5.74	6.08	7.30
筹资成本	0	-91	-115	-135	PE	15.25	11.46	8.99	7.51
其他	-1	0	0	0	PEG	0.57	0.43	0.34	0.28
筹资活动现金流净额	8	-101	-115	-135	PB	2.23	1.88	1.77	1.48
现金净流量	574	955	1078	1313	EV/EBITDA	7.06	3.74	2.19	0.99
					ROE	16.6%	18.6%	19.7%	19.7%

分析师介绍

徐春，复旦大学微电子学专业本科、硕士，从事家用电器行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
