

2012-4-23

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 陈志坚

(8621) 68751711

xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120018

联系人: 徐春

(8621) 68751711

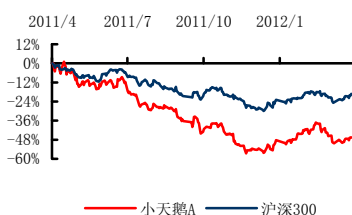
xuchun@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《规模下滑导致费用率提升使得全年业绩低于预期》2012-3-2

《增速盈利双低谷, 期待四季度迎来业绩拐点》2011-10-21

《受益渠道整合, 全年主营增长明显》2011-3-16

小天鹅 A (000418)

主营下滑虽超预期, 但盈利能力提升明显

报告要点

■ 事件描述

小天鹅 A 今日披露了其 2012 年第一季度财务报告, 主要内容如下: 报告期内公司实现营业收入 16.30 亿元, 同比下滑 57.47%; 实现营业利润 1.53 亿元, 同比下滑 13.32%; 实现归属于母公司所有者净利润 1.19 亿元, 同比下滑 12.44%; 一季度公司实现 EPS 0.187 元。

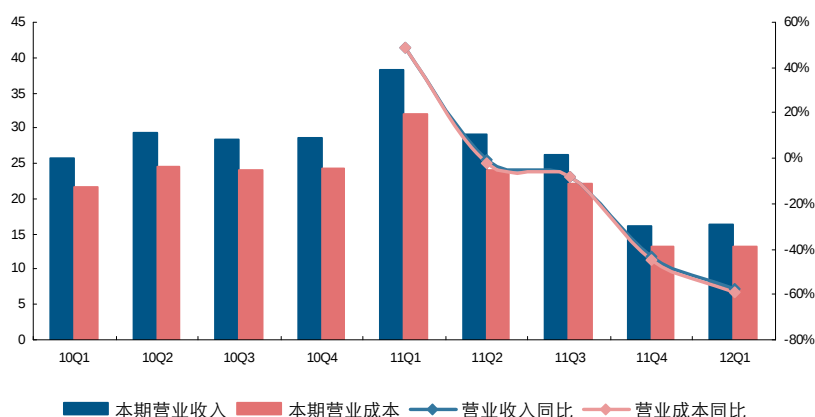
■ 事件评论

- 使得公司一季度主营大幅下滑的原因如下: 在行业销量下滑背景下公司作为龙头必然会受到行业整体性颓势影响; 自去年下半年以来公司推进战略转型, 在此背景下公司逐步放弃低端产品并加大了高毛利产品推出力度, 使得公司出货量有所降低; 前期渠道库存相对较高使得企业出货受到一定抑制也是使得一季度公司主营下滑的原因之一。而随着渠道去库存进程步入尾声及终端销量好转, 预计公司二季度出货增速有望与去年同期持平。
- 一季度公司毛利率为 19.48%, 同比环比均有一定程度改善, 使得毛利率水平提升的主要原因在于战略调整背景下公司加大了产品结构改善力度, 尽管公司主营及销量仍呈下滑态势, 但公司滚筒等中高端产品销售占比持续提升; 此外, 洗衣机产品原材料中占比较高的铜及塑料价格均有一定下滑, 自去年 7 月份高点以来, 铜及塑料价格分别下滑了 19.55% 及 9.98%, 这也在一定程度上使得公司毛利率得到改善。
- 报告期内公司期间费用率为 9.08%, 较去年一季度的 12.12% 下滑了约 3.04 个百分点, 其中一季度销售费用率、管理费用率及财务费用率分别较去年同期下滑了 0.87、1.08 及 1.09 个百分点。从费用绝对额来看, 一季度随着销售收入的下滑, 公司销售费用同比下滑 62.78%; 而公司管理架构调整则使得公司管理费用同比下滑 66.50%; 此外, 存款利息收入的增加使得一季度公司财务费用同比减少 0.20 亿元。
- 一季度公司盈利能力提升明显, 不过在毛利率及费用率“剪刀差”扩大的背景下, 一季度公司盈利能力同比提升也属必然。考虑到公司规模快速收缩必然会对长期经营造成较大的负面影响, 我们预计自二季度开始公司会逐步考虑“增速”及“盈利”的平衡, 基于以上逻辑, 我们谨慎判断二季度公司盈利能力环比或将有所下滑, 但同比仍会有所提升。
- 我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.863、1.013 及 1.202 元, 对应目前股价 PE 分别为 11.41、9.72 及 8.20 倍, 维持“推荐”评级。

一季度主营同比下滑 57.47%，略超市场预期

报告期内公司共实现营业收入 16.30 亿元，同比下滑 57.47%，主营下滑幅度略超市场预期。

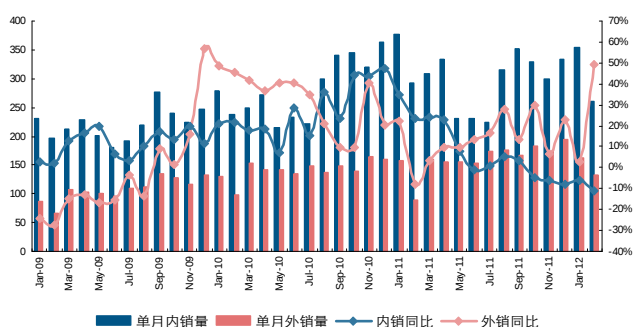
图 1：一季度公司主营同比下滑 57.47%，略超市场预期



资料来源：Wind，长江证券研究部

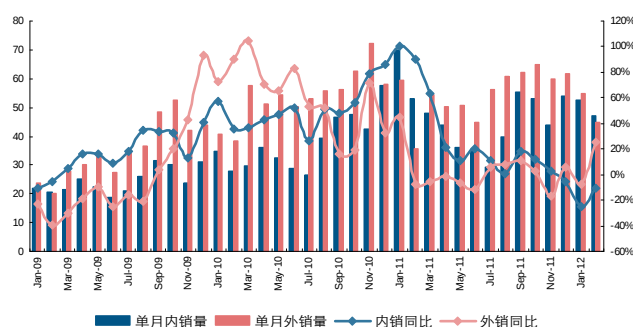
使得公司一季度主营仍延续去年四季度大幅下滑趋势的主要原因在于以下几个方面：首先，房地产市场低迷、刺激政策退出及政策边际效应减弱等因素共同影响下，洗衣机行业增速有所放缓，12 年 1-2 月份国内洗衣机行业实现内销 616.25 万台，同比下滑 8.15%，其中滚筒洗衣机销量 100 万台，同比下滑 18.63%，因此在行业销量下滑背景下公司作为行业龙头必然会受到行业整体性颓势影响；

图 2：12 年 1-2 月洗衣机行业内销下滑 8.15%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 3：12 年 1-2 月滚筒洗衣机内销下滑 18.63%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

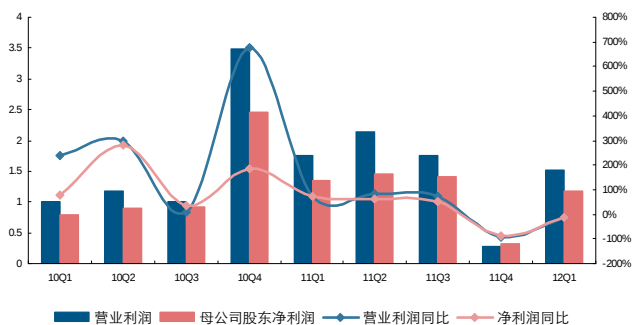
其次，自去年下半年以来公司推进战略转型，逐步向“保盈利”方向调整，在此背景下公司逐步放弃低端产品并加大了高毛利产品推出力度，使得公司出货量有所降低；此外，前期渠道库存相对较高使得企业出货受到一定抑制也是使得一季度公司主营下滑的原因之一。

而随着渠道去库存进程步入尾声及洗衣机终端销量逐步好转，我们预计公司二季度出货增速有望与去年同期持平。

受“保盈利”战略影响，一季度公司盈利能力改善明显

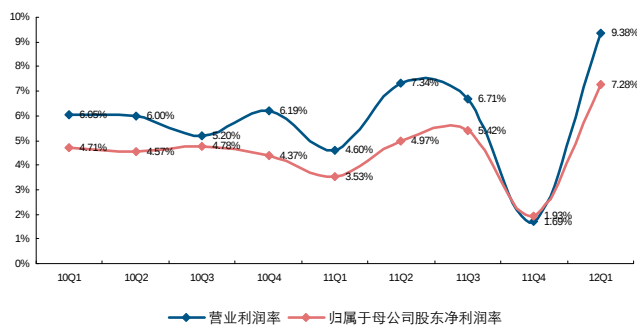
报告期内公司实现营业利润 1.53 亿元，同比下滑 13.32%；实现归属于母公司所有者净利润 1.19 亿元，同比下滑 12.44%；从增速层面来看，一季度公司营业利润下滑幅度远低于主营，主要原因在于受毛利率改善及费用率下滑产生的“剪刀差”扩大所致。

图 4：一季度营业利润及净利润分别下滑 13.32%及 12.44%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：一季度营业利润率及净利润率分别上升 4.78%及 3.74%



资料来源：Wind，长江证券研究部

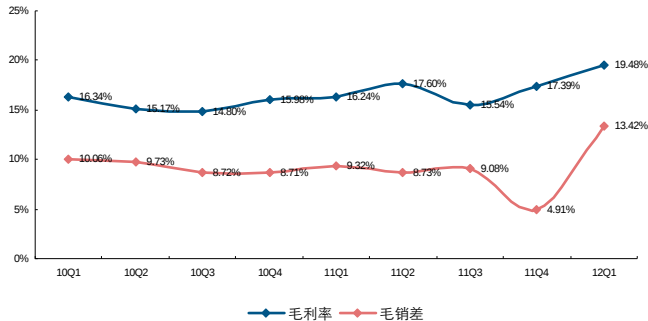
从盈利能力方面看，一季度公司营业利润率为 9.38%，较去年同期的 4.60%上升了约 4.78 个百分点；归属于母公司股东净利润率为 7.28%，较去年同期的 3.53%上升了约 3.74 个百分点。在毛利率及费用率“剪刀差”扩大的背景下，一季度公司盈利能力同比提升也属必然。

考虑到公司规模快速收缩必然会对长期经营造成较大的负面影响，我们预计自二季度开始公司会逐步考虑“增速”及“盈利”的平衡，基于以上逻辑，我们谨慎判断二季度公司盈利能力环比或将有所下滑，但同比仍会有所提升。

一季度毛利率提升明显，产品结构调整或是关键因素

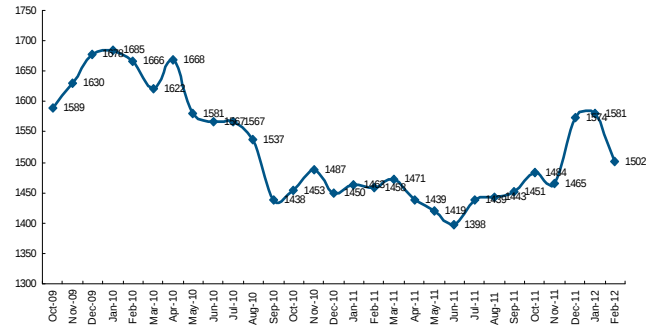
报告期内公司毛利率为 19.48%，较去年同期的 16.24%上升了约 3.24 个百分点，环比去年四季度的 17.39%也上升了 2.09 个百分点。一季度公司毛利率水平提升的主要原因在于战略调整背景下公司加大了产品结构改善力度，尽管公司主营及销量仍呈下滑态势，但公司滚筒等中高端产品销售占比持续提升。据中怡康零售监测数据显示，近期公司洗衣机产品终端售价较前期上涨明显，这也从侧面证明了公司中高端产品占比确有提升，因此公司毛利率水平不断提升也在情理之中；此外，洗衣机产品原材料中占比较高的铜及塑料价格均有一定下滑，自去年 7 月份高点以来，铜及塑料价格分别下滑了 19.55%及 9.98%，这也在一定程度上使得公司毛利率得到改善。

图 6：一季度毛利率为 19.48%，同比环比均有提升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：近期公司洗衣机产品终端市场均价提升明显

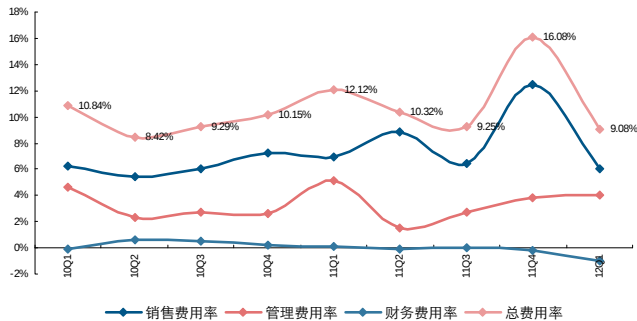


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

一季度期间费用率同比及环比均有所下滑

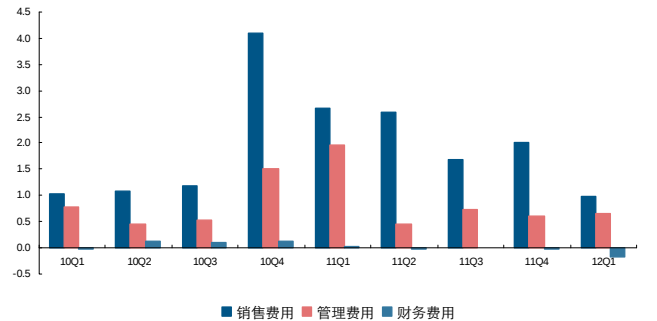
报告期内公司期间费用率为 9.08%，较去年一季度的 12.12% 下滑了约 3.04 个百分点，环比去年四季度的 16.08% 则大幅下滑了 7 个百分点。使得公司期间费用率同比下滑的主要是由于三项费用率共同下滑所致，一季度销售费用率、管理费用率及财务费用率分别较去年同期下滑了 0.87、1.08 及 1.09 个百分点。

图 8：一季度期间费用率为 9.08%，同比下滑 3.04 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 9：公司期间费用绝对额一览



资料来源：Wind，长江证券研究部

环比来看，在管理费用率及财务费用率互有涨跌但变动幅度均不显著的背景下使得一季度公司期间费用率环比大幅下滑的主要原因在于销售费用率的明显下滑，一季度公司销售费用率为 6.06%，环比四季度大幅下滑 6.42 个百分点。

从费用绝对额来看，一季度随着销售收入的下滑，公司销售费用同比下滑 62.78%，下滑幅度高于主营下滑幅度；而公司管理架构调整则使得公司管理费用同比下滑 66.50%；此外，存款利息收入的增加使得一季度公司财务费用同比减少 0.20 亿元。

维持“推荐”评级

我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.863、1.013 及 1.202 元，对应目前股价 PE 分别为 11.41、9.72 及 8.20 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	11561	13153	15141	货币资金	2415	3169	4001	5008
营业成本	9153	9510	10826	12487	交易性金融资产	4	4	4	4
毛利	1822	2051	2327	2654	应收账款	945	995	1132	1304
%营业收入	16.6%	17.7%	17.7%	17.5%	存货	809	841	957	1104
营业税金及附加	22	24	27	31	预付账款	250	260	296	341
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	112	116	128	142
销售费用	894	925	1026	1151	流动资产合计	7294	8290	9823	11708
%营业收入	8.1%	8.0%	7.8%	7.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	373	382	421	454	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.4%	3.3%	3.2%	3.0%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	-1	-10	-13	-16	投资性房地产	5	5	5	5
%营业收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	1365	1256	1142	993
资产减值损失	14	3	8	10	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	1	2	2
营业利润	593	728	858	1025	其他非流动资产	53	53	53	53
%营业收入	5.4%	6.3%	6.5%	6.8%	资产总计	9145	9912	11317	13039
营业外收支	77	80	90	100	短期贷款	7	0	0	0
利润总额	670	808	948	1125	应付款项	4355	4524	5150	5941
%营业收入	6.1%	7.0%	7.2%	7.4%	预收账款	486	512	582	670
所得税费用	132	159	187	222	应付职工薪酬	135	141	160	185
净利润	539	649	761	903	应交税费	1	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	453.3	546.0	640.8	760.2	其他流动负债	168	175	198	228
少数股东损益	85	103	121	143	流动负债合计	5153	5353	6093	7026
EPS (元/股)	0.72	0.86	1.01	1.20	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	243	998	1096	1277	其他非流动负债	27	27	27	27
取得投资收益	32	0	0	0	负债合计	5180	5380	6120	7052
长期股权投资	34	0	0	0	归属于母公司	3441	3905	4450	5096
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	524	627	747	890
固定资产投资	-195	-166	-182	-171	股东权益	3965	4532	5197	5986
其他	161	0	0	0	负债及股东权益	9145	9912	11317	13039
投资活动现金流净额	1	-166	-182	-171	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.717	0.863	1.013	1.202
银行贷款增加 (减少)	-2	-7	0	0	BVPS	5.44	6.17	7.04	8.06
筹资成本	79	-72	-83	-98	PE	13.74	11.41	9.72	8.20
其他	-158	0	0	0	PEG	0.73	0.61	0.52	0.44
筹资活动现金流净额	-81	-79	-83	-98	PB	1.81	1.60	1.40	1.22
现金净流量	162	754	831	1008	EV/EBITDA	5.45	3.03	1.93	0.91
					ROE	13.2%	14.0%	14.4%	14.9%

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。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。