

2012-10-22

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

小天鹅 A (000418)

主营增速符合预期，盈利能力持续改善

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

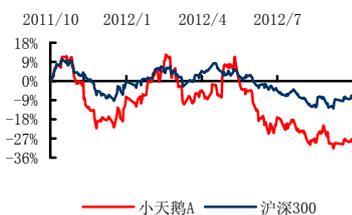
✉ xuchun@cjsc.com.cn

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

《主营持续负增长，盈利能力有改善》2012/8/22

《主营下滑虽超预期，但盈利能力提升明显》
2012/4/23

《规模下滑导致费用率提升使得全年业绩低于预期》
2012/3/2

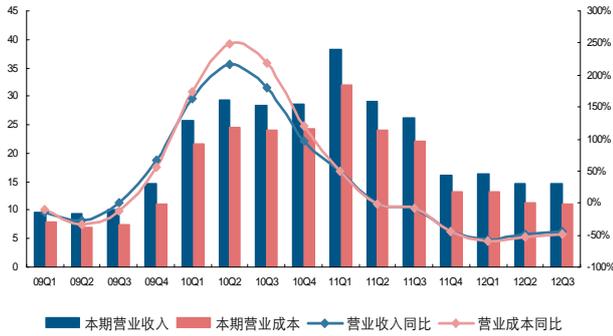
报告要点

■ 事件描述

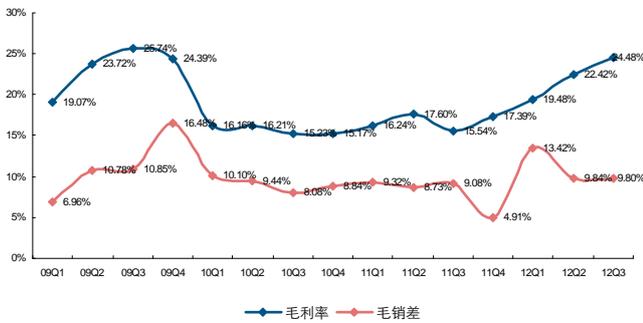
小天鹅 A 披露其 12 年三季度财务报告: 前三季度年公司实现主营 45.75 亿元, 同比下滑 51.15%, 其中三季度实现 14.74 亿元, 同比下滑 43.71%; 实现归属于母公司股东净利润 3.12 亿元, 同比下滑 26.22%, 其中三季度实现 0.95 亿元, 同比下滑 32.84%; 前三季度实现 EPS 0.49 元, 其中三季度实现 0.15 元。

■ 事件评论

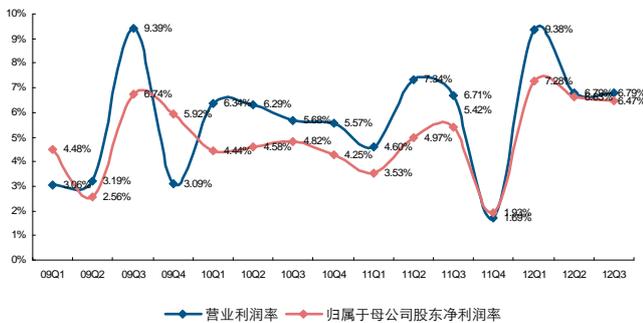
- 因受“美的系”战略转型影响, 公司前三季度主营增速呈持续下滑态势, 虽然三季度单季度增速环比有所回升, 但仍远低于行业平均水平。考虑到公司前期高增长更多的是基于渠道扩张及压货, 因此其近期出货增速明显回归也属正常; 另一方面, “美的系”营销体制的变革及费用支出的管控也是使得其主营增速远低于行业的主因。不过考虑到自去年四季度以来其出货基数明显降低, 我们预计公司四季度出货有望回归至去年同期水平。
- 公司前三季度毛利率同比提升 5.57 个百分点, 且三季度提升 8.94 个百分点。公司毛利率得以明显提升的主因在于以下两个方面: 首先, 在战略调整背景下, 公司通过调整产品结构放弃部分低盈利订单实现产品单价提升, 旗下“小天鹅”及“美的”品牌终端均价上涨明显, 且幅度高于行业平均水平; 其次, 前期铜、铝、冷轧板及塑料等大宗原材料价格较去年仍有一定下滑, 成本压力的持续缓解也在一定程度上使得毛利率有所改善。
- 报告期内公司期间费用率同比上升 3.17 个百分点, 在财务费用率下滑 1.16 个百分点背景下, 销售及管理费用率分别上升 3.53 及 0.79 个百分点共同导致总费用率有所回升。公司通过加强管控减少费用支出, 使得前三季度销售及管理费用分别下滑 27.83% 及 39.54%, 不过在主营下滑幅度较大的背景下, 规模效应缺失仍导致销售费用率及管理费用率有所回升。
- 受益战略调整影响, 公司前三季度盈利能力提升明显, 归属母公司股东净利润率同比提升 2.30 个百分点, 而使得公司盈利能力得以明显提升的直接原因仍在于毛利率的大幅改善, 这使得公司营业利润下滑幅度远低于主营下滑幅度。而受非全资子公司利润大幅下滑导致少数股东损益同比下滑 83.10% 影响, 使得公司归属于母公司股东净利润增速好于营业利润增速。
- 我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.619、0.715 及 0.816 元, 对应目前股价 PE 分别为 12.04、10.43 及 9.13 倍, 维持对公司的“推荐”评级。

图 1: 前三季度主营同比下滑 51.15%，其中三季度下滑 43.71%


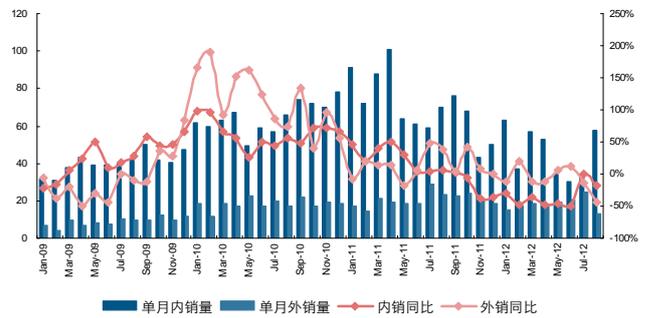
资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

图 3: 前三季度公司毛利率为 22.04%，同比上升 5.57 个百分点


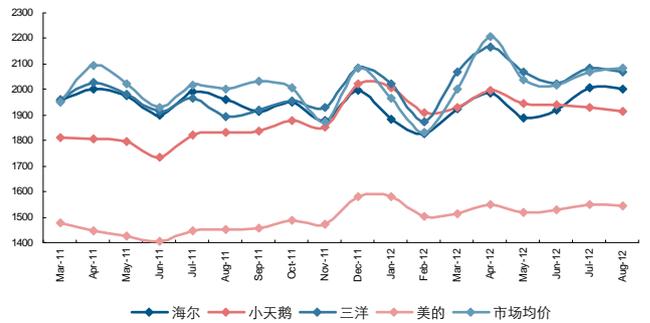
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 营业利润率及归属净利润率同比分别上升 0.08 及 1.05 个百分点


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 12 年 1-8 月小天鹅总销量同比下滑 33.35%


资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

图 4: 公司旗下“小天鹅”及“美的”品牌价格提升明显


资料来源: 中怡康零售监测, 长江证券研究部

图 6: 前三季度公司期间费用率为 13.93%，同比上升 3.17 个百分点


资料来源: Wind, 长江证券研究部

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	6568	7666	8825	货币资金	2415	2935	3601	4377
营业成本	9153	5351	6250	7216	交易性金融资产	4	4	4	4
毛利	1822	1217	1416	1609	应收账款	945	565	660	760
%营业收入	16.6%	18.5%	18.5%	18.2%	存货	809	473	553	638
营业税金及附加	22	13	16	18	预付账款	250	146	171	197
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	112	65	73	83
销售费用	894	525	598	671	流动资产合计	7294	5839	6988	8276
%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	210	230	265	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	-1	-9	-12	-14	投资性房地产	5	5	5	5
%营业收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	1365	1209	1049	854
资产减值损失	14	-22	5	6	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	1	1
营业利润	593	499	579	664	其他非流动资产	53	53	53	53
%营业收入	5.4%	7.6%	7.5%	7.5%	资产总计	9145	7413	8388	9467
营业外收支	77	80	90	100	短期贷款	7	0	0	0
利润总额	670	579	669	764	应付款项	4355	2546	2973	3433
%营业收入	6.1%	8.8%	8.7%	8.7%	预收账款	486	291	339	391
所得税费用	132	114	132	151	应付职工薪酬	135	79	93	107
净利润	539	465	537	613	应交税费	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	453.3	391.4	451.9	516.3	其他流动负债	168	98	114	132
少数股东损益	85	74	85	97	流动负债合计	5153	3015	3521	4064
EPS (元/股)	0.72	0.62	0.71	0.82	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	1	0	0	0
					其他非流动负债	27	27	27	27
					负债合计	5180	3042	3548	4090
					归属于母公司	3441	3774	4158	4597
					少数股东权益	524	598	683	780
					股东权益	3965	4371	4840	5377
					负债及股东权益	9145	7413	8388	9467
					基本指标				
						2011A	2012E	2013E	2014E
					EPS	0.717	0.619	0.715	0.816
					BVPS	5.44	5.97	6.57	7.27
					PE	10.39	12.04	10.43	9.13
					PEG	2.34	2.72	2.35	2.06
					PB	1.37	1.25	1.13	1.03
					EV/EBITDA	3.29	2.29	1.28	0.35
					ROE	13.2%	10.4%	10.9%	11.2%

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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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的范围内，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。