

2014-10-22

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

小天鹅 A (000418)

主营增速依旧稳健，业绩表现再超预期

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

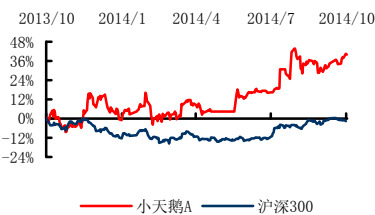
✉ guanqs@cjsc.com.cn

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

《转型成效持续显现，业绩增速再超预期》  
2014/10/15

《转型成效显现，期待天鹅再次腾飞》

2014/08/07

《盈利能力提升明显，业绩表现超预期》  
2014/04/22

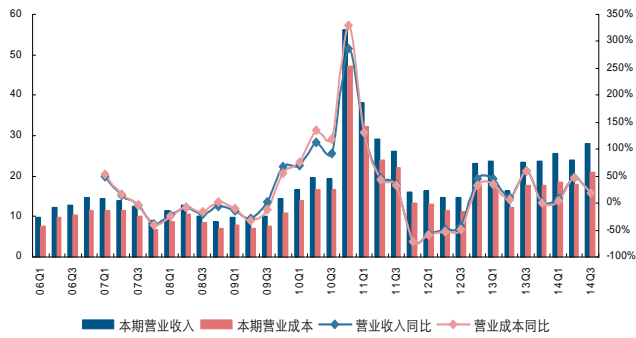
## 报告要点

### ■ 事件描述

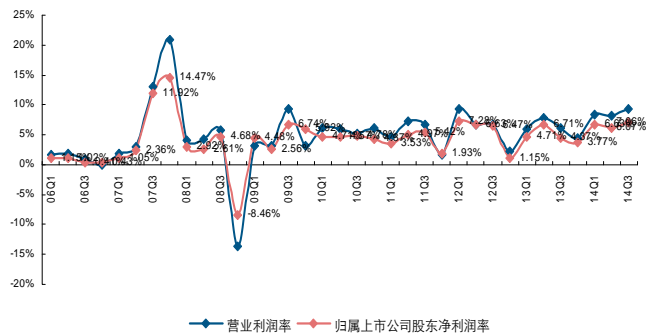
小天鹅 A 披露 14 年三季度财报：报告期内公司实现主营 77.78 亿元，同比增长 22.49%，其中三季度实现 28.04 亿元，同比增长 19.23%；实现营业利润 6.72 亿元，同比增长 61.84%，其中三季度实现 2.62 亿元，同比增长 78.83%；实现归属股东净利润 5.14 亿元，同比增长 58.80%，其中三季度实现 1.98 亿元，同比增长 92.37%；前三季度实现 EPS 0.81 元，其中三季度实现 0.31 元。

### ■ 事件评论

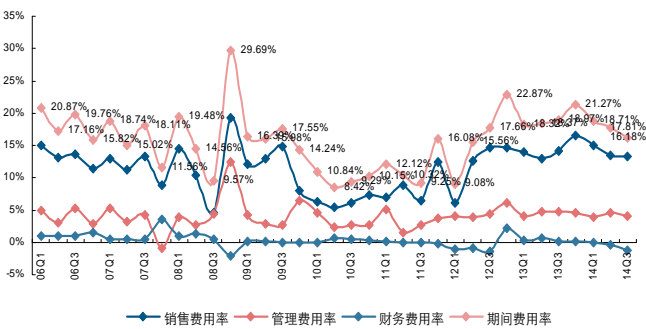
- **产品力效应显现，收入增速优于行业：**由于前期刺激政策对国内需求透支较为明显，洗衣机行业 7、8 月份总销量仅同比持平，但公司营收增速依旧稳健且明显优于行业，我们判断这主要是由于公司在产品力提升背景下市占率稳步提升所致：一方面在去年同期转型带来的低基数背景下公司加大渠道及营销投入，随着转型成效逐步显现营收实现恢复性增长，另一方面，产品力提升以及结构改善推动均价持续上行使得营收增长更为确定。
- **均价提升&成本下行，毛利率延续改善趋势：**前三季度公司毛利率为 26.11%，同比提升 1.38 个百分点，其中三季度毛利率为 25.41%，同比提升 0.81 个百分点，公司毛利率持续改善主要体现在两方面：一方面，在战略转型及消费升级趋势推动下结构升级趋势明显，均价持续上行；另一方面，大宗原材料价格较去年同期有明显下行，成本压力有所减缓；从长期看，在升级趋势确立及产品力提升背景下公司毛利率仍有提升空间。
- **期间费用率有所回落，业绩表现超预期：**三季度公司业绩表现明显优于主营，且涨幅接近预告区间上限，表现超市场预期；公司盈利能力大幅提升的主因在于期间费用率的明显回落：三季度销售费用率同比下滑 0.94 个百分点，同时受益于汇兑损失减少，财务费用率同比下滑 1.28 个百分点，使得整体期间费用率同比下滑 2.79 个百分点；后续考虑到基数效应及业务结构变动使得净利润增速确定性较高，预计公司全年高增长仍将延续。
- **转型成效显现，维持“推荐”评级：**目前公司在集团整体转型背景下经营成效已逐步显现，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减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完毕，预计公司依托集团层面营销布局及产品创新值得期待；综上，预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.01 及 1.23 元，对应目前股价 PE 为 12.15 及 10.01 倍，维持“推荐”评级。

**图 1: 14 年前三季度公司主营增长 22.49%，其中三季度增长 19.23%**


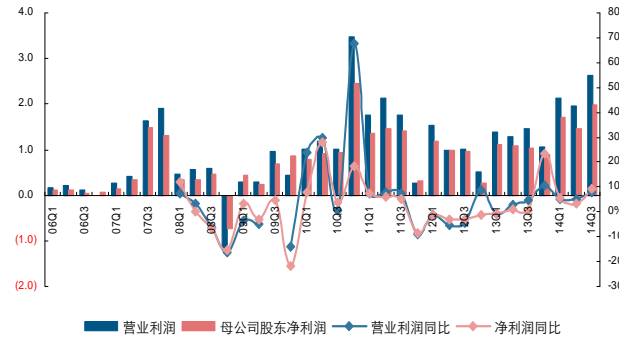
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 3: 三季度营业利润率及归属净利率分别上升 3.12% 及 2.68%**


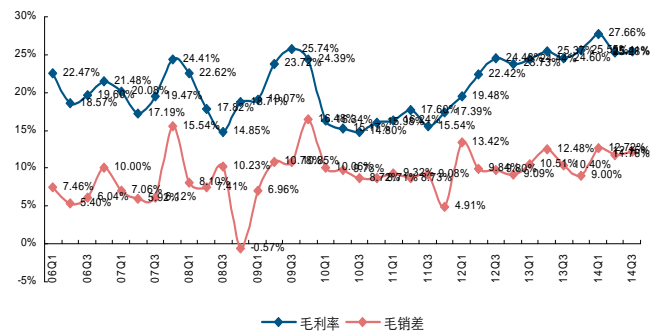
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 5: 三季度期间费用率为 16.18%，同比下滑 2.79%**


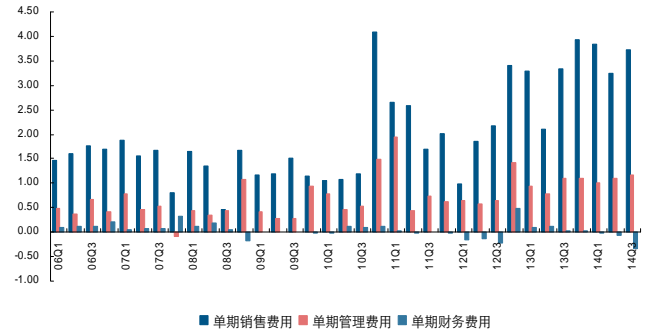
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 2: 三季度营业利润及归属净利润分别增长 78.83% 及 92.37%**


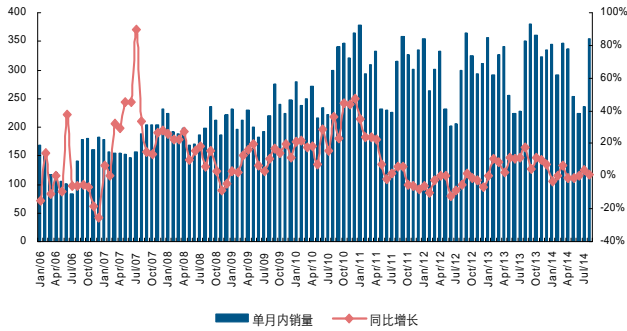
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 4: 三季度毛利率为 25.41%，同比上升 0.81 个百分点**


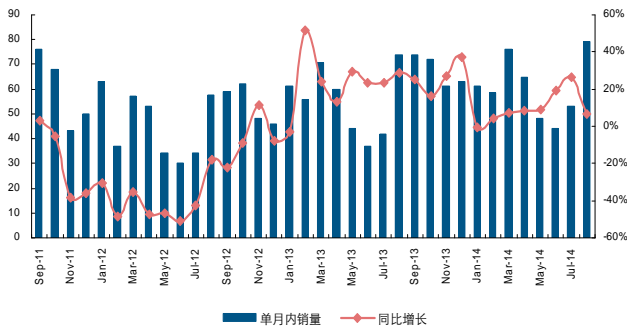
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 6: 公司期间费用绝对额一览**


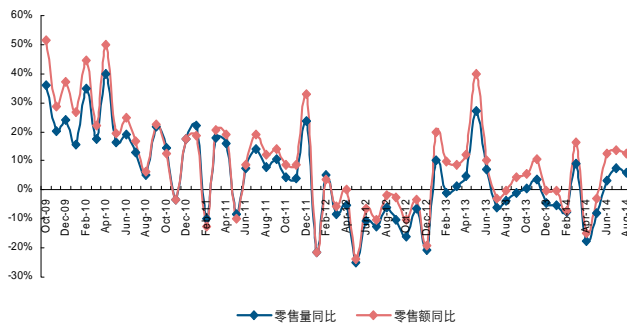
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 7：14 年 7-8 月洗衣机行业内销同比增长 1.93%**


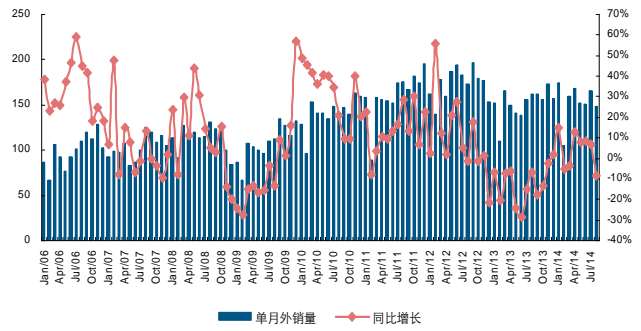
资料来源：产业在线，长江证券研究部

**图 9：14 年 7-8 月小天鹅内销出货同比增长 13.79%**


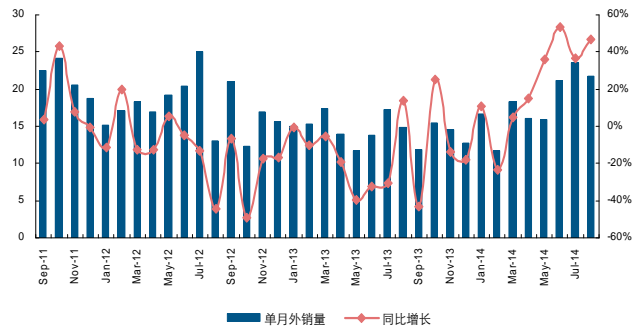
资料来源：产业在线，长江证券研究部

**图 11：国内洗衣机终端零售量与零售额近期略有反弹**


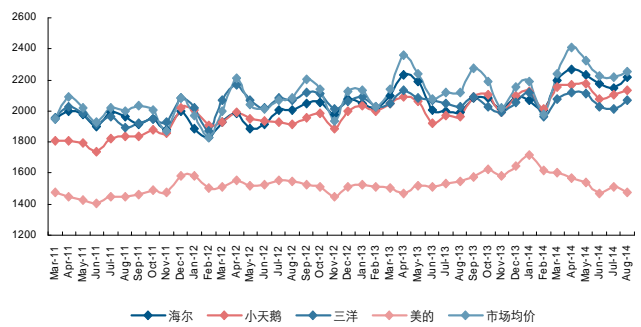
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

**图 8：14 年 7-8 月洗衣机行业出口下滑 1.13%**


资料来源：产业在线，长江证券研究部

**图 10：14 年 7-8 月小天鹅出口同比增长 41.24%**


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行**


资料来源：产业在线，长江证券研究部

**表 1：14 年三季度公司利润表各项占营收比重变动一览**

	14Q3	13Q3	14Q2	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	74.59%	75.40%	74.72%	-0.81%		-0.13%
毛利率	25.41%	24.60%	25.28%	0.81%	产品力提升，成本压力减缓	0.13%
营业税金及附加	0.71%	0.63%	0.54%	0.09%		0.17%
销售费用率	13.25%	14.19%	13.51%	-0.94%		-0.26%
管理费用率	4.13%	4.69%	4.60%	-0.57%		-0.47%

财务费用率	-1.20%	0.08%	-0.30%	-1.28%	利息收入增加及汇兑损失减少	-0.90%
资产减值损失	0.39%	0.41%	0.07%	-0.02%		0.32%
公允价值变动净收益	0.00%	0.14%	-0.07%	-0.14%		0.07%
投资净收益	1.23%	1.50%	1.39%	-0.27%		-0.17%
营业利润率	9.35%	6.23%	8.18%	3.12%	毛利率改善, 期间费用下降	1.17%
营业外收入	0.56%	0.49%	0.20%	0.06%		0.36%
营业外支出	0.10%	0.30%	0.14%	-0.20%	处置废旧固定资产损失减少	-0.04%
利润总额	9.80%	6.43%	8.24%	3.37%		1.57%
所得税	1.53%	0.96%	1.45%	0.57%		0.08%
净利润率	8.27%	5.47%	6.78%	2.80%		1.49%
少数股东损益	1.22%	1.09%	0.71%	0.12%		0.50%
归属母公司股东净利润率	7.06%	4.37%	6.07%	2.68%	毛利率改善, 期间费用下降	0.98%

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
<b>营业收入</b>	<b>8728</b>	<b>10625</b>	<b>12242</b>	<b>13855</b>	货币资金	1617	294	350	415
营业成本	6550	7754	8918	10085	交易性金融资产	15	15	15	15
<b>毛利</b>	<b>2178</b>	<b>2871</b>	<b>3324</b>	<b>3770</b>	应收账款	804	979	1128	1276
%营业收入	25.0%	27.0%	27.2%	27.2%	存货	798	945	1086	1229
营业税金及附加	53	65	74	84	预付账款	141	167	192	217
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	1791	2114	2390	2660
销售费用	1267	1493	1702	1898	<b>流动资产合计</b>	<b>7616</b>	<b>7496</b>	<b>8597</b>	<b>9701</b>
%营业收入	14.5%	14.1%	13.9%	13.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	393	467	514	568	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.5%	4.4%	4.2%	4.1%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	25	7	16	11	投资性房地产	9	9	9	9
%营业收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产合计	1194	1629	1908	1856
资产减值损失	49	14	12	11	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
<b>营业利润</b>	<b>521</b>	<b>825</b>	<b>1006</b>	<b>1197</b>	其他非流动资产	7	14	21	29
%营业收入	6.0%	7.8%	8.2%	8.6%	<b>资产总计</b>	<b>9223</b>	<b>9364</b>	<b>10740</b>	<b>11789</b>
营业外收支	27	22	22	22	短期贷款	0	322	420	130
<b>利润总额</b>	<b>549</b>	<b>847</b>	<b>1028</b>	<b>1219</b>	应付款项	3154	3276	3768	4261
%营业收入	6.3%	8.0%	8.4%	8.8%	预收账款	1058	1288	1484	1679
所得税费用	74	114	138	164	应付职工薪酬	207	245	282	319
净利润	475	733	890	1055	应交税费	199	280	334	390
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>413.4</b>	<b>638.5</b>	<b>774.9</b>	<b>918.5</b>	其他流动负债	54	64	73	82
少数股东损益	61	95	115	136	<b>流动负债合计</b>	<b>4672</b>	<b>5475</b>	<b>6361</b>	<b>6862</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.65</b>	<b>1.01</b>	<b>1.23</b>	<b>1.45</b>	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	2	0	0	0
					其他非流动负债	14	28	42	56
					<b>负债合计</b>	<b>4688</b>	<b>5503</b>	<b>6403</b>	<b>6918</b>
					归属于母公司	3909	4452	5110	5891
					少数股东权益	625	720	835	972
					<b>股东权益</b>	<b>4534</b>	<b>5172</b>	<b>5946</b>	<b>6863</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>9223</b>	<b>9364</b>	<b>10740</b>	<b>11789</b>
					<b>基本指标</b>				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.654	1.010	1.225	1.452
					BVPS	6.18	7.04	8.08	9.31
					PE	18.77	12.15	10.01	8.45
					PEG	0.62	0.40	0.33	0.28
					PB	1.99	1.74	1.52	1.32
					EV/EBITDA	9.17	7.90	6.49	5.30
					ROE	10.6%	14.3%	15.2%	15.6%

**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。