



2013-10-23

公司报告(点评报告)

评级 推荐 维持

小天鹅 A (000418)

主营实现高增长，业绩增速符合预期

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

《内销增速表现抢眼，业绩总体符合预期》
2013/8/5《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

报告要点

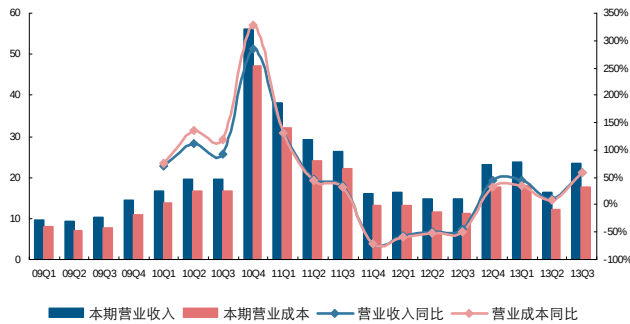
■ 事件描述

小天鹅今日披露其 13 年三季度财报：前三季度实现主营 63.50 亿元，同比增长 38.80%，其中三季度实现 23.52 亿元，同比增长 59.58%；实现归属上市公司股东净利润 3.24 亿元，同比增长 3.93%，其中三季度实现 1.03 亿元，同比增长 7.88%；公司前三季度公司实现 EPS 0.512 元，其中三季度实现 0.163 元。

■ 事件评论

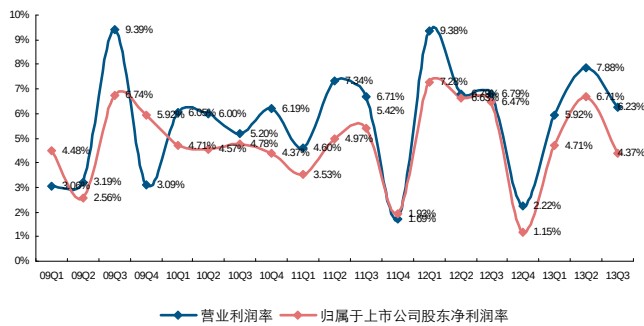
- **内销出货表现较好，主营收入大幅增长：**尽管节能政策退出使得近期行业整体出货表现一般，但在公司去年同期因渠道去库存带来的恢复性增长带动下，三季度内销出货增长明显，据产业在线数据，7、8 月份公司内销出货同比增长达 26.78%，且在产品结构升级推动下，收入增速更为抢眼；不过受政局、汇率及外汇管制等因素影响，三季度公司埃及、委内瑞拉及日本等市场出口订单仍有所减少，从而使得公司整体出口增速有所拖累。
- **结构改善及内销占比增加，毛利率仍有提升：**在战略调整导致去年同期基数较高基础上三季度毛利率达 24.60%，仍提升 0.11 个百分点，其一方面是由产品结构升级所致，在滚筒占比提升、低毛利产品削减等带动下，7、8 月份小天鹅品牌终端均价涨幅超过 2%；另一方面，当期毛利率相对较高的内销占比快速提升，收入结构持续优化也在一定程度上推动毛利率改善；而在销售费用率下滑带动下，三季度“毛销差”提升 0.60 个百分点。
- **少数股东损益增加，盈利能力有所下滑：**在财务费用与投资收益科目中理财产品收益及远期外汇合约变动相互抵消的背景下，三季度原材料跌价损失及应收账款坏账损失增长推动资产减值损失增加至 0.10 亿元，导致营业利润率小幅下滑 0.56 个百分点；不过在子公司大幅盈利影响下，当期少数股东损益达到 0.26 亿元，在此背景下三季度归属上升公司股东净利润率为 4.37%，下滑 2.10 个百分点，导致三季度业绩增速明显低于主营。
- **维持“推荐”评级：**虽然行业或将步入缓步增长期，但随着消费升级延续以及普惠式刺激政策退出，集中度仍有提升空间，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，公司有望在出货规模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 分别为 0.69、0.83 元，对应目前股价 PE 分别为 12.66、10.60 倍，维持“推荐”评级。

图 1: 13 年前三季度主营增长 38.80%，其中三季度增长 59.58%



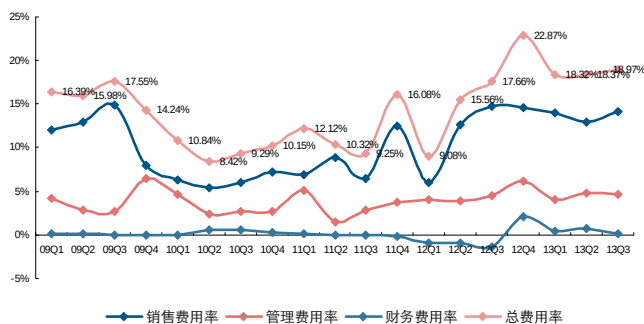
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 三季度营业利润率及归属净利率分别下滑 0.56 及 2.10 个百分点



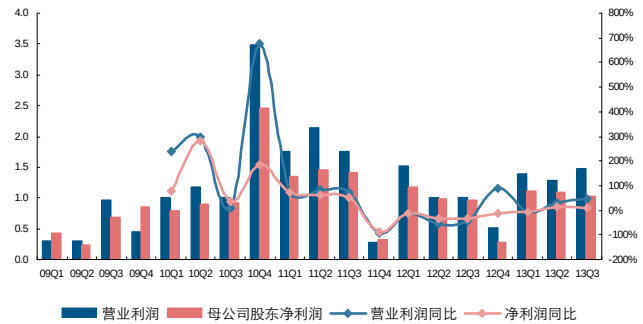
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 三季度总费用率为 18.97%，同比上升 1.31 个百分点



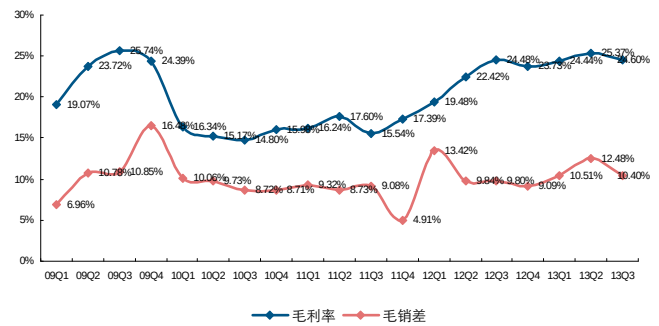
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 三季度营业利润及归属净利润同比分别增长 46.52% 及 7.88%



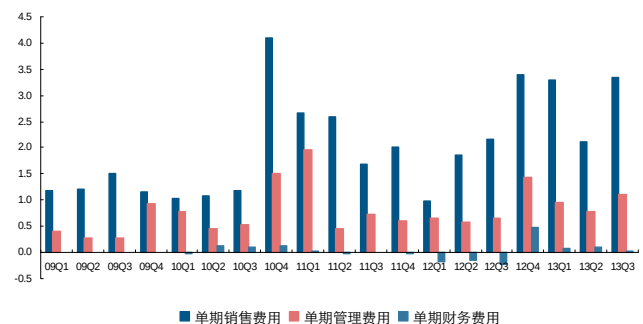
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 三季度毛利率、“毛销差”同比分别上升 0.11、0.60 个百分点



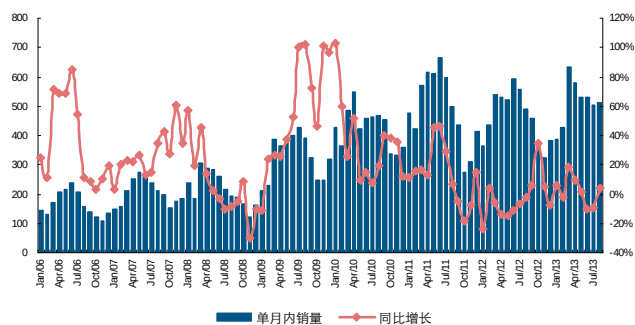
资料来源: Wind, 长江证券研究部

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 7-8 月份行业整体内销下滑 3.10%



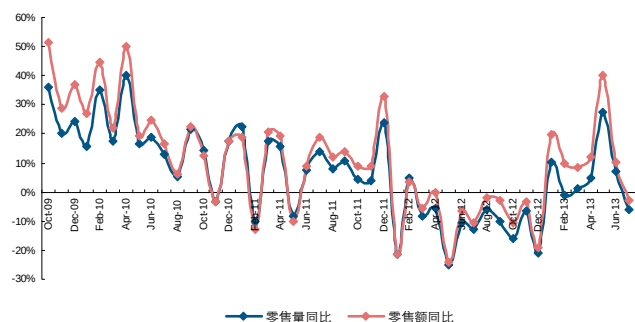
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9: 13 年 7-8 月份小天鹅内销出货增长 26.78%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 11: 近期国内洗衣机终端销量有所下滑

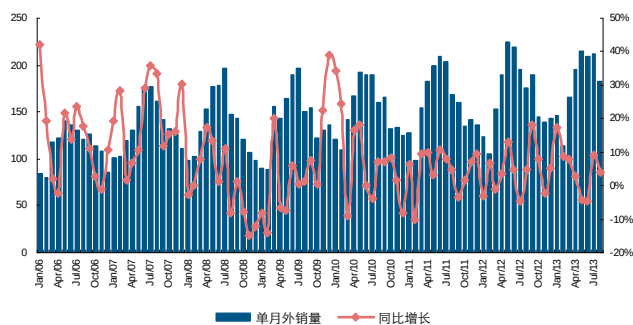


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

表 1: 利润表各项占营收比重变动一览

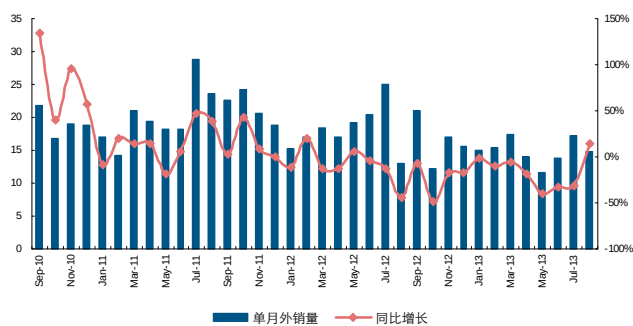
	13Q3	12Q3	13Q2	同比变动	同比变动原因解析	环比变动
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	-	-
营业成本	75.40%	75.52%	74.63%	-	-	-
毛利率	24.60%	24.48%	25.37%	0.11%	产品升级、内销占比提升	-0.77%
营业税金及附加	0.63%	0.58%	0.53%	0.05%	-	0.10%
销售费用	14.19%	14.68%	12.89%	-0.49%	规模效应显现	1.31%
管理费用	4.69%	4.43%	4.80%	0.27%	-	-0.10%
财务费用	0.08%	-1.45%	0.69%	1.53%	理财产品收益科目调整	-0.61%

图 8: 13 年 7-8 月份行业整体出口增长 6.62%



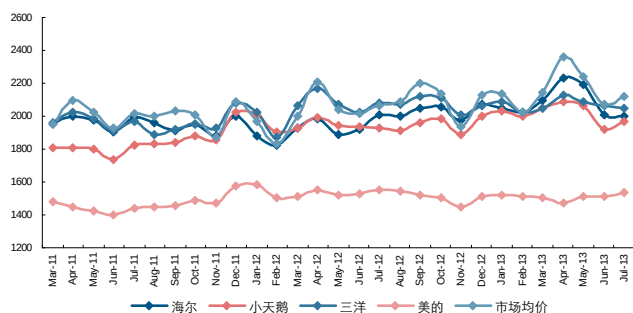
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 10: 13 年 7-8 月份小天鹅出口下滑 15.60%



资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 12: 小天鹅产品终端售价持续上涨



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

资产减值损失	0.41%	-0.51%	0.35%	0.92%	原材料跌价损失及应收账款坏账损失增长	0.06%
公允价值变动净收益	0.14%	0.02%	0.41%	0.12%	-	-0.26%
投资净收益	1.50%	0.02%	1.35%	1.48%	理财产品收益科目调整	0.14%
营业利润率	6.23%	6.79%	7.88%	-0.56%	资产减值损失增加	-1.65%
营业外收入	0.49%	0.57%	0.75%	-0.08%	-	-0.26%
营业外支出	0.30%	0.12%	0.25%	0.18%	-	0.05%
利润总额	6.43%	7.25%	8.37%	-0.82%	-	-1.95%
所得税	0.96%	1.11%	1.31%	-0.15%	-	-0.35%
净利润率	5.47%	6.13%	7.06%	-0.67%	-	-1.59%
少数股东损益	1.09%	-0.34%	0.35%	1.43%	子公司盈利增加	0.74%
归属于母公司所有者净利润率	4.37%	6.47%	6.71%	-2.10%	资产减值损失及少数股东损益增加	-2.34%

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	8896	10658	12545	货币资金	1404	1219	1314	1809
营业成本	5340	6548	7941	9462	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	1560	2348	2717	3083	应收账款	739	953	1142	1344
%营业收入	22.6%	26.4%	25.5%	24.6%	存货	953	1168	1417	1688
营业税金及附加	30	39	47	55	预付账款	97	119	144	172
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	1201	1751	1999	2224
销售费用	841	1308	1492	1656	流动资产合计	6659	7836	9082	10779
%营业收入	12.2%	14.7%	14.0%	13.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	331	400	458	514	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	1729	1992	1927
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	607	724	863	其他非流动资产	11	23	34	46
%营业收入	5.9%	6.8%	6.8%	6.9%	资产总计	8404	9892	11398	13027
营业外收支	41	40	50	50	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	446	647	774	913	应付款项	3133	3412	4116	4886
%营业收入	6.5%	7.3%	7.3%	7.3%	预收账款	804	1037	1243	1463
所得税费用	67	128	152	180	应付职工薪酬	126	154	187	223
净利润	379	520	621	733	应交税费	-4	-7	-8	-9
归属于母公司所有者的净利润	338.4	437.5	522.9	616.8	其他流动负债	75	96	115	135
少数股东损益	40	82	98	116	流动负债合计	4135	4693	5652	6697
EPS (元/股)	0.54	0.69	0.83	0.98	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	-522	644	771	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	4737	5724	6796
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3686	4058	4503	5027
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	564	647	745	861
固定资产投资	-82	-559	-437	-125	股东权益	4251	4705	5248	5888
其他	-1116	0	0	0	负债及股东权益	8404	9892	11398	13027
投资活动现金流净额	-1199	-559	-437	-125	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	0.692	0.827	0.975
银行贷款增加 (减少)	-7	-7	0	0	BVPS	5.83	6.42	7.12	7.95
筹资成本	126	-59	-74	-87	PE	16.37	12.66	10.60	8.98
其他	-251	0	0	0	PEG	0.74	0.57	0.48	0.41
筹资活动现金流净额	-133	-66	-74	-87	PB	1.50	1.37	1.23	1.10
现金净流量	-986	-1148	133	559	EV/EBITDA	7.84	5.69	4.66	3.51
					ROE	9.2%	10.8%	11.6%	12.3%

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。