

2013-08-06

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

小天鹅 A (000418)
内销增速表现抢眼，业绩总体符合预期

分析师：徐春

☎ (8621)68751711

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号:S0490513070006

联系人：吴东炬

☎ (8621)68751711

✉ wudj1@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

 《主营表现抢眼，费用增长导致业绩下滑》
 2013/4/23

 《主营增速回升明显，但业绩低于市场预期》
 2013/3/5

 《主营增速符合预期，盈利能力持续改善》
 2012/10/22

报告要点

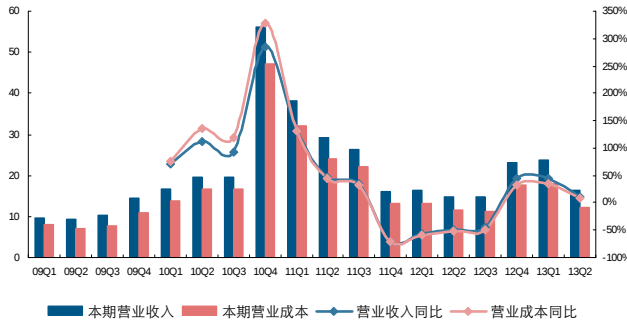
■ 事件描述

小天鹅 A 披露其 13 年中期财报：报告期内公司实现主营 39.98 亿元，同比增长 28.92%，其中二季度实现 16.39 亿元，同比增长 11.36%；实现营业利润 2.69 亿元，同比增长 6.29%，其中二季度实现 1.29 亿元，同比增长 29.22%；实现归属股东净利润 2.21 亿元，同比增长 2.19%，其中二季度实现 1.10 亿元，同比增长 12.61%；公司上半年实现 EPS 0.349 元，其中二季度实现 0.174 元。

■ 事件评论

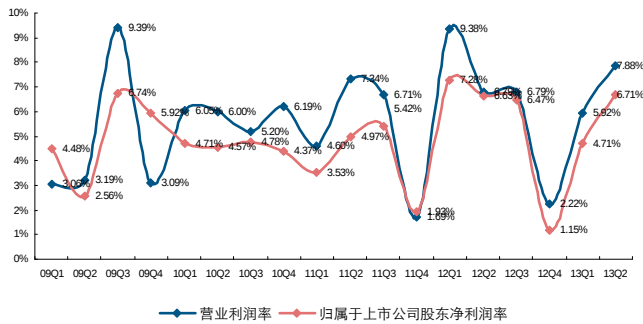
- 受益于战略调整带来的恢复性增长，上半年公司内销出货表现抢眼，收入增幅达 64.64%，远超行业平均水平，这一方面表现在市占率提升带来的销量快速增长，另一方面则表现在产品力提升带来的出厂均价上调；不过出口市场则在主动调结构及经济乏力背景下仍有所下滑，上半年公司出口收入下滑 23.14%，拖累整体收入表现；总体来说，报告期内公司收入增速保持快速稳健增长态势，且产品结构及区域结构符合战略转型大方向。
- 上半年公司毛利率提升 3.94 个百分点，其中二季度提升 2.95 个百分点，其改善主要体现在以下几个方面：一方面，上半年公司毛利率较高的内销收入增速明显快于出口，从而带动整体毛利率提升；另一方面，战略转型及节能政策实施推动下公司产品结构改善明显，出厂价及终端均价均有提升；此外，渠道层级的减少也在一定程度上使得公司毛利率有所提升；从长期看，随着战略转型成效显现，预计公司毛利率仍有进一步提升的空间。
- 虽然毛利率大幅改善，但上半年公司盈利能力同比仍下滑 1.45 个百分点，其原因主要在于公司销售模式由销售公司向“直营+代理”的变更，使得原本由省级代理商承担的销售人员工资、安装费、维修费及促销费等费用转移至公司所致，受此影响上半年公司销售费用率提升 4.35 个百分点；不过在二季度销售费用率仍略有增长且汇兑损益及研发投入加大背景下，公司单季度盈利能力因毛利率的明显改善同比仍略有提升并达到 6.71%。
- 虽然行业或将步入缓步增长期，但随着消费升级趋势延续以及普惠式刺激政策退出，集中度仍有进一步提升空间，同时市场也将逐步由“量增”模式向“质增”模式转变；而随着战略转型成效显现，公司有望在保持出货规模快速稳健增长的同时实现从“量增”向“质增”的弯道超车，从而带来盈利能力持续提升及业绩超预期；综上，预计公司 13、14 年 EPS 为 0.64、0.79 元，对应目前股价 PE 为 11.98、9.71 倍，维持“推荐”评级。

图 1：13 年上半年主营增长 28.92%，其中二季度增长 11.36%



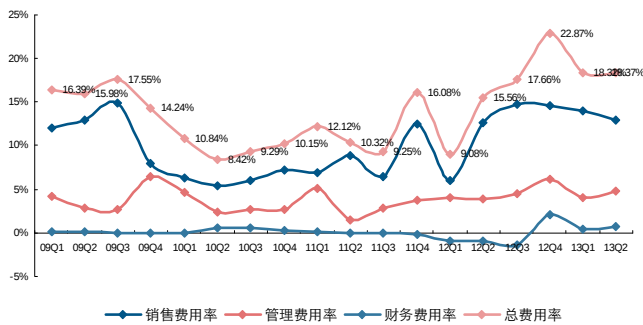
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 3：二季度营业利润率及归属净利率分别上升 1.09 及 0.07 个百分点



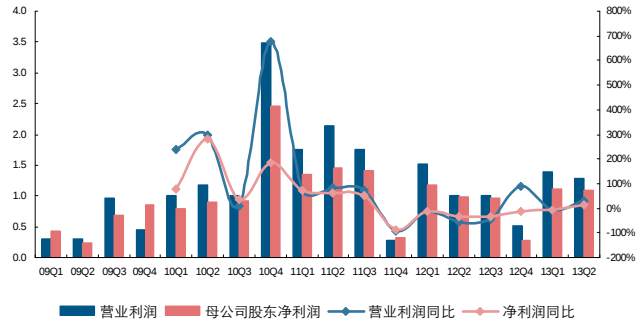
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 5：二季度总费用率为 18.37%，同比上升 2.81 个百分点



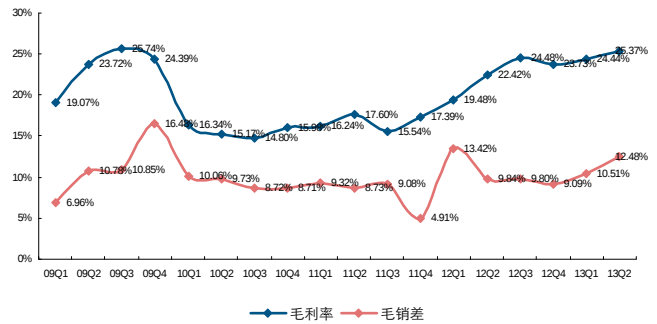
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 2：二季度营业利润及归属净利润同比分别增长 29.22% 及 12.61%



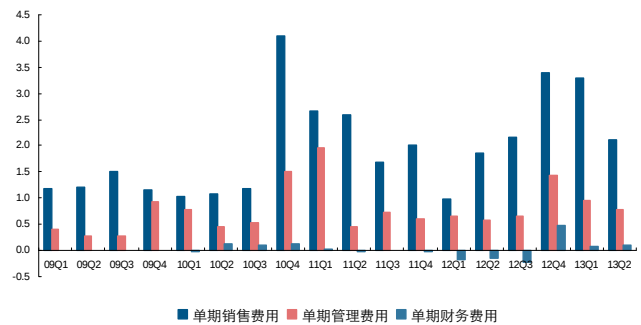
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 4：二季度毛利率为 25.37%，同比上升 2.95 个百分点



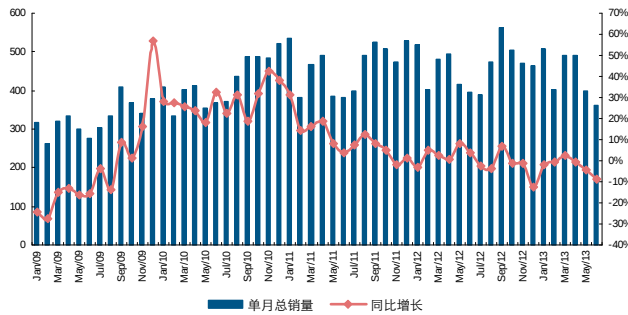
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 6：公司期间费用绝对额一览



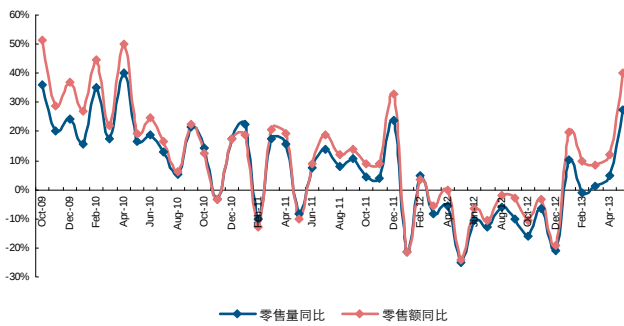
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 7：13 年上半年洗衣机行业出货量同比下滑 2.03%



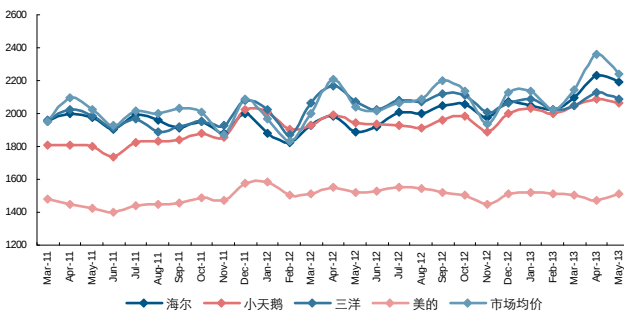
资料来源：产业在线,长江证券研究部

图 9：13 年 1-5 月洗衣机零售量及零售额分别增长 8.29%及 17.76%



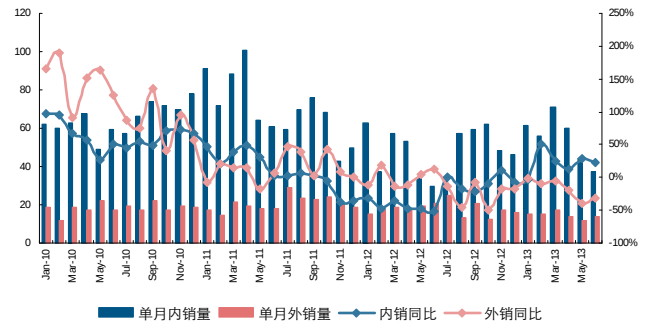
资料来源：中怡康零售监测,长江证券研究部

图 11：13 年 1-5 月“小天鹅”均价上涨 4.32%，“美的”下跌 2.04%



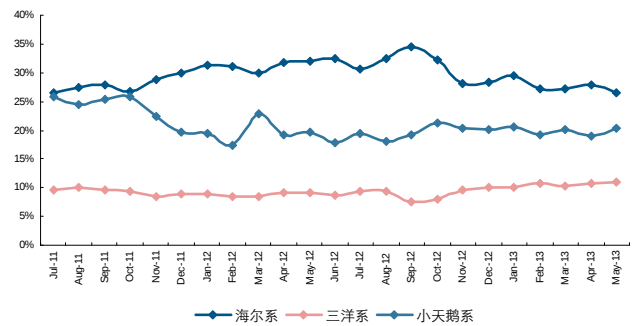
资料来源：中怡康零售监测,长江证券研究部

图 8：13 年上半年公司洗衣机出货量同比增长 9.08%



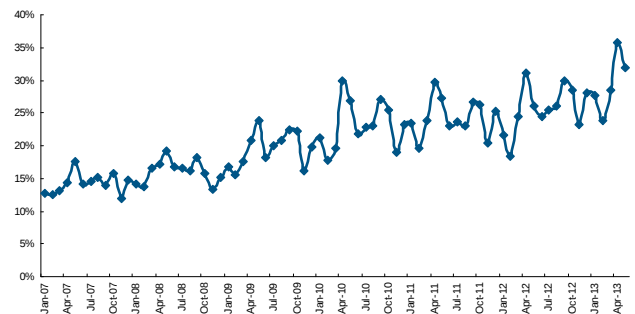
资料来源：产业在线,长江证券研究部

图 10：13 年 1-5 月小天鹅系累计市场份额同比上升 1.47 个百分点



资料来源：中怡康零售监测,长江证券研究部

图 12：13 年 1-5 月滚筒洗衣机份额达到 29.76%，同比上升 5.31 个点



资料来源：中怡康零售监测,长江证券研究部

图 13: 上半年上海有色金属铜价格指数累计下跌 14.23%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 15: 上半年国内塑料价格指数累计下跌 2.31%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 14: 上半年上海有色金属铝价格指数累计下跌 4.55%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 16: 上半年国内冷轧板卷均价累计下跌 4.20%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 1: 上半年公司分产品及地区经营情况变动

		营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	成本同比	毛利率同比变动
分产品	洗衣机	36.87	27.27	26.06%	31.45%	23.17%	4.98%
分地区	国内	28.72	19.84	30.93%	64.64%	67.41%	-1.14%
	国外	8.15	7.43	8.88%	-23.14%	-27.80%	5.88%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 2: 上半年销售费用具体明细一览(亿元)

	13H1	12H1	同比变动
职工薪酬	0.76	0.38	102.80%
运输及装卸费	1.30	1.00	30.12%
差旅费	0.13	0.02	717.95%
租赁费	0.32	0.46	-30.17%
安装费	0.49	-	-
零配件	0.14	0.04	243.63%
维修费	0.39	0.07	484.99%
广告、促销费	1.70	0.49	243.80%
其他	0.16	0.38	-57.22%
合计	5.40	2.84	90.23%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3：利润表各项占营收比重变动一览

	13Q2	12Q2	13Q1	同比变动	同比变动原因解析	环比变动
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	-	-
营业成本	74.63%	77.58%	75.56%	-2.95%	-	-0.93%
毛利率	25.37%	22.42%	24.44%	2.95%	内销增长较快、产品结构改善	0.93%
营业税金及附加	0.53%	0.26%	0.73%	0.26%	-	-0.21%
销售费用率	12.89%	12.57%	13.93%	0.31%	促销及营销力度加大	-1.05%
管理费用率	4.80%	3.96%	4.01%	0.84%	研发投入加大	0.79%
财务费用率	0.69%	-0.98%	0.38%	1.66%	汇兑损失增加及科目调整	0.31%
资产减值损失	0.35%	-0.19%	0.34%	0.54%	-	0.01%
公允价值变动净收益	0.41%	-0.10%	0.17%	0.50%	-	0.24%
投资净收益	1.35%	0.10%	0.70%	1.25%	理财产品收益科目调整	0.66%
营业利润率	7.88%	6.79%	5.92%	1.09%	毛利率提升	1.96%
营业外收入	0.75%	0.76%	0.23%	-0.01%	-	0.52%
营业外支出	0.25%	-0.25%	0.14%	0.51%	-	0.12%
利润总额	8.37%	7.80%	6.00%	0.57%	-	2.37%
所得税	1.31%	0.70%	0.91%	0.62%	-	0.41%
净利润率	7.06%	7.11%	5.10%	-0.05%	-	1.97%
少数股东损益	0.35%	0.47%	0.39%	-0.12%	-	-0.04%
归属母公司股东净利润率	6.71%	6.63%	4.71%	0.07%	受益于毛利率等因素改善	2.00%

资料来源：公司公告,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)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6900	8588	10288	12108	货币资金	1404	1219	1314	1809
营业成本	5340	6320	7664	9130	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	1560	2268	2624	2978	应收账款	739	920	1102	1297
%营业收入	22.6%	26.4%	25.5%	24.6%	存货	953	1127	1367	1629
营业税金及附加	30	38	45	53	预付账款	97	115	139	166
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	1201	1716	1940	2135
销售费用	841	1288	1451	1586	流动资产合计	6659	7724	8929	10577
%营业收入	12.2%	15.0%	14.1%	13.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	331	386	442	496	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	-3	-6	-5	-6	投资性房地产	5	5	5	5
%营业收入	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	1314	1726	1986	1917
资产减值损失	9	0	0	0	无形资产	309	293	279	265
公允价值变动收益	-3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	56	0	0	0	递延所得税资产	100	0	0	0
营业利润	404	562	690	847	其他非流动资产	11	23	34	46
%营业收入	5.9%	6.5%	6.7%	7.0%	资产总计	8404	9777	11239	12815
营业外收支	41	40	50	50	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	446	602	740	897	应付款项	3133	3321	4005	4754
%营业收入	6.5%	7.0%	7.2%	7.4%	预收账款	804	1001	1199	1412
所得税费用	67	119	146	177	应付职工薪酬	126	149	181	215
净利润	379	483	594	721	应交税费	-4	-6	-8	-9
归属于母公司所有者的净利润	338.4	406.9	500.3	606.6	其他流动负债	75	93	111	130
少数股东损益	40	77	94	114	流动负债合计	4135	4558	5489	6502
EPS (元/股)	0.54	0.64	0.79	0.96	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	345	-559	617	768	其他非流动负债	18	45	71	98
取得投资收益	7	0	0	0	负债合计	4153	4603	5560	6600
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3686	4032	4457	4973
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	564	641	735	849
固定资产投资	-82	-556	-433	-121	股东权益	4251	4673	5192	5822
其他	-1116	0	0	0	负债及股东权益	8404	9777	11239	12815
投资活动现金流净额	-1199	-556	-433	-121	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.535	0.643	0.791	0.959
银行贷款增加 (减少)	-7	-7	0	0	BVPS	5.83	6.37	7.05	7.86
筹资成本	126	-55	-70	-85	PE	14.34	11.92	9.70	8.00
其他	-251	0	0	0	PEG	0.67	0.56	0.45	0.37
筹资活动现金流净额	-133	-62	-70	-85	PB	1.32	1.20	1.09	0.98
现金净流量	-986	-1177	113	562	EV/EBITDA	6.53	5.08	4.05	2.91
					ROE	9.2%	10.1%	11.2%	12.2%

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
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@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形范围内，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。