


2015-04-22


公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

**小天鹅 A (000418)**
**盈利能力持续提升，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

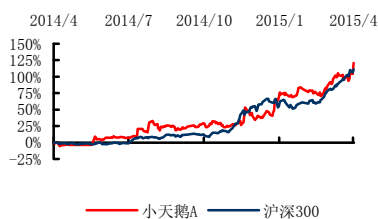
 guanqs@cjsc.com.cn

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

《转型成效显著，盈利能力持续提升》2015/03/19

《转型趋势延续，业绩表现再超预期》2015/01/13

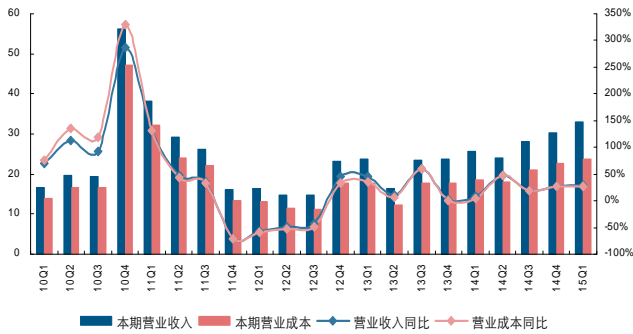
 《主营增速依旧稳健，业绩表现再超预期》  
 2014/10/21

**报告要点**
**■ 事件描述**

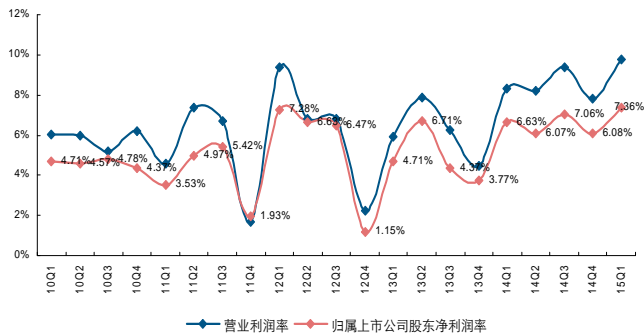
小天鹅 A 披露其 14 年一季报财报，具体内容如下：报告期内公司实现主营收入 32.94 亿元，同比增长 27.86%；实现营业利润 3.22 亿元，同比增长 50.78%；实现归属于母公司股东净利润 2.42 亿元，同比增长 41.98%；实现经营活动现金流量净额 3.94 亿元，同比增长 44.98%；一季度公司实现 EPS 为 0.38 元。

**■ 事件评论**

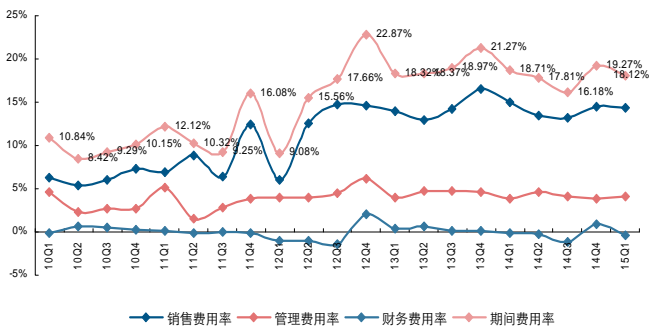
- **内外销表现持续抢眼，主营延续高增长：**一季度洗衣机行业国内需求未见明显改善，行业整体增速如预期中低位运行，但公司营收增速明显优于行业，这主要是由于公司转型成效显著带动产品力持续提升，同时结合自身渠道营销优势使得市占率稳步提升所致；此外，公司出口表现依旧抢眼，基于新兴及空白市场持续开拓，一季度公司出口表现也好于市场预期；总的来说，基于内外销增速确定性增长，预计公司主营高增速或仍将延续。
- **毛利率同比持平，盈利能力明显提升：**公司一季度毛利率为 27.77%，同比提升 0.11 个百分点，创近五年来单季度新高；公司毛利率稳中有升的原因仍在于滚筒等高毛利产品占比提升及原材料成本压力缓解；报告期内公司归属净利率同比提升 0.73 个百分点至 7.36%，一方面由于销售费用率及财务费用率分别同比下滑 0.60 及 0.26 个百分点，期间费用改善明显，另一方面外汇远期合约公允价值及理财产品收益均较去年同期有所提升。
- **业绩表现亮眼，智能化布局值得期待：**昨日公司联合苏宁、国美及天猫三大电商巨头发布全新产品 i 智能滚筒水魔方，一方面随着公司持续加大研发投入，后续新品有望持续推出并放量；另一方面公司作为行业龙头在智能化领域探索及布局也值得期待，此外电商渠道有望成为 15 年公司增长新亮点；考虑到公司大股东及管理层利益一致性较强及经营效率持续改善，公司业绩增速有望在白电行业整体景气度低迷背景下延续抢眼表现。
- **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 1.48 及 1.81 元，对应目前股价 PE 为 14.20 及 11.63 倍，给予“推荐”评级。

**图 1：15 年一季度公司主营增长 27.86%**


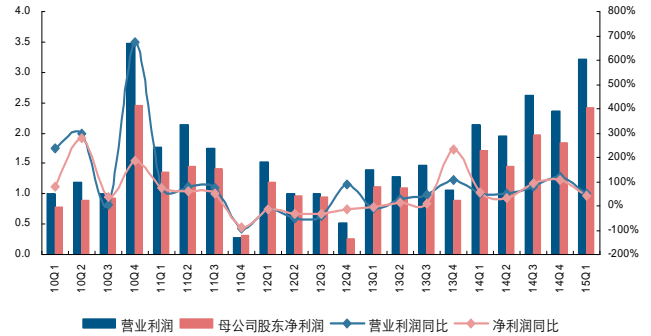
资料来源：Wind,长江证券研究部

**图 3：一季度营业利润率及归属净利率分别增长 1.49 及 0.73 个百分点**


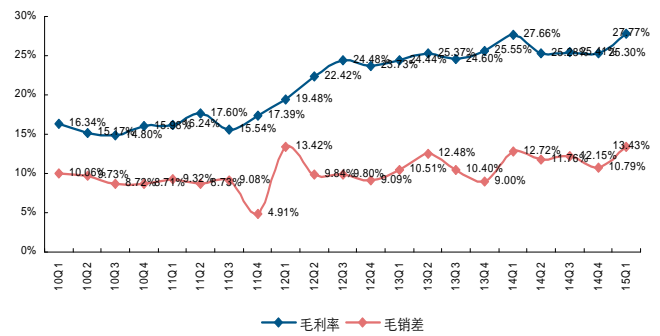
资料来源：Wind,长江证券研究部

**图 5：一季度总费用率为 18.12%，同比下滑 0.59 个百分点**


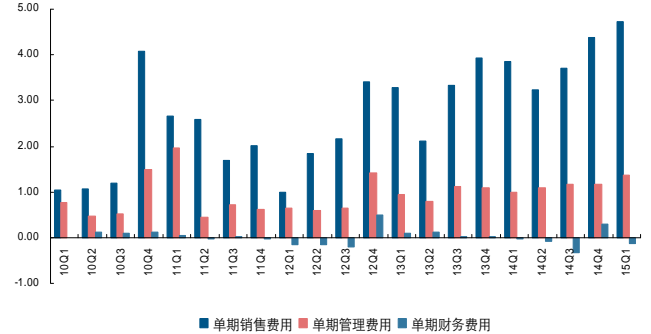
资料来源：Wind,长江证券研究部

**图 2：一季度营业利润及归属净利润分别增长 50.78%及 41.89%**


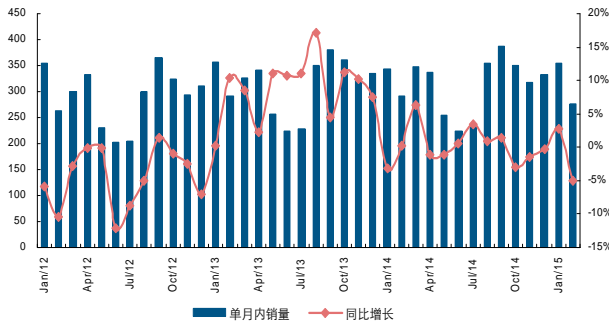
资料来源：Wind,长江证券研究部

**图 4：一季度毛利率同比增长 0.11 个百分点**


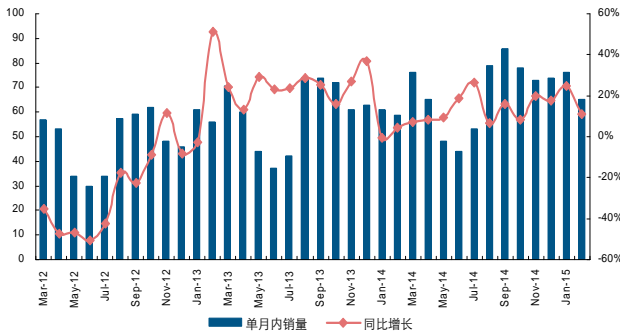
资料来源：Wind,长江证券研究部

**图 6：公司期间费用绝对额一览**


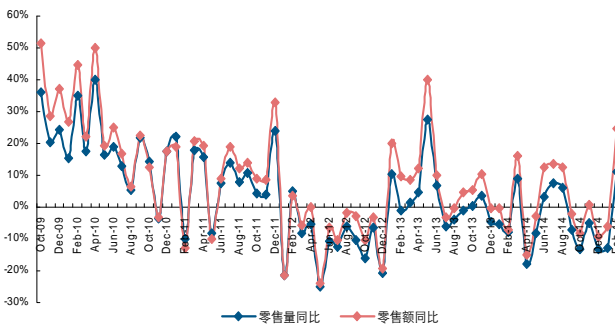
资料来源：Wind,长江证券研究部

**图 7: 15 年 1-2 月份洗衣机行业整体内销同比下滑 0.99%**


资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

**图 9: 15 年 1-2 月份小天鹅内销出货同比增长 17.99%**


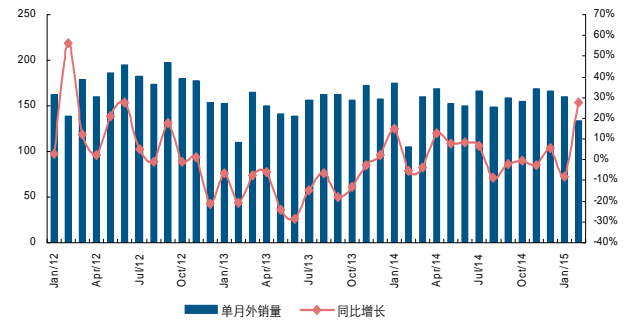
资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

**图 11: 15 年 1-2 月份国内洗衣机终端销量略有下滑**


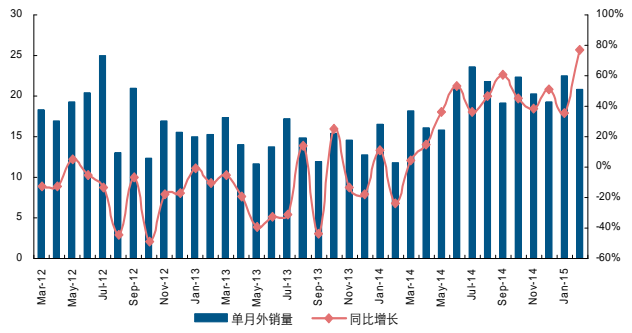
资料来源: 中怡康零售监测, 长江证券研究部

**表 1: 利润表各项占营收比重变动一览**

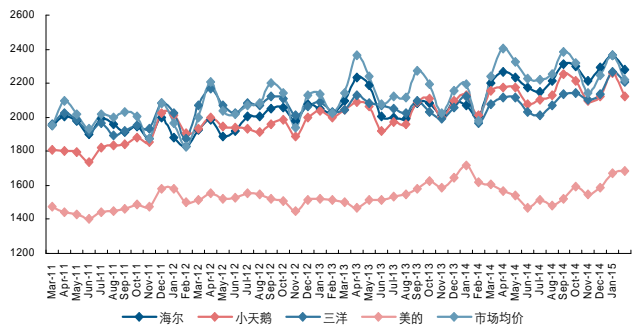
|            | 15Q1          | 14Q1          | 14Q4          | 同比变动         | 同比变动原因解析              | 环比变动         |
|------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-----------------------|--------------|
| 营业收入       | 100.00%       | 100.00%       | 100.00%       | -            | -                     | -            |
| 营业成本       | 72.23%        | 72.34%        | 74.70%        | -0.11%       |                       | -2.47%       |
| <b>毛利率</b> | <b>27.77%</b> | <b>27.66%</b> | <b>25.30%</b> | <b>0.11%</b> | <b>产品结构改善, 成本压力下行</b> | <b>2.47%</b> |
| 营业税金及附加    | 0.52%         | 0.70%         | 0.54%         | -0.18%       |                       | -0.02%       |
| 销售费用率      | 14.34%        | 14.94%        | 14.51%        | -0.60%       |                       | -0.17%       |
| 管理费用率      | 4.14%         | 3.88%         | 3.81%         | 0.26%        | 工资费用及研发投入增加           | 0.33%        |
| 财务费用率      | -0.36%        | -0.11%        | 0.94%         | -0.26%       | 利息收入增加                | -1.31%       |

**图 8: 15 年 1-2 月份洗衣机行业整体出口增长 5.16%**


资料来源: 产业在线, 长江证券研究部

**图 10: 15 年 1-2 月份小天鹅出口同比增长 52.70%**


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             | 0.29%        | 0.38%        | 0.52%        | -0.09%       |                   | -0.23%       |
| 公允价值变动净收益          | 0.00%        | -0.46%       | -0.05%       | 0.46%        | 远期外汇合约公允价值变动增加    | 0.04%        |
| 投资净收益              | 0.94%        | 0.89%        | 2.88%        | 0.05%        | 银行理财产品收益增加        | -1.94%       |
| <b>营业利润率</b>       | <b>9.79%</b> | <b>8.30%</b> | <b>7.81%</b> | <b>1.49%</b> | 期间费用改善, 公允价值净收益增加 | <b>1.98%</b> |
| 营业外收入              | 0.23%        | 0.27%        | 0.42%        | -0.04%       |                   | -0.19%       |
| 营业外支出              | 0.10%        | 0.05%        | 0.22%        | 0.05%        |                   | -0.11%       |
| 利润总额               | 9.91%        | 8.51%        | 8.01%        | 1.40%        |                   | 1.90%        |
| 所得税                | 1.50%        | 1.23%        | 1.12%        | 0.27%        |                   | 0.38%        |
| 净利润                | 8.41%        | 7.29%        | 6.89%        | 1.13%        |                   | 1.52%        |
| 少数股东损益             | 1.06%        | 0.66%        | 0.81%        | 0.40%        |                   | 0.25%        |
| <b>归属母公司股东净利润率</b> | <b>7.36%</b> | <b>6.63%</b> | <b>6.08%</b> | <b>0.73%</b> | 期间费用改善, 公允价值净收益增加 | <b>1.28%</b> |

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)    |              |              |              |              |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | 2014A        | 2015E        | 2016E         | 2017E         |                | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
| <b>营业收入</b>          | <b>10804</b> | <b>13181</b> | <b>15565</b>  | <b>18224</b>  | 货币资金           | 3060         | 2552         | 3229         | 4113         |
| 营业成本                 | 8007         | 9637         | 11310         | 13161         | 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>毛利</b>            | <b>2797</b>  | <b>3544</b>  | <b>4255</b>   | <b>5064</b>   | 应收账款           | 891          | 1087         | 1284         | 1503         |
| %营业收入                | 25.9%        | 26.9%        | 27.3%         | 27.8%         | 存货             | 606          | 729          | 855          | 995          |
| 营业税金及附加              | 67           | 82           | 97            | 114           | 预付账款           | 143          | 172          | 202          | 235          |
| %营业收入                | 0.6%         | 0.6%         | 0.6%          | 0.6%          | 其他流动资产         | 1948         | 2410         | 2822         | 3277         |
| 销售费用                 | 1519         | 1885         | 2210          | 2570          | <b>流动资产合计</b>  | <b>9795</b>  | <b>12262</b> | <b>14677</b> | <b>17480</b> |
| %营业收入                | 14.1%        | 14.3%        | 14.2%         | 14.1%         | 可供出售金融资产       | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 管理费用                 | 441          | 540          | 630           | 729           | 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          | -40          | -30           | -38           | 投资性房地产         | 73           | 73           | 73           | 73           |
| %营业收入                | -0.1%        | -0.3%        | -0.2%         | -0.2%         | 固定资产合计         | 1083         | 1014         | 951          | 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            |
| <b>营业利润</b>          | <b>908</b>   | <b>1197</b>  | <b>1468</b>   | <b>1809</b>   | 其他非流动资产        | -16          | -16          | -16          | -16          |
| %营业收入                | 8.4%         | 9.1%         | 9.4%          | 9.9%          | <b>资产总计</b>    | <b>11377</b> | <b>13649</b> | <b>16100</b> | <b>18957</b> |
| 营业外收支                | 26           | 23           | 22            | 21            | 短期贷款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>          | <b>934</b>   | <b>1220</b>  | <b>1490</b>   | <b>1830</b>   | 应付款项           | 4788         | 5849         | 6864         | 7987         |
| %营业收入                | 8.6%         | 9.3%         | 9.6%          | 10.0%         | 预收账款           | 852          | 1039         | 1227         | 1436         |
| 所得税费用                | 143          | 164          | 201           | 246           | 应付职工薪酬         | 250          | 301          | 354          | 411          |
| 净利润                  | 791          | 1056         | 1289          | 1584          | 应交税费           | 274          | 320          | 387          | 468          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>698.2</b> | <b>934.6</b> | <b>1141.4</b> | <b>1402.5</b> | 其他流动负债         | 53           | 64           | 75           | 87           |
| 少数股东损益               | 93           | 121          | 148           | 182           | <b>流动负债合计</b>  | <b>6216</b>  | <b>7573</b>  | <b>8906</b>  | <b>10390</b> |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>1.10</b>  | <b>1.48</b>  | <b>1.80</b>   | <b>2.22</b>   | 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                      |              |              |               |               | 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                      |              |              |               |               | 递延所得税负债        | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                      |              |              |               |               | 其他非流动负债        | 16           | 16           | 16           | 16           |
|                      |              |              |               |               | <b>负债合计</b>    | <b>6232</b>  | <b>7589</b>  | <b>8922</b>  | <b>10406</b> |
|                      |              |              |               |               | 归属于母公司         | 4428         | 5222         | 6193         | 7385         |
|                      |              |              |               |               | 少数股东权益         | 717          | 838          | 985          | 1167         |
|                      |              |              |               |               | <b>股东权益</b>    | <b>5145</b>  | <b>6060</b>  | <b>7178</b>  | <b>8552</b>  |
|                      |              |              |               |               | <b>负债及股东权益</b> | <b>11377</b> | <b>13649</b> | <b>16100</b> | <b>18957</b> |
|                      |              |              |               |               | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
|                      |              |              |               |               |                | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
|                      |              |              |               |               | EPS            | 1.104        | 1.478        | 1.805        | 2.217        |
|                      |              |              |               |               | BVPS           | 7.00         | 8.26         | 9.79         | 11.68        |
|                      |              |              |               |               | PE             | 19.01        | 14.20        | 11.63        | 9.46         |
|                      |              |              |               |               | PEG            | 0.73         | 0.54         | 0.44         | 0.36         |
|                      |              |              |               |               | PB             | 3.00         | 2.54         | 2.14         | 1.80         |
|                      |              |              |               |               | EV/EBITDA      | 9.94         | 8.32         | 6.39         | 4.80         |
|                      |              |              |               |               | ROE            | 15.8%        | 17.9%        | 18.4%        | 19.0%        |

**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  | zhouzd1@cjsc.com.cn   |
| 甘 露 | 副主管    | (8621) 68751916  | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003  | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠 雷 | 华南区总经理 | (86755) 82792756 | julei@cjsc.com.cn     |
| 李敏捷 | 华北区总经理 | (8610) 66290412  | limj@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。