

分析师: 陈志坚 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

执业证书编号: S0490208040136

联系人: 杨靖凤 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

整合效应明显, 看好产能扩张带动下的业绩提升

事件描述

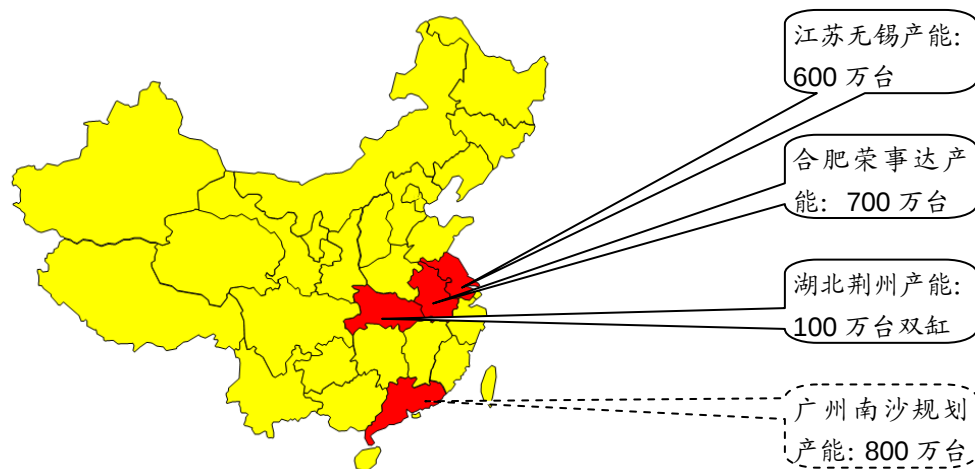
近日我们实地调研了无锡小天鹅股份有限公司, 与公司董事会秘书就公司目前的生产经营状况以及未来的发展战略等相关情况进行了深入的交流。

事件评论

第一, 产能持续扩张, 打造美的洗衣机业务发展平台

自美的 08 年 3 月入主小天鹅以来, 公司即成为美的电器做大做强洗衣机业务的发展平台。除小天鹅外, 美的旗下还有荣事达洗衣机资产, 考虑到同业竞争的规避, 小天鹅增发收购美的旗下的荣事达资产已获得证监会有条件批准。目前小天鹅无锡旧厂区产能已全部转移至新工业园区, 园区规划产能为 800 万台, 实际建设产能为 600 万台, 其中包括 200 万台滚筒洗衣机产能以及 400 万台全自动波轮洗衣机产能。除无锡工业园外, 公司另有湖北荆州基地产能 100 万台左右, 主要以低端双缸洗衣机为主。考虑到荣事达 700 万台洗衣机产能年底前可能并表, 合并后公司目前实际产能为 1400 万台。加上公司刚准备上马的广州南沙 800 万台洗衣机产能 (未包括 100 万台干洗机产能), 至 2012 年底, 公司洗衣机产能将达到 2200 万台。

图 1: 公司产能分布一览



资料来源: 长江证券研究部

公司收购美的荣事达资产后, 将拥有美的、小天鹅及荣事达三个品牌。公司已经规划好三个品牌的市场运作: 美的品牌洗衣机未来市场主要集中于年轻时尚一族; 小天鹅集中于中高端市场; 荣事达则定位于大众化品牌。受家电下乡拉

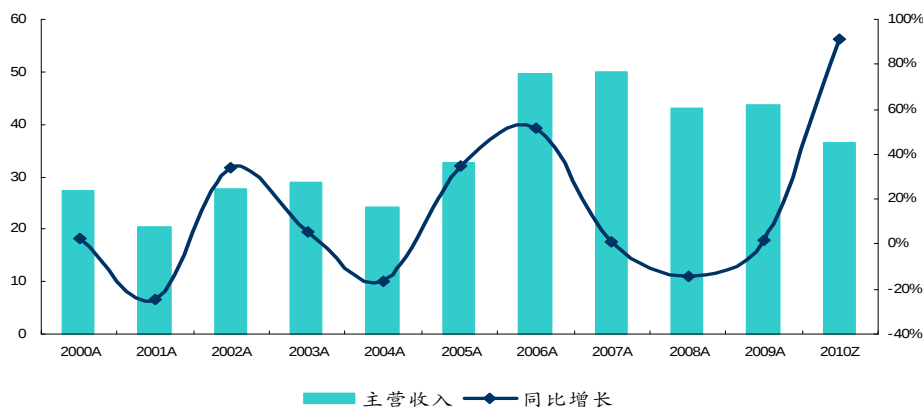
动，目前公司小天鹅品牌在农村市场销售份额约 30%左右，荣事达品牌由于定位较为大众化，其在农村市场份额占比更高，我们预计随着公司洗衣机产能的增长未来农村市场销量占比仍会持续扩大。目前公司出口比例在 20%左右，且主要以 OEM 方式进行。

公司作为美的的洗衣机业务发展平台，目前发展重心仍将放在洗衣机主业上，为推动公司“以洗为主、做大做强核心主业”的发展战略，公司已逐渐将非核心业务资产进行剥离，截止目前，公司非核心业务资产剥离基本完成，少量未剥离资产也基本处于停产清算状态。

第二，美的整合效应明显，市场占有率稳步提升

在美的入主公司前，由于前控股股东忽视公司的发展，公司市占率逐渐由第一下滑至第三的位置。美的入主后，公司经营状况改善明显。第一，公司逐渐融入了美的的管理模式，建立了公司的 ERP 信息管理系统，公司经营管理能力得到较大的改善。第二，借助美的规模优势，在部分大宗原材料采购商议价能力得到增强，成本优势得到提高。第三，公司目前销售网点约 10000 个左右，并入美的销售渠道后，考虑到美的销售网点数目目前已经超过 30000 个，我们预计公司未来销售网点数目也将大幅提升，公司对下游渠道的掌控能力也将得到进一步增强。最后，在美的入主后，公司研发投入也有明显增加，公司的技术水平提升明显，目前公司研发实力在国内洗衣机行业中处于领先地位，依托无锡物联网发展平台，公司物联网洗衣机目前已经在美国上市销售，反响较好。5 月份公司洗衣机实验室又成为国内首家一次性通过 VDE 认证测试机构认可的实验室。美的入主后的整合效应在今年上半年已得到明显的体现，公司营业收入及净利润同比均得到大幅提升。

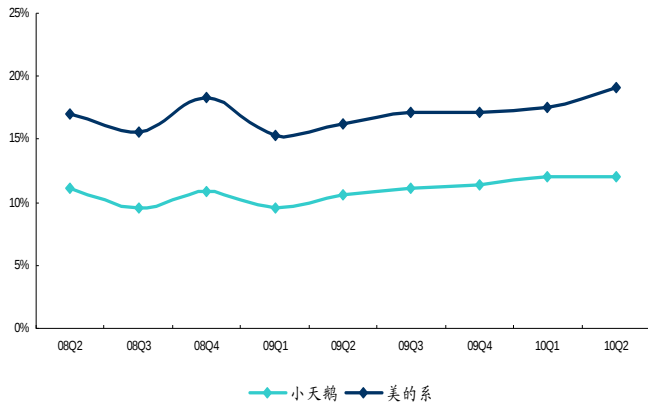
图 2：公司上半年主营同比大幅提升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

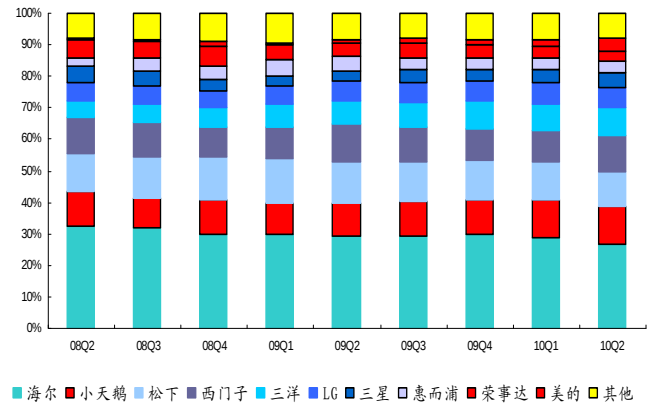
美的对公司的整合效应也体现在公司市占率上，上半年公司市占率提升至行业第二，与龙头海尔的差距逐渐缩小。考虑到公司对美的的洗衣机平台的整合，“美的系”洗衣机在洗衣机零售额中的占比合计已经达到 19.10%。公司下游渠道的整合以及新增产能的逐步释放，我们认为“美的系”市占率在未来一段时期内仍将持续提升。

图 3：“美的系”洗衣机市场占有率稳步提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

图 4：国内洗衣机市场零售额占有率一览

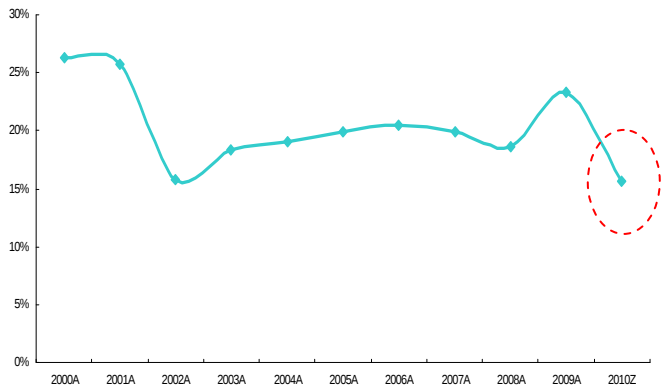


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

第三、销售模式变更，带动毛利率及费用率同步下滑

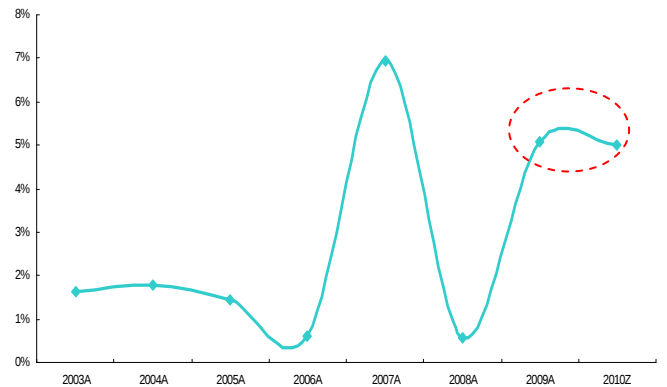
公司历年来毛利率较稳定，上半年公司毛利率大幅下滑，主要原因在于公司销售渠道变更，销售模式逐渐由代理分销模式变更为区域销售公司模式，目前公司区域渠道销售公司已经达到 60 多个。这种销售模式的特点在于公司的销售费用主要由区域销售公司承担，公司则以较低的价格供货给销售公司。在此种销售模式下，公司的毛利率必然会有所下滑，同时销售费用率也会大幅下滑。我们预计下半年毛利率回升的可能性不大，但是“毛利率-费用率”应该还有少许提升的空间。公司上半年在毛利率大幅下滑的情况下，公司“毛利率-费用率”仍有少许提升，且净利率基本与去年持平。

图 5：销售模式变更使得毛利率下滑明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

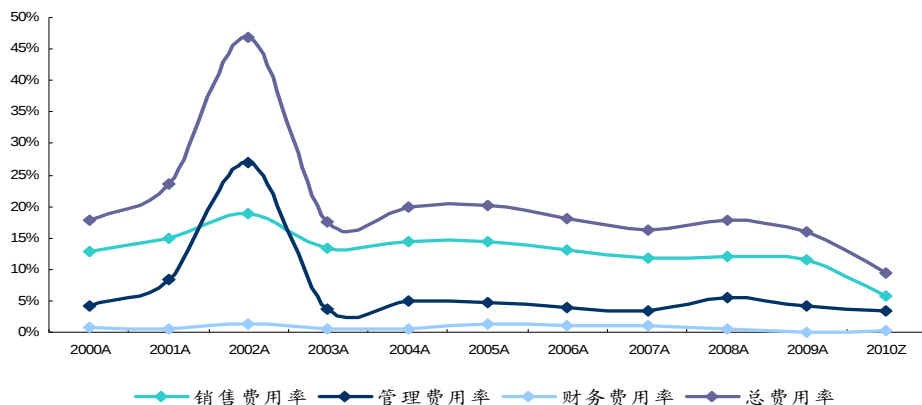
图 6：净利率基本与去年持平



资料来源：Wind，长江证券研究部

由于区域销售公司承担了公司原有的大部分销售费用，因此在此种销售模式下公司费用率也下滑明显，上半年公司费用率下滑幅度高于毛利率下滑幅度。同时公司三四级市场销量的增长也是公司费用率下滑的一个原因。与同行相比，公司的费用率水平也处于较低的水平，随着公司与美的销售渠道的持续整合以及销售规模的逐步扩大，公司未来费用率大幅回升的可能性不大。

图 7：公司费用率一直呈下滑趋势，未来大幅回升可能性不大



资料来源：Wind，长江证券研究部

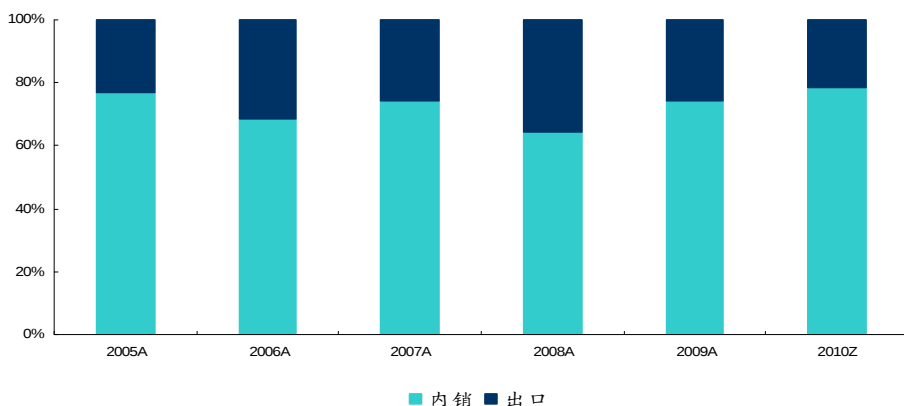
第四、南沙洗衣机工业园筹建，打造洗衣机综合性出口基地

为进一步完善公司的产业布局，满足日益增长的市场需求，公司于近日公告称拟在广州南沙区筹建小天鹅南沙工业园。工业园投资项目预计最早于今年 10 月份动工，基建施工预计于 2011 年 12 月完成。工业园项目土地和基建拟一次性投入，设备分两期投入。一期投产后，形成年产能 400 万台，二期新增扩能 500 万台，至 2012 年底二期全部达产，具备总年产能 900 万台的生产能力，其中新增洗衣机产能 800 万台、干衣机产能 100 万台。

公司选择广州南沙作为公司重要的区域战略基地，主要考虑到以下几个方面的因素：首先，广州南沙区临近珠三角家电配套集群地区，供应链配套设施较完善。其次，南沙工业园靠近南沙港，出口便利，区域优势明显，利于打造公司洗衣机出口基地。第三、考虑到大股东美的南沙工业园项目已经开建，公司选址南沙可逐步配合大股东建立完善的区域性冰洗空白电基地。

公司将南洗衣机工业园规划为洗衣机综合性出口基地，同时辐射内销华南区域市场。目前公司出口洗衣机在主营中占比约 20% 左右，且主要以 OEM 方式出口为主，近年来呈下滑趋势，随着南沙基地产能的释放，公司将借助美的海外渠道逐步扩张出口业务，未来主营中出口占比提升空间较大。

图 8：公司出口业务在主营中占比近年持续下滑，提升空间较大



资料来源：Wind，长江证券研究部

第五，首次给予“谨慎推荐”评级

公司目前整合优势逐步得到体现，未来产能也将得到极大提升，公司成长性较好，我们也同样看好南沙工业园带来的出口增长机会。我们预计荣事达资产年内并表可能性较大，同时考虑增发后的摊薄效应，预计未来三年公司 EPS 分别为：0.70、0.91 及 1.08 元，对公司给予“谨慎推荐”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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4375	8010	9960	12187	货币资金	852	296	277	292
营业成本	3353	6780	8229	10021	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1023	1230	1731	2166	应收账款	900	2201	2824	3474
% 营业收入	23.4%	15.4%	17.4%	17.8%	存货	440	887	1076	1311
营业税金及附加	19	35	43	53	预付账款	66	135	164	199
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	17	21	25	30
销售费用	505	521	598	731	流动资产合计	2881	4741	5861	7135
% 营业收入	11.5%	6.5%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	188	320	398	487	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	144	146	148	151
财务费用	1	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	615	642	694	722
资产减值损失	103	-220	-48	8	无形资产	142	134	128	121
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-7	2	3	3	递延所得税资产	80	0	0	2
营业利润	200	577	744	890	其他非流动资产	17	17	17	17
% 营业收入	4.6%	7.2%	7.5%	7.3%	资产总计	3879	5680	6848	8149
营业外收支	78	0	0	0	短期贷款	1	0	0	0
利润总额	278	577	744	890	应付款项	1566	3168	3845	4683
% 营业收入	6.3%	7.2%	7.5%	7.3%	预收账款	135	240	299	366
所得税费用	56	115	149	178	应付职工薪酬	67	135	164	199
净利润	222	462	595	712	应交税费	116	233	298	358
归属于母公司所有者					其他流动负债	64	121	147	179
的净利润	222.2	444.6	572.9	685.6	流动负债合计	1949	3898	4752	5785
少数股东损益	0	17	22	27	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.35	0.70	0.91	1.08	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	15	15	15	15
经营活动现金流净额	139	153	396	579	负债合计	1964	3913	4767	5800
取得投资收益	44	0	0	0	归属于母公司	1855	2965	3452	4035
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	28	0	0	0	少数股东权益	60	77	99	126
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1915	3042	3551	4161
固定资产投资	47	-100	-135	-122	负债及股东权益	3879	6955	8319	9961
其他	58	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	134	-100	-135	-122		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.351	0.703	0.906	1.084
股权融资	0	732	0	0	BVPS	3.39	5.41	6.30	7.37
银行贷款增加（减少）	-34	0	0	0	PE	55.48	27.72	21.52	17.98
筹资成本	5	-66	-84	-101	PEG	1.22	0.61	0.47	0.39
其他	-9	0	0	0	PB	5.75	3.60	3.09	2.65
筹资活动现金流净额	-38	666	-84	-101	EV/EBITDA	45.77	18.30	14.49	12.17
现金净流量	234	719	177	356	ROE	12.0%	15.0%	16.6%	17.0%

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
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(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
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需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。