

2014-03-07

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

小天鹅 A (000418)
全年内销表现抢眼，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

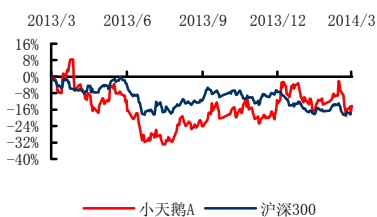
✉ wudj1@cjsc.com.cn

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

 《主营实现高增长，业绩增速符合预期》
 2013/10/23

 《主营实现高增长，业绩增速符合预期》
 2013/10/23

 《主营实现高增长，业绩增速符合预期》
 2013/10/23

报告要点

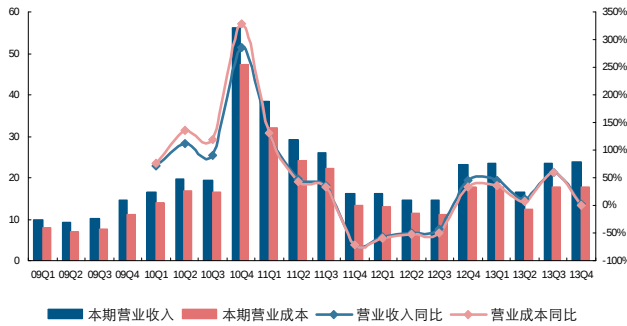
■ 事件描述

小天鹅 A 今日披露其 13 年年度财报，具体内容如下：公司全年实现主营 87.28 亿元，同比增长 26.49%，其中四季度实现 23.78 亿元，同比增长 2.28%；实现归属母公司股东净利润 4.13 亿元，同比增长 22.15%，其中四季度实现 0.90 亿元，同比增长 233.82%；全年实现 EPS 0.654 元，其中四季度实现 0.142 元。

■ 事件评论

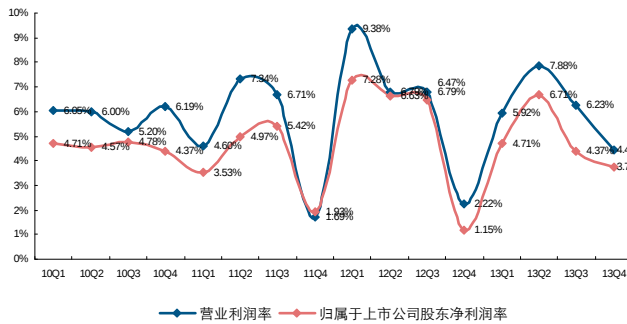
- **全年内销表现抢眼，出口有所下滑：**全年公司主营增速明显好于行业，其主要是受内销增速大幅增长 53.03% 所拉动，这一方面是由于营销体系调整使得上年同期出货基数较低，另一方面则受公司渠道铺货展开及营销投入加大影响；不过在公司主动调结构以及海外政局、外汇管制等因素影响下，公司出口收入下滑 17.70%；而考虑到补库存需求导致上年同期基数恢复及年中节能补贴政策退出，四季度公司收入增速放缓也在情理之中。
- **结构改善趋势延续，毛利率持续提升：**公司毛利率延续改善趋势，其中四季度毛利率达 25.55%，同比改善 1.82 个百分点，其主要由以下几因素所致：首先，在集团“保盈利”战略指引下，公司在加大高端新品推出力度的同时继续削减低盈利型号，出厂均价提升明显；其次，毛利率较高的内销占比大幅提升导致的收入结构变动也对整体毛利率提升带来一定利好；此外，原材料成本压力的减缓也是使得毛利率得以持续改善的又一因素。
- **费用率改善明显，盈利能力有所提升：**尽管销售模式变更导致公司销售费用率有所上升，但在上年同期存在管理激励的股份支付费用以及上年财务费用率季度间有所波动等背景下，四季度管理及财务费用率分别下滑 1.5 及 2.0 个百分点，推动整体费用率下滑 1.60 个百分点；其次，子公司盈利变动导致四季度少数股东损益仅为 0.21 亿元，下滑 24.61%，其共同推动四季度公司营业利润率及归属净利润率分别上升 2.24 及 2.61 个百分点。
- **长期增速确定，维持“推荐”评级：**总的来说，在洗衣机行业内销仍有增长空间、出口稳步复苏以及刺激政策退出后行业集中度加速提升背景下，未来公司销量有望维持稳健增长，同时在产品力提升、结构改善以及原材料价格下行趋势不改带动下公司盈利能力仍有提升空间，公司业绩增速较为确定，且在集团智能家电整体战略布局背景下，公司依托集团层面产品创新也值得期待；综上，预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.80、0.97 及 1.17 元，对应目前股价 PE 分别为 11.16、9.21 及 7.64 倍，维持“推荐”评级。

图 1: 13 年公司主营增长 26.49%，其中四季度增长 2.28%



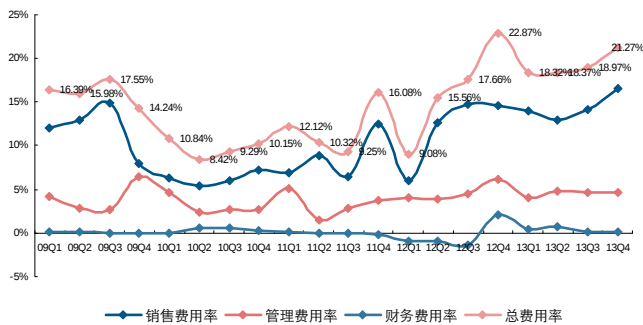
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 3: 四季度营业利润率及归属净利润率分别增长 2.24 及 2.61 个百分点



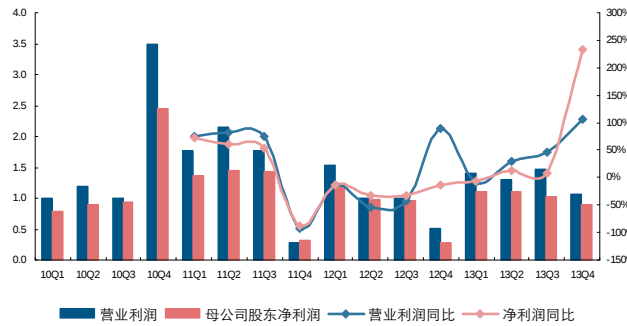
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 5: 四季度总费用率为 21.27%，同比下滑 1.60 个百分点



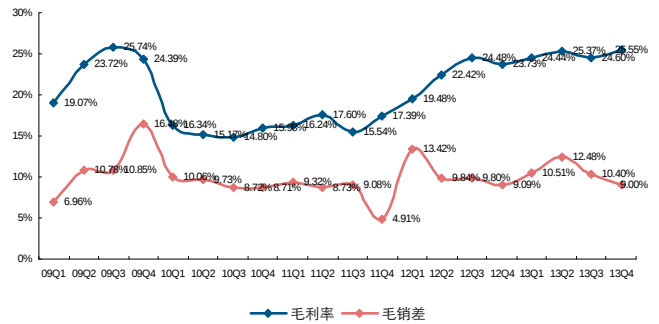
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 2: 四季度营业利润及归属净利润分别增长 105.70%及 233.82%



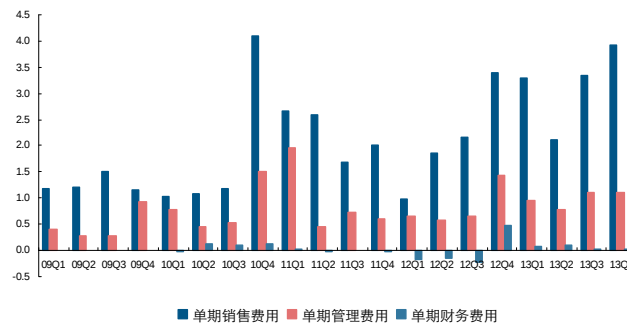
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 4: 四季度毛利率同比改善 1.82 个百分点



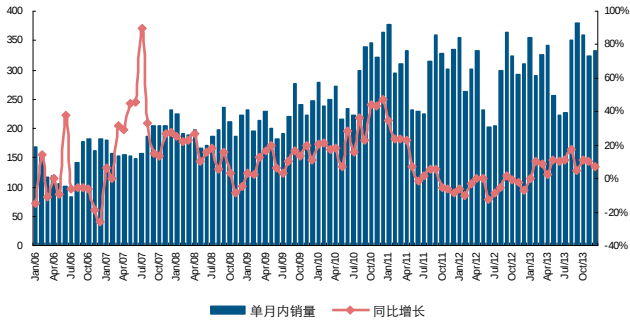
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 6: 公司期间费用绝对额一览



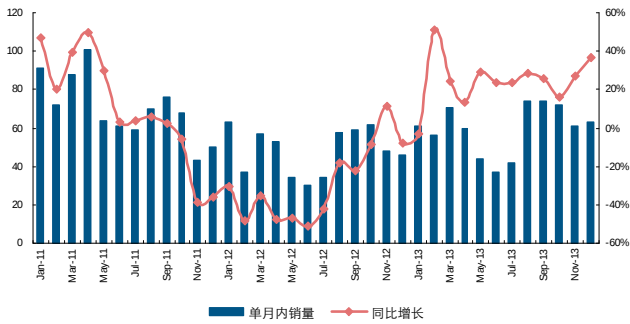
资料来源: Wind,长江证券研究部

图 7：13 年四季度行业整体内销增长 9.62%



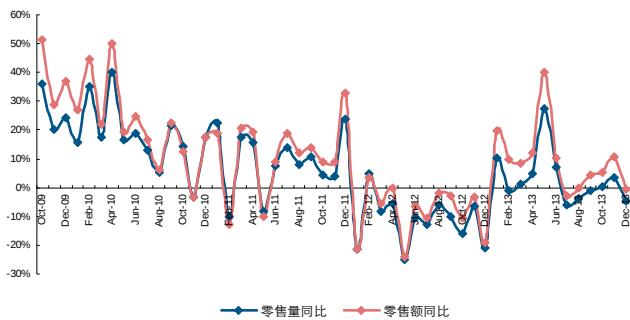
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9：13 年四季度小天鹅内销出货同比增长 25.64%



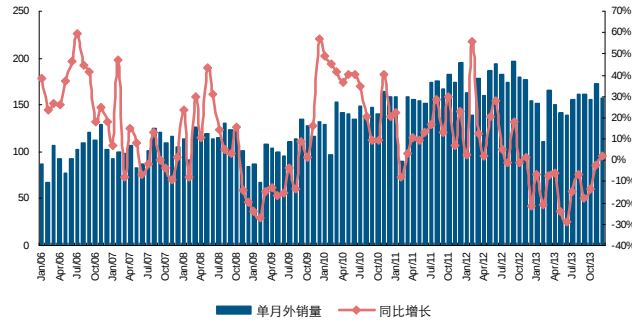
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 11：13 年四季度国内洗衣机终端销量有所波动



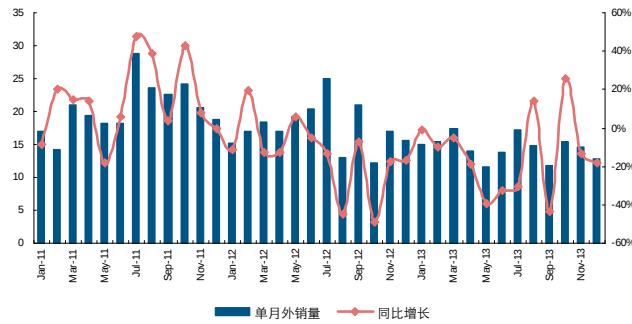
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

图 8：13 年四季度行业整体出口下滑 4.85%



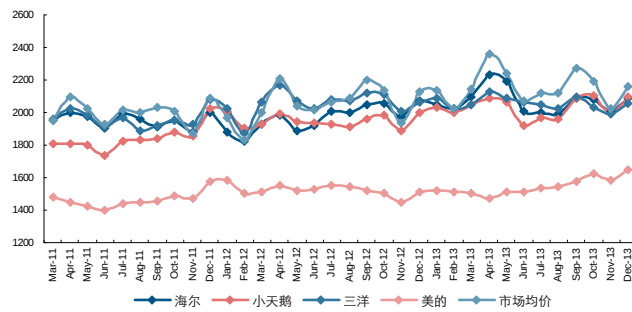
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 10：13 年四季度小天鹅出口同比下滑 4.38%



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

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	8728	10400	12304	14447	货币资金	1617	1219	1314	1809
营业成本	6550	7825	9304	10982	交易性金融资产	15	15	15	15
毛利	2178	2575	3000	3465	应收账款	804	958	1133	1331
%营业收入	25.0%	24.8%	24.4%	24.0%	存货	798	954	1134	1338
营业税金及附加	53	63	75	88	预付账款	141	168	200	236
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	1791	1997	2283	2587
销售费用	1267	1404	1599	1806	流动资产合计	7616	7935	9144	10856
%营业收入	14.5%	13.5%	13.0%	12.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	393	447	517	592	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	25	-6	-5	-6	投资性房地产	9	9	9	9
%营业收入	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	1304	1734	2013	1964
资产减值损失	49	12	14	15	无形资产	219	208	198	188
公允价值变动收益	14	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	117	0	0	0	递延所得税资产	171	2	2	2
营业利润	521	655	800	970	其他非流动资产	-103	-206	-309	-412
%营业收入	6.0%	6.3%	6.5%	6.7%	资产总计	9223	9688	11062	12613
营业外收支	27	30	30	30	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	549	685	830	1000	应付款项	3154	3768	4480	5288
%营业收入	6.3%	6.6%	6.7%	6.9%	预收账款	1058	1261	1491	1751
所得税费用	74	92	112	135	应付职工薪酬	207	248	295	348
净利润	475	593	718	865	应交税费	199	244	293	349
归属于母公司所有者的净利润	413.4	505.7	612.7	738.0	其他流动负债	54	63	75	88
少数股东损益	61	87	106	127	流动负债合计	4672	5584	6634	7824
EPS (元/股)	0.65	0.80	0.97	1.17	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	905	-442	752	917	其他非流动负债	14	41	68	94
取得投资收益	117	0	0	0	负债合计	4688	5624	6701	7918
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3909	4339	4860	5487
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	625	713	818	945
固定资产投资	41	-574	-453	-144	股东权益	4534	5051	5678	6432
其他	-490	0	0	0	负债及股东权益	9223	9688	11062	12613
投资活动现金流净额	-449	-574	-453	-144	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.654	0.800	0.969	1.167
银行贷款增加 (减少)	0	-7	0	0	BVPS	6.18	6.86	7.68	8.68
筹资成本	190	-69	-87	-105	PE	13.65	11.16	9.21	7.64
其他	-379	0	0	0	PEG	0.64	0.52	0.43	0.36
筹资活动现金流净额	-190	-76	-87	-105	PB	1.44	1.30	1.16	1.03
现金净流量	266	-1092	211	668	EV/EBITDA	6.01	5.50	4.41	3.28
					ROE	10.6%	11.7%	12.6%	13.5%

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
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。