



胡铸强

执业证书编号: S0730209120121

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

销售平台整合初见成效

——小天鹅 A (000418) 点评报告

研究报告-公司点评

买入(维持)

发布日期: 2010年8月26日

报告关键要素:

半年报数据显示,销售平台整合已初见成效,主要表现为营业收入高速增长和“毛利率-销售费用率”的下降。预计营业收入高速增长将推动公司2010年利润高成长。2011年,在荣事达资产注入公司后,荣事达产品也将纳入当前公司销售框架,受益规模优势,公司的销售费用率和管理费用率均有进一步下降的空间。销售费用率和管理费用率的下降是推动2011年公司盈利增长的重要动力之一。

事件:

- **公司公布半年报**,报告期内,公司实现销售收入36.34亿元,同比增长91.02%,营业利润2.19亿元,同比增长268%,净利润1.68亿元,同比增长150%,每股收益为0.31元。

点评:

- **销售平台整合初见成效**。2009年四季度,控股股东美的电器业务整合步入销售平台整合阶段,将小天鹅产品销售纳入美的经销商网络,小天鹅产品的销售将全部依靠美的电器的经销商渠道。截止2010年一季度,除了国美、苏宁等全国性家电连锁,小天鹅全国超过一万家零售终端均已被纳入美的电器经销商体系。二季度起,销售平台整合的重点将转向在美的电器销售网络内为小天鹅产品拓展新的销售网点。半年报数据显示,销售平台整合已初见成效,主要表现为营业收入高速增长和“毛利率减销售费用率”的下降。
 - 上半年公司实现营业收入36.34亿元,同比增长了91.02%,其中二季度实现销售费用19.72亿元,同比增长112%,远高于一季度70%的增速,显示小天鹅产品在美的销售渠道内拓展顺利。
 - 公司内销平台与美的电器销售平台对接后,公司产品的销售全部依靠美的电器在全国60家经销商销售,原先由公司承担的部分市场广告、促销和店头管理等市场职能交由经销商承担,但同时公司也在对这些经销商的供货价格上给予更大的折扣。这直接导致了公司毛利率和销售费用率的下降,上半年公司实现毛利率15.70%,较去年同期上升5.64个百分点,销售费用率为5.82%,较去年同期下降6.29个百分点。为了使数据具有可比性,我们将“毛利率减销售费用率”作为衡量销售平台整合后效率指标,报告期内“毛利率减销售费用率”指标较去年同期提高了0.65个百分点。显示相对于公司,经销商在市场市场促销和店头管理上更具效率。
- **汇兑损失导致财务费用上升**。报告期内公司发生财务费用1122万元,较去年同期增长了901万元,其中汇兑损失从去年的66万元,上升到今年的798万元,同比上升了732万元。上半年公司出口仅较去年同期增长了47.94%,可见汇率波动对公司影响之大。当前人民币已恢复浮动汇率制,未来人民币升值对公司盈利能力的的影响值得关注。
- **2011年仍有望维持高成长**。公司拟向美的电器发行A股股份购买其持有的合肥荣事达洗衣设备制造有限公司9,414.50万美元股权(即69.47%的股权)。该重组事项已经公司董事会和股东大会审议通过并已获证监会有条件审核通过,待证监会最终批复后实施。在荣事达资产注入公司后,荣事达产

品也将纳入当前公司销售框架，受益规模优势，公司的销售费用率和管理费用率均有进一步下降的空间。我们认为销售费用率和管理费用率的下降是推动2011年公司盈利增长的重要动力之一。

- **维持公司“买入”的评级。**假设公司四季度与荣事达实现并表，预计2010年-2012年公司每股收益分别为0.65元、1.11元和1.39元，未来三年（2009年-2011年）净利润60%的复合增长率。以2010年8月21日16.34元的收盘价，公司相对于2010年、2011年的PE分别为25.14倍和14.72倍。维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**公司完成产权交割，与荣事达公司并表时间具有不确定性；公司产品进入美的电器经销商网点速度具有一定的不确定性；公司销售平台与荣事达销售平台整合速度具有不确定性。

● **盈利预测**

单位：亿元/元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	43.75	71.25	121.12	151.40
营业成本	33.53	59.35	100.90	126.12
营业税费	0.19	0.31	0.53	0.67
销售费用	5.05	4.99	7.87	9.84
管理费用	1.88	2.49	3.03	3.79
财务费用	0.01	0.16	0.56	0.65
资产减值损失	1.03	0.12	0.21	0.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.07	0.60	0.60	0.60
营业利润	2.00	4.42	8.62	10.68
营业外收入	1.10	0.03	0.00	0.00
营业外支出	0.33	0.03	0.00	0.00
利润总额	2.78	4.42	8.62	10.68
所得税	0.56	0.66	1.29	1.60
净利润	2.22	3.76	7.33	9.08
少数股东权益	0.00	0.08	0.26	0.27
归属母公司净利润	2.22	3.67	7.07	8.81
加权后 EPS（元）	0.41	0.65	1.11	1.39

资料来源：中原证券

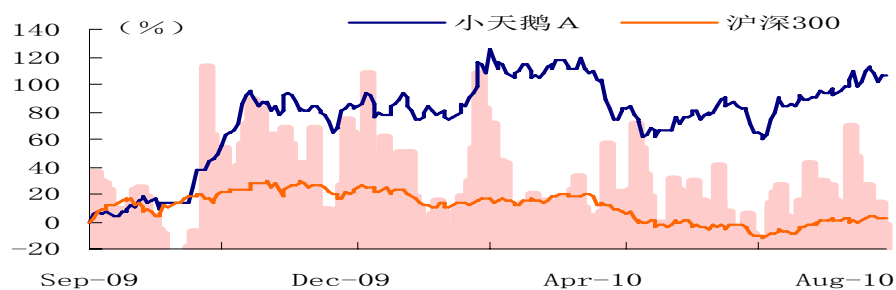
市场数据 (2010年08月25日)

收盘价 (元)	16.34
一年内最高/最低 (元)	18.10/7.46
沪深300 指数	2843.02
市净率 (倍)	4.63
流通市值 (亿元)	56.88

基础数据 (2010年06月30日)

每股净资产 (元)	3.70
每股经营现金流 (元)	0.92
毛利率 (%)	15.70
净资产收益率 (%)	8.68
资产负债率 (%)	63.95
总股本/流通股 (万股)	35,662/34,813
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100729 小天鹅 A 调研报告: 整合进入收获期.doc... ..10 年 07 月 21 日

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。