

小天鹅 A (000418.SZ)

白色家电行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

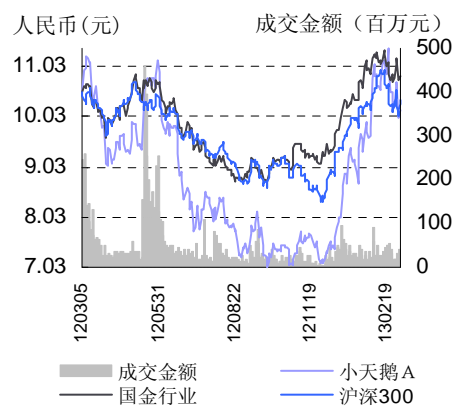
市价(人民币): 10.18元

目标(人民币): 12.01元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 220.30 |
| 总市值(百万元) | 64.39 |
| 年内股价最高最低(元) | 11.39/7.03 |
| 沪深 300 指数 | 2622.81 |
| 深证成指 | 9341.35 |



相关报告

- 《业绩低于预期,明显改善还需等待》, 2012.10.22
- 《收入降幅有所收窄,调整仍在继续》, 2012.8.23
- 《收入大幅下降,但净利率提高使业绩超预期》, 2012.4.23

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

4Q12 收入恢复增长, 但利润增速低于预期

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.717 | 0.535 | 0.667 | 0.793 | 0.918 |
| 每股净资产(元) | 5.44 | 6.28 | 6.95 | 7.74 | 8.66 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.38 | 0.26 | 0.96 | 0.90 | 1.98 |
| 市盈率(倍) | 11.96 | 17.61 | 15.27 | 12.84 | 11.09 |
| 行业优化市盈率(倍) | 9.39 | 9.59 | 9.59 | 9.59 | 9.59 |
| 净利润增长率(%) | -10.57% | -25.35% | 24.63% | 18.89% | 15.75% |
| 净资产收益率(%) | 13.17% | 8.52% | 9.60% | 10.24% | 10.60% |
| 总股本(百万股) | 632.49 | 632.49 | 632.49 | 632.49 | 632.49 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 小天鹅 A2012 年实现营业收入 69.0 亿元, 同比下降-37.1%; 归属于上市公司股东的净利润 3.4 亿元, 同比下降 25.4%; EPS 为 0.54 元, 低于我们 0.65 元的预期。

经营分析

- **4Q12 收入增速高达 44%, 说明公司的渠道库存已调整完毕, 开始逐步恢复。**公司收入和增速季节走势呈“U”字型, 从 2011 年初出货量逐季减少, 经历近 2 年的时间, 渠道库存不断减少并优化结构, 目前已趋于合理, 4Q12 已经开始恢复性增长, 这一趋势在 13 年有望得以延续。
- **毛利率提升显现产品升级效果, 费用率增加导致净利率同比略有下降。**公司 12 年二季度以来毛利率维持在 23%左右, 产品结构升级初见成效, 4Q12 毛利率同比提升 6.3 个百分点; 4Q12 销售支持力度有所增加, 研发费用继续高投入, 利息收入减少使得三项费用率都同比上升 2 个百分点, 加之投资收益及营业外收入减少, 最终 4Q12 毛利率为 1.2%, 同比下降 0.8 个百分点。
- **因收入下降, 公司的应收票据及应收账款均下降;** 存货同比增加 13.6%, 库存增加说明公司对未来需求看好。
- **最艰难时刻已经过去, 2013 年将恢复增长。**公司加大研发投入、提升生产管理水平以实现产品力的提升; 营销管理回归公司后, 公司努力使责权清晰化, 激发经营活力, 加快产品周转, 提升运营效率; 目前公司渠道库存合理, 综合实力提升后, 2013 年有望实现较快的业绩增长。

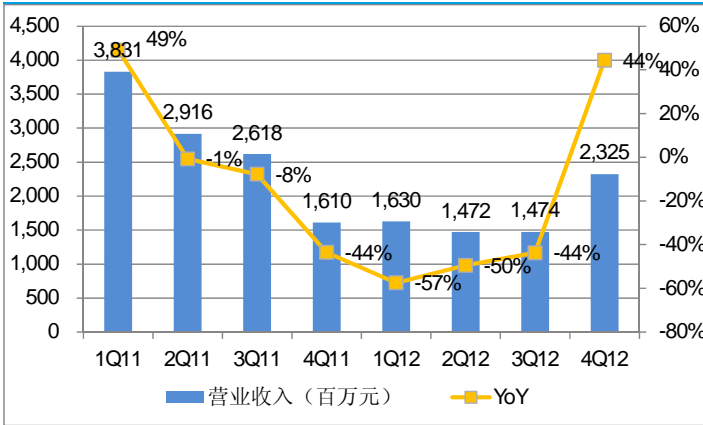
盈利调整

- 预计公司 2013-2015 年收入分别为 85.4、101.3、117.9 亿元, 增速为 23.7%、18.7%、16.4%; EPS 为 0.667、0.793、0.918 元, 净利润同比增长 24.6%、18.9%、15.8%。

投资建议

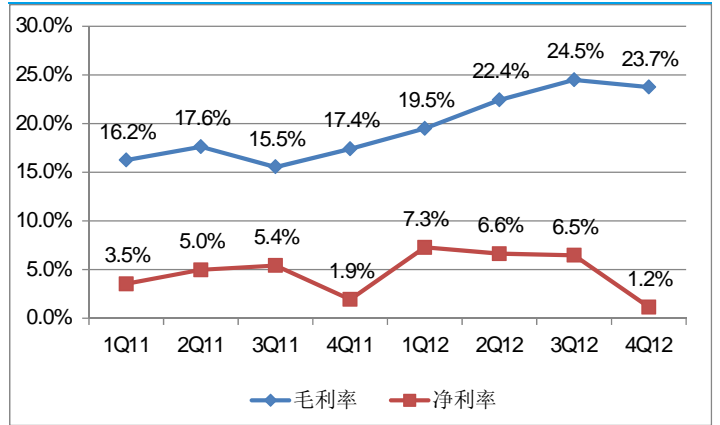
- 公司大调整已基本结束, 综合竞争力提升, 渠道库存也已调整至合理水平, 通过增加销售支持推动零售增长, 带动出货的增长, 2013 年业绩增速有望恢复至 20%, 现价对应 15.3X13PE/12.8X14PE, 随着增长的恢复, 可以给 18X13PE, 目标价 12.01 元, 维持增持评级。

图表1: 单价营业收入及 YoY



来源: 国金证券研究所

图表2: 单价毛利率及净利率



图表3: 利润表分析

| | | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 4Q12 同比 | 4Q12 环比 | 点评 |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|------------|------------|---------------|
| 单季收入及增速 | 营业收入 (百万元) | 3831 | 2916 | 2618 | 1610 | 1630 | 1472 | 1474 | 2325 | 44.4% | 57.7% | 渠道库存已合理, 收入回升 |
| | 收入YoY | 49% | -1% | -8% | -44% | -57% | -49.5% | -43.7% | 44.4% | | | |
| 利润表结构百分比 | 毛利率 | 16.2% | 17.6% | 15.5% | 17.4% | 19.5% | 22.4% | 24.5% | 23.7% | 6.3 | -0.8 | 产品力提升 |
| | -销售费用率 | 6.9% | 8.9% | 6.5% | 12.5% | 6.1% | 12.6% | 14.7% | 14.6% | 2.2 | -0.0 | 加大销售支持力度 |
| | 毛利率-费用率 | 9.3% | 8.7% | 9.1% | 4.9% | 13.4% | 9.8% | 9.8% | 9.1% | 4.2 | -0.7 | |
| | -管理费用率 | 5.1% | 1.5% | 2.8% | 3.8% | 4.0% | 4.0% | 4.4% | 6.1% | 2.3 | 1.7 | 研发费用增加 |
| | -财务费用率 | 0.1% | -0.1% | 0.0% | -0.2% | -1.0% | -1.0% | -1.4% | 2.1% | 2.3 | 3.6 | 利息收入减少 |
| | -资产减值损失 | 0.2% | 0.0% | 0.7% | -0.6% | 0.3% | -0.2% | -0.5% | 0.6% | 1.2 | 1.1 | |
| | 公允价值变动收益 | 0.3% | 0.0% | -0.1% | -0.8% | -0.2% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.8 | 0.0 | |
| | +投资收益 | 0.6% | 0.3% | 1.4% | 0.8% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | -0.2% | -1.0 | -0.3 | |
| | +营业外收支 | 0.5% | 0.2% | 0.8% | 1.8% | 0.0% | 1.0% | 0.5% | 0.8% | -1.0 | 0.4 | |
| | =利润总额 | 5.1% | 7.6% | 7.5% | 3.5% | 9.4% | 7.8% | 7.2% | 3.0% | -0.4 | -4.2 | |
| | -所得税费用 | 0.9% | 1.8% | 1.2% | 1.0% | 1.5% | 0.7% | 1.1% | 0.7% | -0.3 | -0.4 | |
| -少数股东损益 | 0.7% | 0.8% | -2.0% | 5.3% | 0.7% | -0.7% | 0.0% | 0.0% | -5.3 | 0.0 | | |
| 归属于母公司所有者净利润率 | 3.5% | 5.0% | 5.4% | 1.9% | 7.3% | 6.6% | 6.5% | 1.2% | -0.8 | -5.3 | 费用增加所致 | |
| 单季净利润及增速 | 净利润 (百万元) | 135 | 145 | 142 | 31 | 119 | 98 | 95 | 27 | -13.6% | -71.9% | |
| | 净利润YoY | 19% | 8% | 4% | -74% | -12% | -32.6% | -32.8% | -13.6% | | | |

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表4: 三张报表及摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 11,202 | 10,976 | 6,900 | 8,537 | 10,132 | 11,792 |
| 增长率 | 65.7% | -2.0% | -37.1% | 23.7% | 18.7% | 16.4% |
| 主营业务成本 | -9,445 | -9,153 | -5,340 | -6,585 | -7,808 | -9,080 |
| %销售收入 | 84.3% | 83.4% | 77.4% | 77.1% | 77.1% | 77.0% |
| 毛利 | 1,757 | 1,822 | 1,560 | 1,952 | 2,324 | 2,711 |
| %销售收入 | 15.7% | 16.6% | 22.6% | 22.9% | 22.9% | 23.0% |
| 营业税金及附加 | -24 | -22 | -30 | -43 | -51 | -59 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | -738 | -894 | -841 | -1,042 | -1,241 | -1,450 |
| %销售收入 | 6.6% | 8.1% | 12.2% | 12.2% | 12.3% | 12.3% |
| 管理费用 | -326 | -373 | -331 | -401 | -476 | -542 |
| %销售收入 | 2.9% | 3.4% | 4.8% | 4.7% | 4.7% | 4.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 669 | 533 | 358 | 467 | 556 | 660 |
| %销售收入 | 6.0% | 4.9% | 5.2% | 5.5% | 5.5% | 5.6% |
| 财务费用 | -34 | 1 | 3 | 55 | 66 | 77 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.0% | 0.0% | -0.6% | -0.7% | -0.7% |
| 资产减值损失 | 21 | -14 | -9 | -12 | -12 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 8 | -3 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 77 | 56 | 6 | 6 | 5 |
| %税前利润 | 0.6% | 11.5% | 12.5% | 1.0% | 0.9% | 0.6% |
| 营业利润 | 668 | 593 | 404 | 515 | 616 | 740 |
| 营业利润率 | 6.0% | 5.4% | 5.9% | 6.0% | 6.1% | 6.3% |
| 营业外收支 | 53 | 77 | 41 | 30 | 32 | 34 |
| 税前利润 | 722 | 670 | 446 | 545 | 648 | 774 |
| 利润率 | 6.4% | 6.1% | 6.5% | 6.4% | 6.4% | 6.6% |
| 所得税 | -112 | -132 | -67 | -87 | -104 | -124 |
| 所得税率 | 15.5% | 19.7% | 15.0% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 净利润 | 610 | 539 | 379 | 458 | 545 | 650 |
| 少数股东损益 | 103 | 85 | 40 | 36 | 43 | 70 |
| 归属于母公司的净利润 | 507 | 453 | 338 | 422 | 501 | 580 |
| 净利率 | 4.5% | 4.1% | 4.9% | 4.9% | 4.9% | 4.9% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|
| 净利润 | 610 | 539 | 379 | 458 | 545 | 650 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 86 | 157 | 48 | 52 | 53 | 43 |
| 非经营收益 | -30 | -65 | 9 | -36 | -38 | -39 |
| 营运资金变动 | 57 | -387 | -275 | 134 | 10 | 597 |
| 经营活动现金净流 | 723 | 243 | 161 | 609 | 570 | 1,252 |
| 资本开支 | -168 | -195 | 73 | -47 | -45 | -33 |
| 投资 | -17 | 162 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 27 | 34 | 53 | 6 | 6 | 5 |
| 投资活动现金净流 | -158 | 1 | 124 | -42 | -39 | -28 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 8 | -2 | 60 | -7 | 1 | 2 |
| 其他 | -1 | -80 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 7 | -82 | 60 | -7 | 1 | 2 |
| 现金净流量 | 572 | 161 | 346 | 560 | 532 | 1,226 |

来源: 公司年报, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,216 | 2,415 | 2,761 | 3,321 | 3,853 | 5,079 |
| 应收款项 | 2,482 | 3,703 | 2,284 | 2,741 | 3,253 | 3,542 |
| 存货 | 1,051 | 809 | 567 | 700 | 830 | 724 |
| 其他流动资产 | 494 | 366 | 145 | 171 | 201 | 233 |
| 流动资产 | 6,243 | 7,294 | 5,758 | 6,933 | 8,138 | 9,579 |
| %总资产 | 78.0% | 80.0% | 70.4% | 74.4% | 77.1% | 79.7% |
| 长期投资 | 110 | 11 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 固定资产 | 1,222 | 1,340 | 1,337 | 1,368 | 1,398 | 1,417 |
| %总资产 | 15.3% | 14.7% | 16.4% | 14.7% | 13.2% | 11.8% |
| 无形资产 | 304 | 370 | 322 | 327 | 332 | 337 |
| 非流动资产 | 1,759 | 1,826 | 1,670 | 1,707 | 1,742 | 1,767 |
| %总资产 | 22.0% | 20.0% | 20.4% | 18.3% | 16.5% | 14.7% |
| 资产总计 | 8,002 | 9,120 | 8,174 | 9,319 | 10,560 | 12,026 |
| 短期借款 | 9 | 7 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 4,328 | 5,006 | 2,897 | 3,640 | 4,316 | 5,111 |
| 其他流动负债 | 144 | 160 | 80 | 99 | 117 | 136 |
| 流动负债 | 4,482 | 5,173 | 3,051 | 3,738 | 4,433 | 5,247 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 |
| 其他长期负债 | 9 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 4,491 | 5,180 | 3,051 | 3,738 | 4,434 | 5,250 |
| 普通股股东权益 | 3,056 | 3,441 | 3,973 | 4,395 | 4,896 | 5,476 |
| 少数股东权益 | 454 | 524 | 1,150 | 1,186 | 1,229 | 1,299 |
| 负债股东权益合计 | 8,002 | 9,120 | 8,174 | 9,319 | 10,560 | 12,026 |

比率分析

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.801 | 0.717 | 0.535 | 0.667 | 0.793 | 0.918 |
| 每股净资产 | 4.832 | 5.441 | 6.281 | 6.948 | 7.741 | 8.658 |
| 每股经营现金净流 | 1.145 | 0.383 | 0.255 | 0.962 | 0.901 | 1.979 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.100 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 16.58% | 13.17% | 8.52% | 9.60% | 10.24% | 10.60% |
| 总资产收益率 | 6.34% | 4.96% | 4.14% | 4.53% | 4.75% | 4.83% |
| 投入资本收益率 | 16.05% | 10.77% | 5.85% | 7.02% | 7.62% | 8.17% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 65.74% | -2.02% | -37.13% | 23.73% | 18.69% | 16.38% |
| EBIT增长率 | 46.20% | -20.38% | -32.89% | 30.50% | 19.19% | 18.60% |
| 净利润增长率 | 50.02% | -10.57% | -25.35% | 24.63% | 18.89% | 15.75% |
| 总资产增长率 | 279.87% | 14.29% | -18.55% | 16.32% | 14.36% | 14.84% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 15.6 | 32.2 | 34.0 | 34.0 | 34.0 | 30.0 |
| 存货周转天数 | 20.9 | 38.2 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 30.0 |
| 应付账款周转天数 | 57.4 | 115.4 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 固定资产周转天数 | 39.6 | 45.4 | 72.3 | 59.5 | 51.0 | 44.5 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -63.08% | -60.85% | -52.54% | -59.59% | -62.96% | -74.98% |
| EBIT利息保障倍数 | 19.8 | -523.1 | -117.1 | -8.5 | -8.4 | -8.6 |
| 资产负债率 | 56.12% | 56.64% | 37.33% | 40.12% | 41.99% | 43.66% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 1 | 1 | 1 | 6 |
| 增持 | 0 | 2 | 3 | 3 | 14 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.67 | 1.71 | 1.73 | 1.79 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-08-26 | 增持 | 13.11 | 15.98 ~ 17.30 |
| 2 2011-10-21 | 增持 | 10.07 | 14.00 ~ 14.00 |
| 3 2012-01-17 | 增持 | 8.86 | 10.60 ~ 10.60 |
| 4 2012-02-03 | 增持 | 9.28 | 10.17 ~ 12.20 |
| 5 2012-03-02 | 增持 | 10.47 | 12.90 ~ 12.90 |
| 6 2012-04-23 | 增持 | 9.49 | 12.73 ~ 12.73 |
| 7 2012-08-23 | 增持 | 7.77 | 8.39 ~ 8.61 |
| 8 2012-10-22 | 增持 | 7.47 | 8.40 ~ 8.40 |

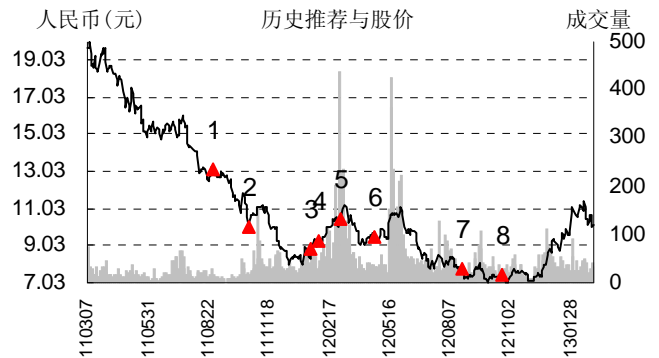
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B