

2015-03-20

公司报告(点评报告)

评级

推荐
维持

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

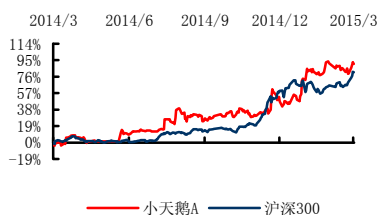
✉ guanqs@cjsc.com.cn

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

《转型趋势延续,业绩表现再超预期》2015/01/13

 《主营增速依旧稳健,业绩表现再超预期》
2014/10/21

 《转型成效持续显现,业绩增速再超预期》
2014/10/15

小天鹅 A (000418)

转型成效显著,盈利能力持续提升

报告要点

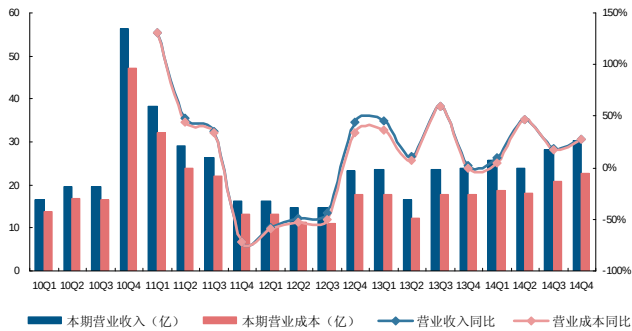
■ 事件描述

小天鹅 A 今日披露其 14 年年度财报,公司全年实现营业收入 108.04 亿元,同比增长 23.79%,其中四季度实现 30.26 亿元,同比增长 27.25%;全年实现归属母公司股东净利润 6.98 亿元,同比增长 68.91%,其中四季度实现归属母公司股东净利润 1.84 亿元,同比增长 105.48%;公司全年实现 EPS 1.10 元,其中四季度实现 0.29 元;同时公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.50 元。

■ 事件评论

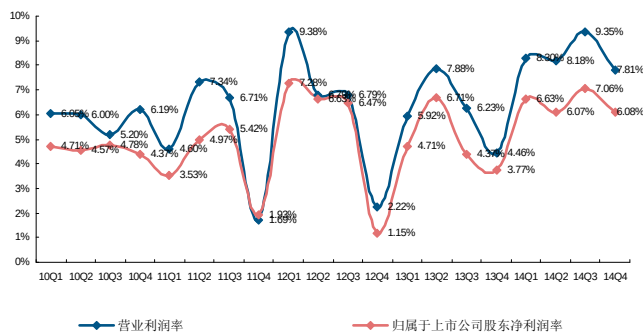
- **内外销稳步增长,主营增速优于行业:**在前期刺激政策对国内需求透支背景下洗衣机行业整体表现平淡,但公司营收增速明显优于行业,这一方面是基于公司转型成效显现及渠道营销等投入加大带来的内销恢复性增长,另一方面在去年同期低基数背景下公司出口表现持续抢眼,此外中高端产品占比持续提升带动均价上行也对公司营收形成一定支撑;从长期看,考虑到公司基于战略转型带来的产品力提升,预计内销增速持续好于行业。
- **结构改善趋势延续,毛利率维持高位:**公司全年毛利率为 25.89%,同比提升 0.93pct,其中四季度为 25.30%,下滑 0.25 pct;在毛利率偏低的出口业务占比较去年同期有所提升背景下公司毛利率仍能维持高位的核心因素在于产品结构的持续改善,另一方面,原材料成本压力缓解也是使得公司毛利率维持高位的又一重要因素;而考虑到近期原材料价格仍有下行预期且公司产品结构改善趋势依旧,预计 15 年公司毛利率仍有上行空间。
- **费用率改善明显,盈利能力有所提升:**公司全年业绩表现再超市场预期,归属净利润增速明显快于营收且接近预告区间上限,而使得公司盈利能力明显提升的主因在于期间费用率回落,14 年公司销售及管理费用率分别下滑 0.45pct 及 0.42pct,且汇兑损失大幅减少使得财务费用率下滑 0.42 pct,其共同使得整体费用率改善 1.30pct;此外,公司持有银行理财产品投资收益大幅增加以及资产减值损失减少也对公司全年业绩形成正贡献。
- **转型成效显著,维持“推荐”评级:**目前公司在集团整体转型背景下经营成效较为显著,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更值得期待;综上,预计公司 15、16 年 EPS 分别为 1.37 及 1.72 元,对应目前股价 PE 为 12.60 及 9.99 倍,维持“推荐”评级。

图 1: 14 年公司主营增长 23.79%，其中四季度增长 27.25%



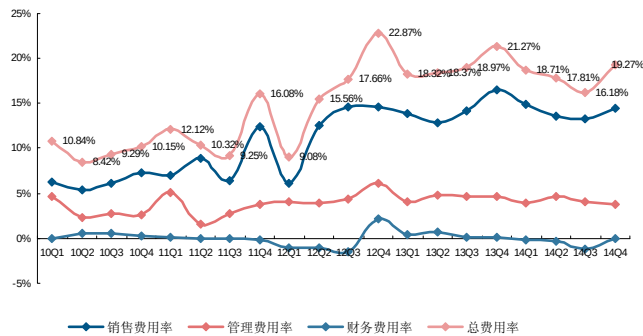
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 四季度营业利润率及归属净利率分别增长 3.35 及 2.31 个百分点



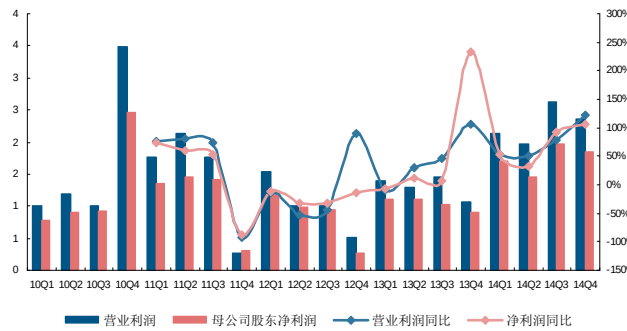
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 四季度总费用率为 19.27%，同比下滑 2.01 个百分点



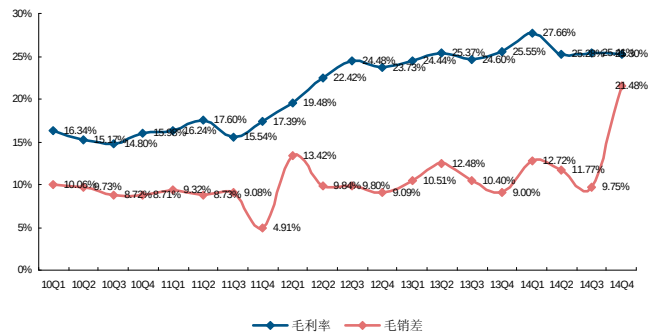
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 四季度营业利润及归属净利润分别增长 122.63%及 105.48%



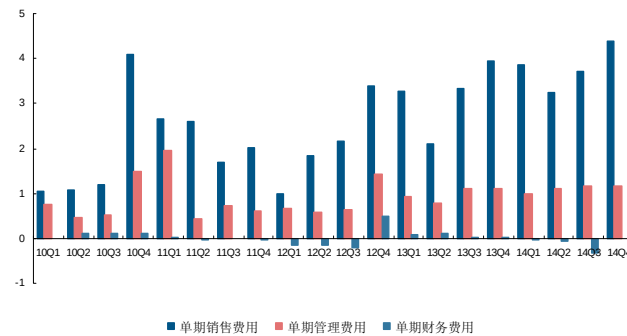
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 四季度毛利率同比下滑 0.25 个百分点



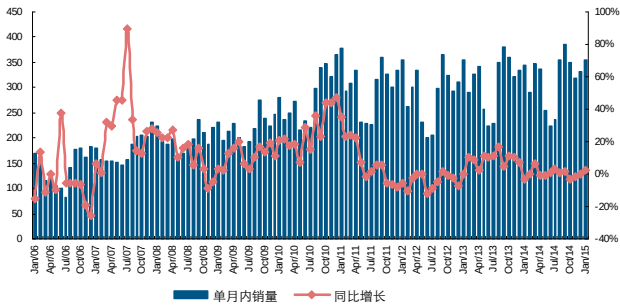
资料来源: Wind, 长江证券研究部

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 年四季度洗衣机行业整体内销下滑 1.61%



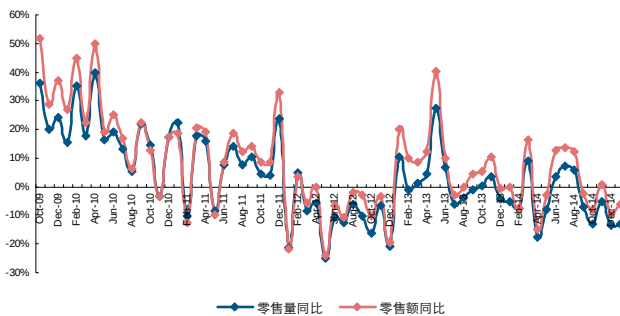
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9：14 年四季度小天鹅内销出货同比增长 14.80%



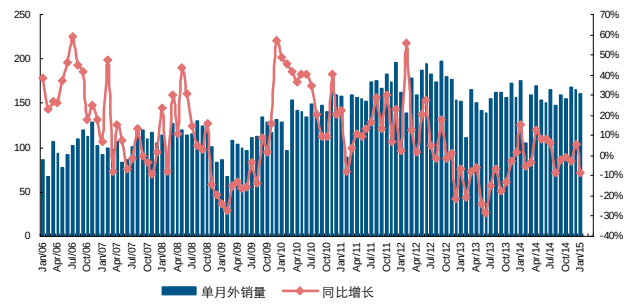
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 11：14 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 8：14 年四季度洗衣机行业整体出口增长 0.69%



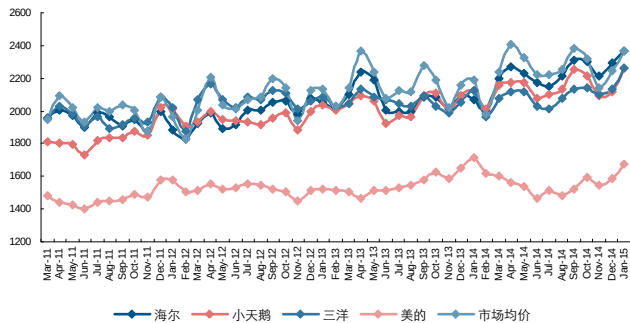
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 10：14 年四季度小天鹅出口同比增长 44.77%



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)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	10804	12972	15485	18370	货币资金	3060	2598	3216	4036
营业成本	8007	9582	11354	13374	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2797	3389	4131	4995	应收账款	891	1070	1277	1515
%营业收入	25.9%	26.1%	26.7%	27.2%	存货	606	725	859	1011
营业税金及附加	67	81	97	115	预付账款	143	171	203	239
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	1948	2333	2761	3249
销售费用	1519	1816	2152	2535	流动资产合计	9795	12124	14568	17465
%营业收入	14.1%	14.0%	13.9%	13.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	441	532	627	735	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	长期股权投资	3	123	231	351
财务费用	-15	-25	-25	-28	投资性房地产	73	73	73	73
%营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	1083	1013	950	895
资产减值损失	38	0	0	0	无形资产	203	193	183	174
公允价值变动收益	-15	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	178	120	120	120	递延所得税资产	235	0	0	0
营业利润	908	1106	1400	1759	其他非流动资产	-16	-16	-16	-16
%营业收入	8.4%	8.5%	9.0%	9.6%	资产总计	11377	13511	15990	18942
营业外收支	26	22	22	22	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	934	1128	1422	1781	应付款项	4788	5816	6891	8117
%营业收入	8.6%	8.7%	9.2%	9.7%	预收账款	852	1022	1220	1448
所得税费用	143	152	191	240	应付职工薪酬	250	300	355	418
净利润	791	976	1231	1541	应交税费	274	302	374	461
归属于母公司所有者的净利润	698.2	864.1	1089.7	1364.6	其他流动负债	53	63	75	88
少数股东损益	93	112	141	177	流动负债合计	6216	7504	8916	10532
EPS (元/股)	1.10	1.37	1.72	2.16	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2014A	2015E	2016E	2017E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1657	-305	817	1071	其他非流动负债	16	16	16	16
取得投资收益	171	0	0	0	负债合计	6232	7520	8932	10547
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	4428	5162	6089	7249
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	717	829	970	1146
固定资产投资	-71	-52	-62	-73	股东权益	5145	5991	7058	8395
其他	-1435	0	0	0	负债及股东权益	11377	13511	15990	18942
投资活动现金流净额	-1505	-52	-62	-73	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2014A	2015E	2016E	2017E
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.104	1.366	1.723	2.157
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	7.00	8.16	9.63	11.46
筹资成本	195	-104	-138	-177	PE	15.59	12.60	9.99	7.98
其他	-388	0	0	0	PEG	0.62	0.50	0.40	0.32
筹资活动现金流净额	-193	-104	-138	-177	PB	2.46	2.11	1.79	1.50
现金净流量	-42	-462	618	820	EV/EBITDA	7.62	6.83	5.08	3.66
					ROE	15.8%	16.7%	17.9%	18.8%

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。