

2014-08-07

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

小天鹅 A (000418)
转型成效显现，期待天鹅再次腾飞

分析师：徐春

☎ (8621)68751711

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

联系人：管泉森

☎ (8621)68751711

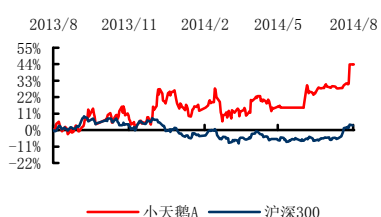
✉ guanqs@cjsc.com.cn

联系人：杨金金

☎ (8621)68751711

✉ yangjj3@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

 《盈利能力提升明显，业绩表现超预期》
 2014/04/22

 《全年内销表现抢眼，业绩总体符合预期》
 2014/03/06

 《主营实现高增长，业绩增速符合预期》
 2013/10/23

报告要点

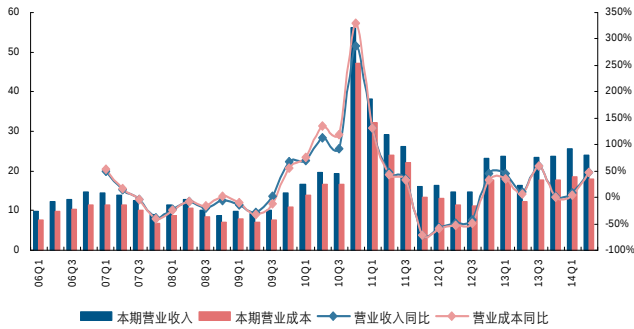
■ 事件描述

小天鹅 A 披露 14 年中期财报：报告期内公司实现主营 49.74 亿元，同比增长 24.41%，其中二季度实现 23.98 亿元，同比增长 46.30%；实现营业利润 4.10 亿元，同比增长 52.57%，其中二季度实现 1.96 亿元，同比增长 51.90%；实现归属股东净利润 3.16 亿元，同比增长 43.17%，其中二季度实现 1.46 亿元，同比增长 32.40%；公司上半年实现 EPS 0.50 元，其中二季度实现 0.23 元。

■ 事件评论

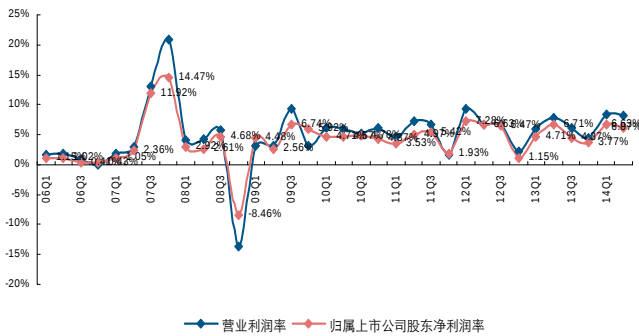
- **内销表现依旧稳健，低基数助营收大涨：**由于前期刺激政策对国内需求透支较为明显，洗衣机行业上半年内销出货仅基本持平，但公司内销业务收入同比增长 24.24%，表现明显优于行业，我们判断这一方面是由于公司增加了渠道及营销投入，以及转型成效显现带来的恢复性增长；另一方面，产品力提升及结构升级推动均价上涨也使营收增长更为确定；此外，去年同期转型背景下的低基数也是使得当期公司主营表现超预期的核心因素。
- **产品结构持续改善，毛利率维持高位：**上半年公司毛利率为 26.51%，同比提升 1.69 个百分点，其改善主要体现在以下几方面：一方面，在战略转型及节能政策实施推动下公司产品结构改善明显，出厂价及终端均价均有提升；另一方面，占成本比重较高的原材料价格持续下行，公司成本压力有所缓解；其中二季度公司毛利率为 25.28%，同比下滑 0.09 个百分点，主要原因或在于毛利率水平较低的出口业务占比较去年同期有较大提升。
- **期间费用率微跌，业绩表现符合预期：**二季度业绩表现不及主营，主要原因在于基数效应以及业务结构变动；上半年销售费用率同比上涨 0.63 个百分点，但受益于汇兑损失同比减少，财务费用率同比下跌 0.99 个百分点，整体期间费用率同比下滑 0.56 个百分点；外汇远期合约公允价值变动收益减少以及子公司合肥美的的净利润增长导致少数股东权益同比大涨也均对净利润增速有所拖累，总体而言，二季度公司业绩表现符合预期。
- **期待天鹅再次腾飞，维持“推荐”评级：**目前公司在集团整体转型背景下成效已逐步显现，产品力及市场份额均有明显提升，同时在产品结构改善及原材料成本压力趋缓背景下公司盈利能力仍有提升空间，业绩增速较为确定；此外，考虑到美的的股权要约收购，预计公司依托集团层面营销布局及产品创新更值得期待；综上，预计公司 14、15 年 EPS 分别为 0.89 及 1.09 元，对应目前股价 PE 分别为 12.89 及 10.47 倍，维持“推荐”评级。

图 1：14 年二季度公司主营同比增长 46.30%



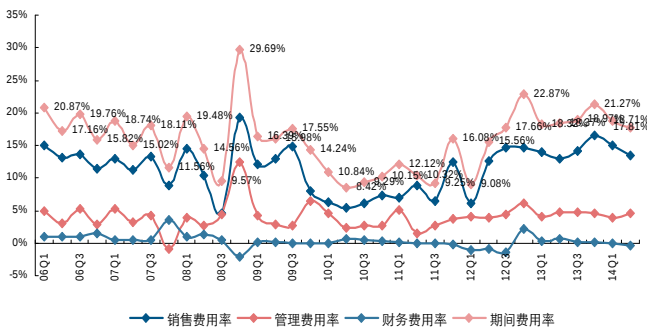
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 3：一季度营业利润率上升 0.30%、归属净利率下滑 0.64%



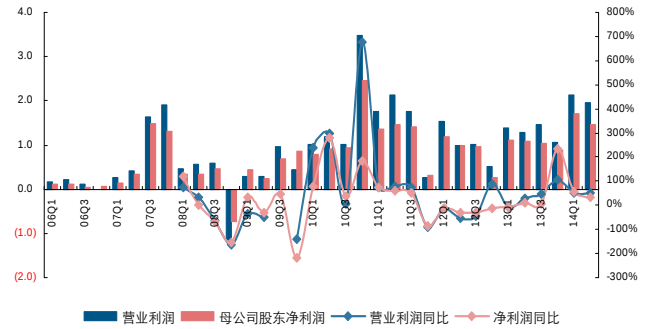
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 5：二季度期间费用率为 17.81%，同比下滑 0.56%



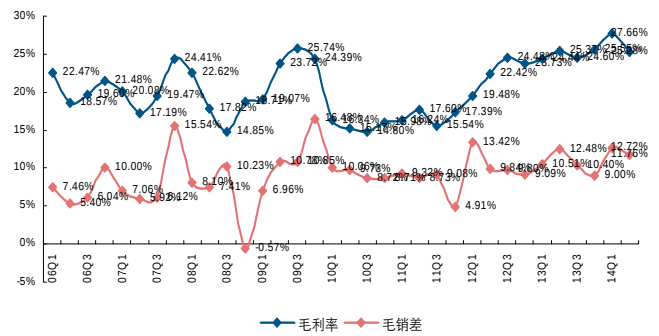
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 2：一季度营业利润及归属净利润分别增长 51.90%及 32.40%



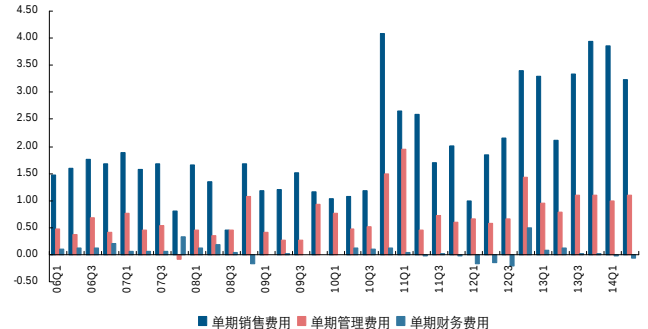
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 4：二季度毛利率为 26.51%，同比上升 1.69 个百分点



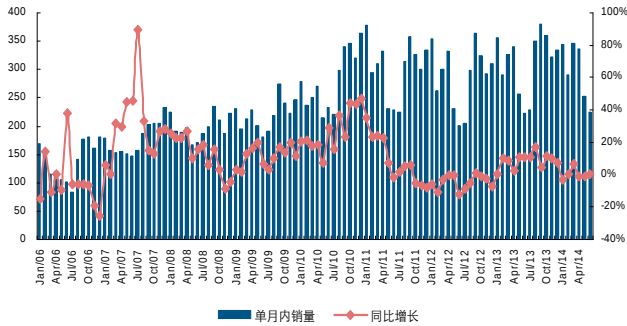
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 6：公司期间费用绝对额一览



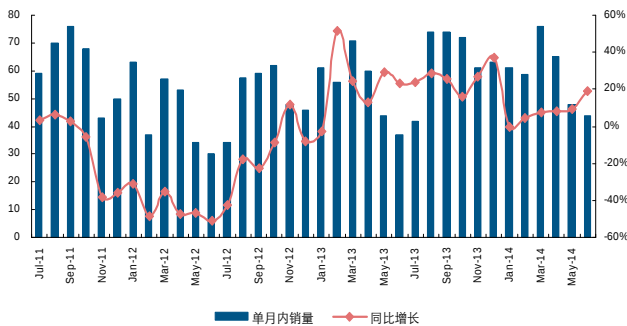
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 7：14 年上半年洗衣机行业内销同比增长 0.24%



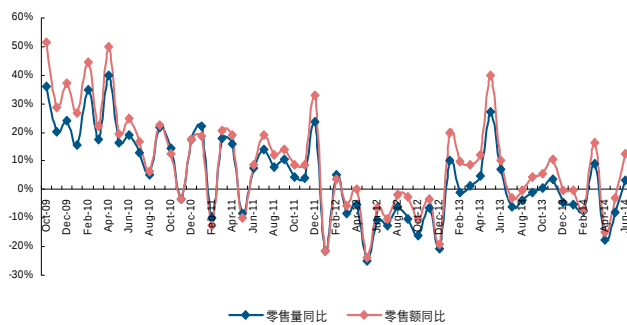
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9：14 年上半年小天鹅内销出货同比增长 7.14%



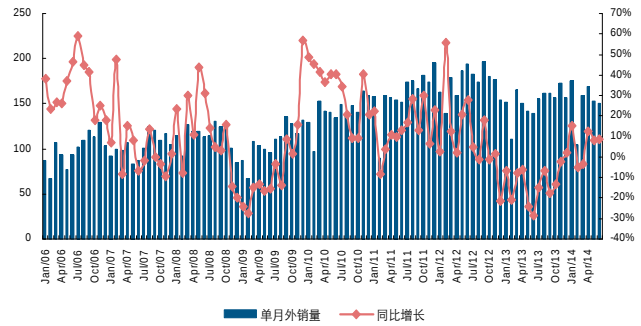
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 11：14 年上半年洗衣机终端零售量与零售额分别下滑 5.27% 及 0.73%



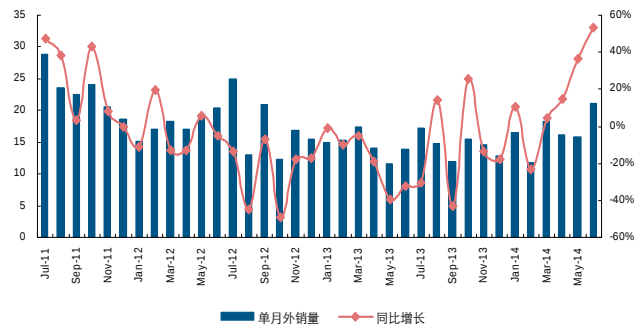
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

图 8：14 年上半年洗衣机行业出口增长 6.23%



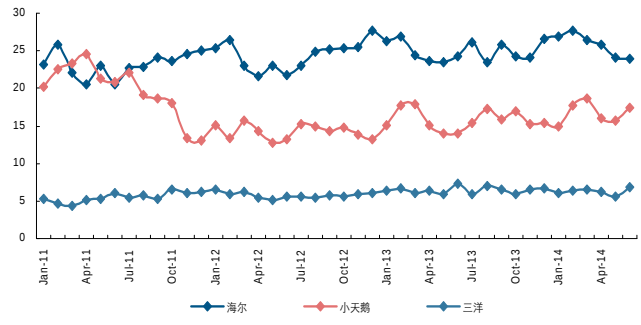
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 10：14 年上半年小天鹅出口同比增长 14.37%



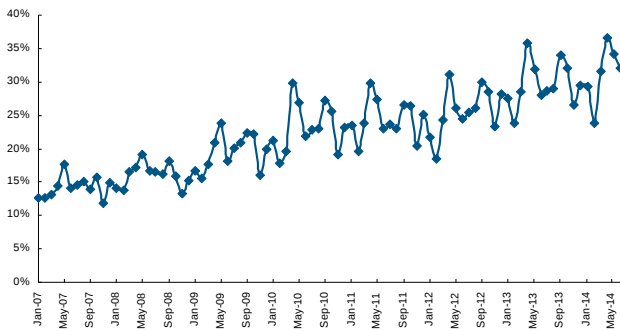
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 12：14 年上半年小天鹅系累计市场份额同比上升 1.00 个百分点



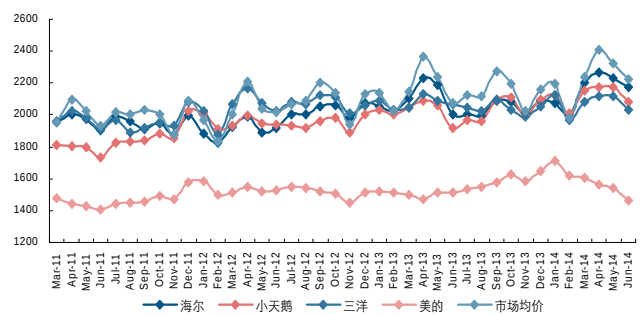
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 13: 14 年上半年滚筒洗衣机份额达到 31.29%，同比上升 1.73 个点



资料来源：中怡康零售监测,长江证券研究部

图 14: 洗衣机行业产品终端均价呈上升态势



资料来源：中怡康零售监测,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	45.57	32.81	28.01%	23.58%	20.32%	1.95%
分地区	国内	35.68	23.83	33.23%	24.24%	20.11%	2.30%
	国外	9.89	8.98	9.18%	21.29%	20.89%	0.30%

资料来源：公司公告,长江证券研究部

表 2: 14 年二季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	14Q2	13Q2	14Q1	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	74.72%	74.63%	72.34%	0.09%		2.38%
毛利率	25.28%	25.37%	27.66%	-0.09%	产品力提升，成本压力减缓	-2.38%
营业税金及附加	0.54%	0.53%	0.70%	0.02%		-0.16%
销售费用率	13.51%	12.89%	14.94%	0.63%		-1.42%
管理费用率	4.60%	4.80%	3.88%	-0.20%		0.72%
财务费用率	-0.30%	0.69%	-0.11%	-0.99%	汇率变动，汇兑损失减少	-0.19%
资产减值损失	0.07%	0.35%	0.38%	-0.28%		-0.31%
公允价值变动净收益	-0.07%	0.41%	-0.46%	-0.47%		0.40%
投资净收益	1.39%	1.35%	0.89%	0.04%		0.50%
营业利润率	8.18%	7.88%	8.30%	0.30%	财务费用下降	-0.12%
营业外收入	0.20%	0.75%	0.27%	-0.56%		-0.07%
营业外支出	0.14%	0.25%	0.05%	-0.12%		0.08%
利润总额	8.24%	8.37%	8.51%	-0.14%		-0.28%
所得税	1.45%	1.31%	1.23%	0.14%		0.23%
净利润率	6.78%	7.06%	7.29%	-0.28%		-0.50%
少数股东损益	0.71%	0.35%	0.66%	0.36%		0.06%
归属母公司股东净利润率	6.07%	6.71%	6.63%	-0.64%	营业外收入下滑，少数股东权益增加	-0.56%

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)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	8728	9973	11481	13229	货币资金	1617	1419	1755	2453
营业成本	6550	7320	8416	9657	交易性金融资产	15	15	15	15
毛利	2178	2653	3065	3572	应收账款	804	919	1057	1218
%营业收入	25.0%	26.6%	26.7%	27.0%	存货	798	892	1025	1177
营业税金及附加	53	61	70	80	预付账款	141	157	181	208
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	1791	1969	2217	2554
销售费用	1267	1406	1596	1839	流动资产合计	7616	9390	10877	12957
%营业收入	14.5%	14.1%	13.9%	13.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	393	419	459	529	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.5%	4.2%	4.0%	4.0%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	25	20	18	18	投资性房地产	9	9	9	9
%营业收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产合计	1304	1730	2001	1941
资产减值损失	49	9	11	12	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	1	1	2
营业利润	521	739	912	1093	其他非流动资产	-103	-206	-309	-412
%营业收入	6.0%	7.4%	7.9%	8.3%	资产总计	9223	11138	12783	14690
营业外收支	27	22	25	28	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	549	761	937	1121	应付款项	3154	4233	4866	5584
%营业收入	6.3%	7.6%	8.2%	8.5%	预收账款	1058	1209	1392	1604
所得税费用	74	102	126	151	应付职工薪酬	207	232	266	306
净利润	475	658	810	970	应交税费	199	256	307	363
归属于母公司所有者的净利润	413.4	561.6	691.4	827.3	其他流动负债	54	60	69	79
少数股东损益	61	97	119	142	流动负债合计	4672	5989	6900	7935
EPS (元/股)	0.65	0.89	1.09	1.31	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	476	903	974	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	6030	6968	8029
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3909	4386	4974	5677
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	625	722	841	984
固定资产投资	41	-570	-445	-132	股东权益	4534	5108	5815	6661
其他	-490	0	0	0	负债及股东权益	9223	11138	12783	14690
投资活动现金流净额	-449	-570	-445	-132	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	0.888	1.093	1.308
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	6.18	6.93	7.86	8.98
筹资成本	190	-104	-122	-143	PE	17.52	12.89	10.47	8.75
其他	-379	0	0	0	PEG	0.67	0.50	0.40	0.34
筹资活动现金流净额	-190	-104	-122	-143	PB	1.85	1.65	1.46	1.28
现金净流量	266	-198	335	699	EV/EBITDA	8.40	6.38	4.92	3.65
					ROE	10.6%	12.8%	13.9%	14.6%

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
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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 11 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。