

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490510120018

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

规模下滑导致费用率提升使得全年业绩低于预期

事件描述

小天鹅 A 今日披露了其 2011 年年度报告，主要内容如下：

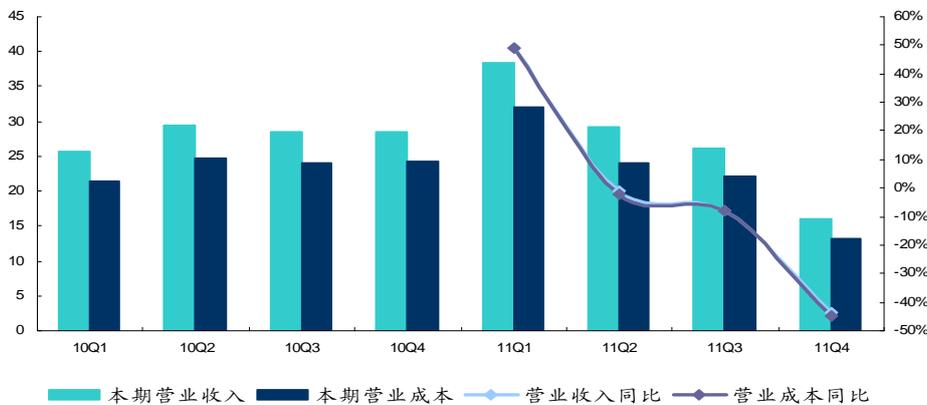
- 报告期内公司共实现营业收入 109.76 亿元，同比小幅下滑 2.02%；实现营业利润 5.93 亿元，同比下滑 11.22%；实现归属母公司净利润 4.53 亿元，同比下滑 10.07%；其中四季度公司实现营业收入 16.10 亿元，同比下滑 43.56%，实现归属母公司净利润 0.31 亿元，同比下滑 74.40%；公司全年实现每股收益 0.717 元，其中四季度实现 0.049 元；
- 我们预计公司 12、13 及 14 年 EPS 分别为 0.861、1.047 及 1.229 元，对应目前股价 PE 分别为 12.18、10.02 及 8.54 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一、受四季度主营下滑 43.56%影响，公司全年主营下滑 2.02%

报告期内公司共实现营业收入 109.76 亿元，同比小幅下滑 2.02%，其中公司四季度实现营业收入 16.10 亿元，同比下滑幅度达 43.56%。从环比趋势来看，公司全年主营增速基本呈现持续放缓态势，其中受渠道去库存因素影响，四季度增速下滑幅度尤为明显。

图 1：公司全年主营下滑 2.02%，其中四季度下滑 43.56%



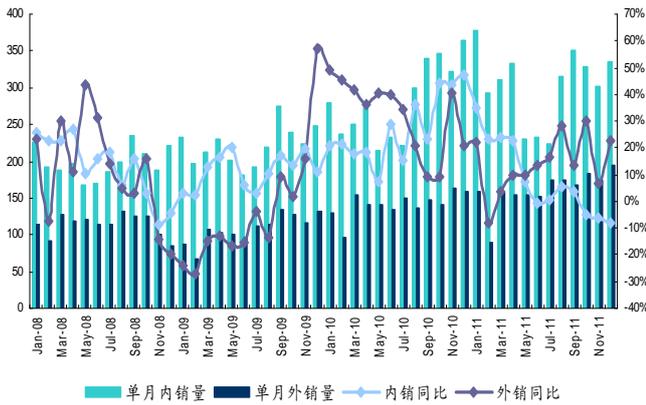
资料来源：Wind，长江证券研究部

2011 年公司主营增速持续放缓，我们认为主要原因在于以下两个方面：一方面，刺激政策退出及政策边际效应较弱背

景下洗衣机行业内销有所放缓，据产业在线数据，11年洗衣机内销3630.49万台，同比增长7.45%，较10年27.57%的同比增速下滑明显；此外，受人民币升值及欧美等主要出口市场需求疲软影响，11年洗衣机外销总量为1936.24万台，同比仅增长14.38%，较10年30.50%的出口增速也有所下滑。在此背景下公司主营增速逐步放缓也在情理之中；另一方面，11年下半年以来公司转变原先“求规模”的发展战略，逐步朝“保盈利”方向调整，战略转变下公司逐步淘汰低毛利洗衣机并加大新品开发力度以期通过产品结构整体升级实现盈利水平提升，而在此前“上规模”战略指导下渠道库存高位则是使得近期公司出货同比大幅下滑的主要原因。从产品结构来看，受欧美出口市场需求疲软影响，公司原本保持较好增长势头的滚筒洗衣机增速也有一定回落。

图 2：洗衣机行业内外销增速均有所下滑

图 3：滚筒洗衣机此前较高增速有所回落



资料来源：产业在线，长江证券研究部

资料来源：产业在线，长江证券研究部

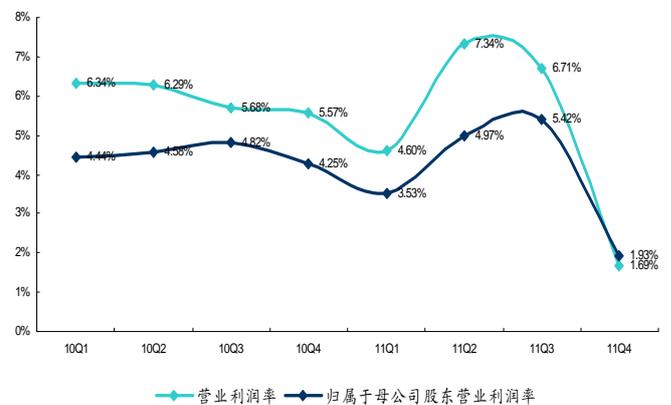
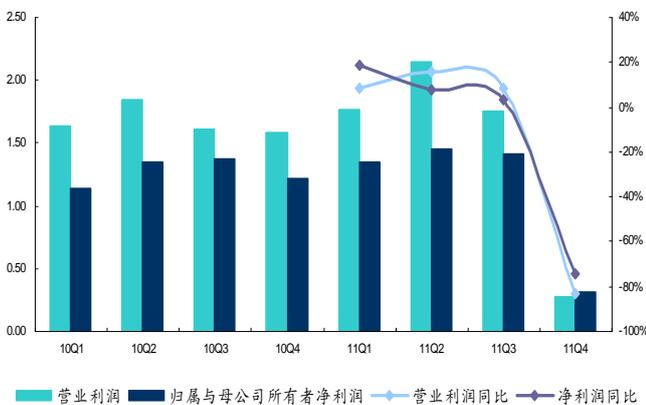
尽管在渠道去库存背景下近期公司主营有明显下滑，但11年公司积极推动销售渠道的变革与扩张，公司旗下优质网点与经销商数量获得一定幅度的提升，截至11年年底，公司经销商网点数量已拓展至30000多个；此外，公司还启动了小天鹅专卖店建设，目前专卖店数量已超过400家。长期来看，渠道变革与扩张将为未来小天鹅内销稳步增长提供动力。

第二、规模效应缺失导致四季度盈利能力下滑明显

公司全年实现营业利润5.93亿元，同比下滑11.22%，其中四季度实现营业利润0.27亿元，同比大幅下滑82.89%；全年实现归属于母公司所有者净利润4.53亿元，同比下滑10.07%，其中四季度实现归属于母公司所有者净利润0.31亿元，同比下滑幅度达74.40%。

图 4：四季度公司营业利润、净利润同比大幅下滑

图 5：四季度公司营业利润率、净利润率下滑明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

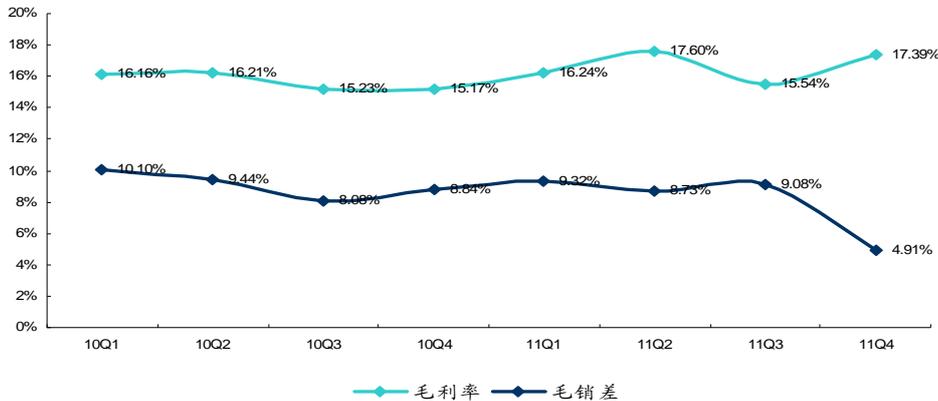
资料来源：Wind，长江证券研究部

不可否认，使得公司四季度业绩同比大幅下滑的主要因素一方面在于收入规模的减少，另一方面则在于盈利能力的大幅下滑。从盈利能力层面来看，11年公司营业利润率为5.41%，较上年的5.97%小幅下滑0.56个百分点，其中四季度营业利润率仅为1.69%，较去年同期的5.57%大幅下滑3.88个百分点；全年归属于母公司股东净利润率为4.13%，较上年同期的4.53%小幅下滑0.39个百分点，其中四季度归属于母公司股东净利润率为1.93%，较去年四季度的1.93%同比下滑2.32个百分点。在四季度公司毛利率环比有所改善的背景下，我们认为使得公司盈利能力同比大幅下滑的主要原因在于受四季度收入规模减少导致的销售费用率同比大幅上升所致。

第三、四季度毛利率有所改善，“毛销差”下滑明显

报告期内公司毛利率为16.60%，较去年同期的15.68%上升了约0.92个百分点，其中四季度公司毛利率为17.39%，同比大幅上升2.22个百分点，环比也改善了约1.85个百分点。我们认为公司四季度毛利率水平提升的主要原因一方面在于“保盈利”战略指引下公司产品销售结构改善所致，四季度公司积极淘汰老款产品并精简型号，同时保留此前销售较好的产品，目前公司老款产品库存水平已有明显降低；另一方面则是因原材料成本压力减缓所致，四季度公司洗衣机产品原材料占比较高的铜及塑料价格均有明显下滑。

图6：四季度毛利率提升明显，“毛销差”有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

从“毛销差”层面来看，公司全年“毛销差”为8.46%，较去年同期的9.09%略有下滑。分季度来看，四季度公司“毛销差”仅为4.91%，同比、环比均下滑明显，而在四季度公司毛利率明显改善的背景下其“毛销差”大幅下滑的主要原因在于依旧在于四季度销售费用率的大幅上升。

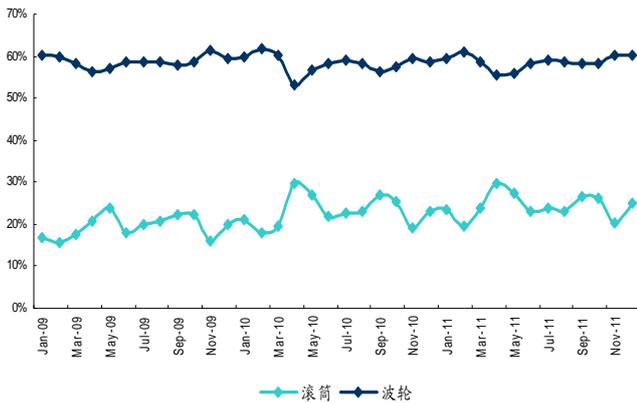
表1：洗衣机产品成本拆分一览（以波轮为例）

原材料和部件	85%
电机	9%
电路板	13%
主要结构件（离合器等）	15%
辅助结构件	12%
塑料件（pp/abs）	25%
其他	11%
制造成本	15%
人工	5%
其他	10%
总计	100%

资料来源：长江证券研究部整理

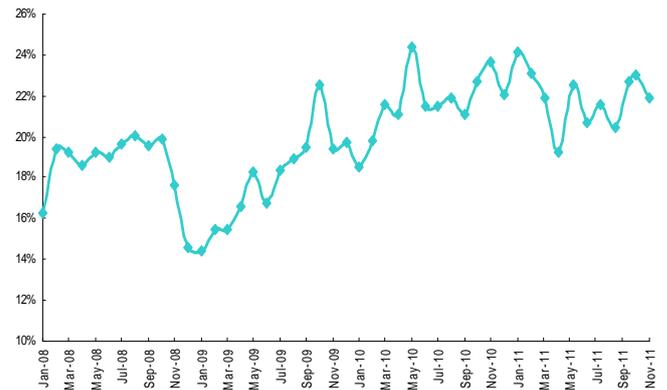
从洗衣机行业产品结构层面来看，11 年国内滚筒洗衣机市占率提升并不明显，且滚筒洗衣机销售增速有一定下滑趋势，城镇市场滚筒洗衣机渗透率基本在 25%左右，而更新换代需求推动下滚筒洗衣机渗透率未来有望继续提升。目前公司销售产品中毛利率水平较低的双缸洗衣机仍占比约 30%左右，未来公司将逐步淘汰双缸洗衣机并逐步提升滚筒洗衣机的销售占比。此外近期公司也加大了研发投入力度，未来将开发更多高端新品推向市场。在目前原材料成本压力有所缓解的背景下，随着公司滚筒占比的提升及高端新品陆续推出，公司毛利率水平未来有望得到进一步改善。

图 7：城镇市场滚筒洗衣机渗透率并未有明显上升



资料来源：中怡康，长江证券研究部

图 8：产业在线统计滚筒洗衣机渗透率提升也并不明显

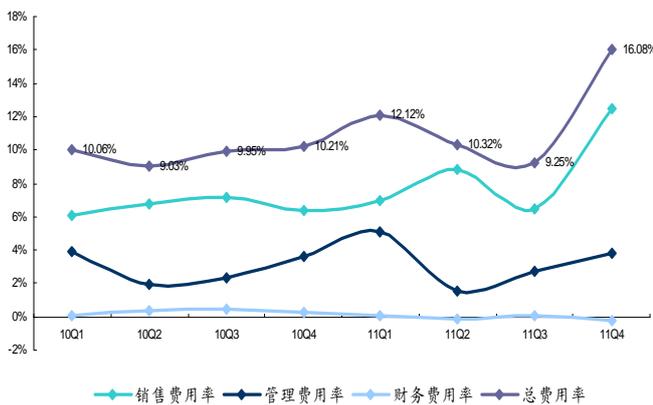


资料来源：产业在线，长江证券研究部

第四、销售规模下滑导致四季度期间费用率大幅上升

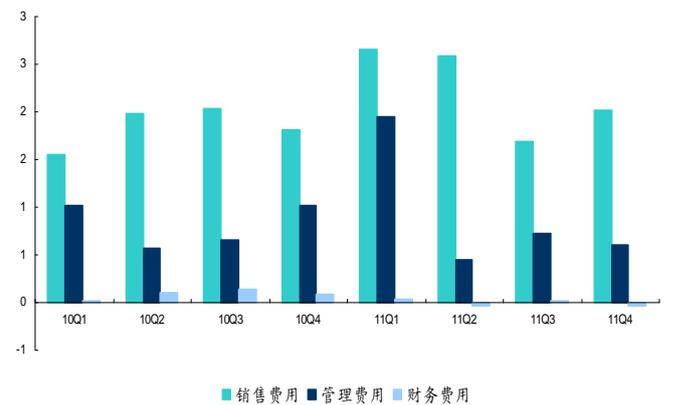
报告期内，公司期间费用率为 11.54%，较 10 年的 9.80%上升约 1.74 个百分点，而在公司财务费用率有所下滑及管理费用率略有上升的情况下使得公司全年期间费用率上升的主要原因在于销售费用率的明显回升，其中 11 年公司销售费用率为 8.15%，较去年同期的 6.59%上升了约 1.55 个百分点。

图 9：四季度销售费用率带动期间费用率大幅上升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：四季度公司销售费用绝对额并未有明显增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

分季度来看，四季度公司期间费用率高达 16.08%，较上年同期上升了 5.87 个百分点，环比三季度也大幅上升 6.82 个百分点。公司期间费用率大幅上升的主要原因在于销售费用率的大幅上升，四季度公司销售费用率为 12.48%，较上年同期上升约 6.15 个百分点，环比三季度则上升了 6.02 个百分点。很明显，四季度公司销售费用率大幅上升的主要原因在于在主营收入同比大幅下滑的背景下，规模效应减弱导致公司销售费用率大幅提升所致。

第五、维持“推荐”评级

我们预计公司 12、13 及 14 年 EPS 分别为 0.861、1.047 及 1.229 元，对应目前股价 PE 分别为 12.18、10.02 及 8.54

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)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	10976	13031	15592	18458	货币资金	2415	2618	2911	3317
营业成本	9153	10834	12954	15384	交易性金融资产	4	4	4	4
毛利	1822	2197	2638	3073	应收账款	945	1122	1342	1589
% 营业收入	16.6%	16.9%	16.9%	16.7%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	22	27	32	38	预付账款	250	296	354	420
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	921	1052	1247	1436
销售费用	894	1016	1201	1384	流动资产合计	7294	8366	9777	11405
% 营业收入	8.1%	7.8%	7.7%	7.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	373	430	515	591	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	-1	-2	-3	-4	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	731	780	831	852
资产减值损失	14	0	0	0	无形资产	317	301	286	272
公允价值变动收益	-3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	77	0	0	0	递延所得税资产	105	0	0	0
营业利润	593	726	894	1065	其他非流动资产	687	687	687	687
% 营业收入	5.4%	5.6%	5.7%	5.8%	资产总计	9145	10649	12528	14698
营业外收支	77	80	85	85	短期贷款	7	0	0	0
利润总额	670	806	979	1150	应付款项	4355	5155	6163	7319
% 营业收入	6.1%	6.2%	6.3%	6.2%	预收账款	486	577	690	817
所得税费用	132	158	192	226	应付职工薪酬	135	160	192	228
净利润	539	647	786	923	应交税费	1	2	2	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	168	198	237	280
的净利润	453.3	544.8	662.0	777.3	流动负债合计	5153	6092	7284	8647
少数股东损益	85	102	124	146	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.72	0.86	1.05	1.23	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	其他非流动负债	27	27	27	27
经营活动现金流净额	243	974	1029	1258	负债合计	5180	6119	7311	8674
取得投资收益	32	0	0	0	归属于母公司	3441	3904	4467	5128
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	34	0	0	0	少数股东权益	524	626	751	897
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3965	4531	5218	6025
固定资产投资	-195	-180	-206	-205	负债及股东权益	9145	10649	12528	14698
其他	161	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	1	-180	-206	-205		2011A	2012E	2013E	2014E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.717	0.861	1.047	1.229
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.44	6.17	7.06	8.11
银行贷款增加(减少)	-2	0	0	0	PE	14.64	12.18	10.02	8.54
筹资成本	79	-80	-97	-113	PEG	0.74	0.62	0.51	0.43
其他	-158	0	0	0	PB	1.93	1.70	1.49	1.29
筹资活动现金流净额	-81	-80	-97	-113	EV/EBITDA	6.03	6.90	5.39	4.23
现金净流量	162	713	726	941	ROE	13.2%	14.0%	14.8%	15.2%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。