

2015-08-06

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 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

 《盈利能力持续提升, 业绩表现再超预期》
 2015-4-22

《转型成效显著, 盈利能力持续提升》2015-3-19

《转型趋势延续, 业绩表现再超预期》2015-1-13

小天鹅 A (000418)

转型成效显著, 长期表现值得期待

报告要点

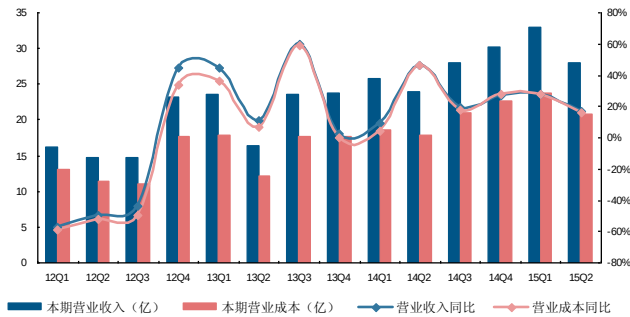
■ 事件描述

小天鹅 A 披露 15 年中期财报: 报告期内公司实现主营 61.02 亿元, 同比增长 22.67%, 其中二季度实现 28.08 亿元, 同比增长 17.10%; 实现营业利润 5.68 亿元, 同比增长 38.51%, 其中二季度实现 2.46 亿元, 同比增长 25.15%; 实现归属净利润 4.31 亿元, 同比增长 36.14%, 其中二季度实现 1.88 亿元, 同比增长 29.40%; 公司上半年实现 EPS 0.68 元, 其中二季度实现 0.30 元。

■ 事件评论

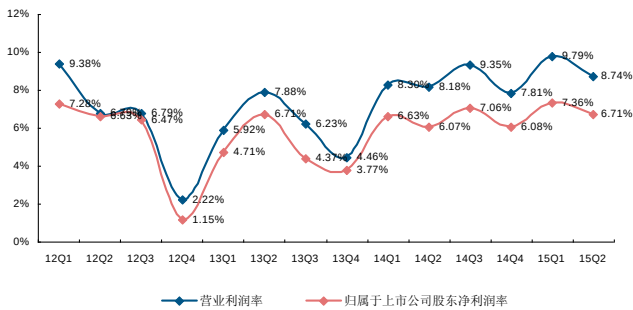
- **内外销表现抢眼, 主营延续高增长:** 二季度洗衣机行业整体增速维持低位, 但公司营收表现依旧抢眼, 我们判断这一方面由于公司产品力持续提升及渠道模式转型成效显现使得当期内销市占率同比提升 2.85pct; 另一方面, 公司海外市场稳步开拓使得其外销在行业整体下滑背景下仍实现高增长; 此外, 电商零售同比增长超 150% 对公司营收形成支撑; 总的来说, 基于内外销增速确定性增长, 预计公司主营高增速仍将延续。
- **高毛利产品占比提升, 盈利能力维持高位:** 上半年公司综合毛利率为 26.95%, 同比提升 0.44pct, 其中二季度同比提升 0.70pct 至 25.98%; 年内公司定价策略有所调整, 更多让利于渠道及终端用户, 但在高毛利产品占比持续提升及原材料价格低位运行带动下整体毛利率仍有所提升; 同时上半年资产减值损失大幅下滑, 且期间费用率整体小幅改善 0.06pct, 在此驱动下归属净利率同比增长 0.70pct, 盈利能力有所提升。
- **经营效率持续提升, 长期表现值得期待:** 公司上半年经营性现金流量净额同比提升 65.47%, 且绝对值明显高于净利润, 公司通过加强经营管理及调整渠道经销商政策等措施使得存货周转明显加速; 此外, 公司在手现金充足, 作为行业龙头在自动化生产及产品智能化领域探索及布局值得期待; 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整体景气度低迷背景下延续抢眼表现。
- **转型成效显著, 维持“买入”评级:** 目前公司在集团整体转型背景下经营成效显著, 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, 依托美的集团协同效应, 公司渠道营销模式转变及产品创新力提升更值得期待; 综上, 预计公司 15、16 年 EPS 分别为 1.48 及 1.80 元, 对应目前股价 PE 为 15.79 及 12.93 倍, 维持“买入”评级。

图 1: 15 年二季度公司主营同比增长 17.10%



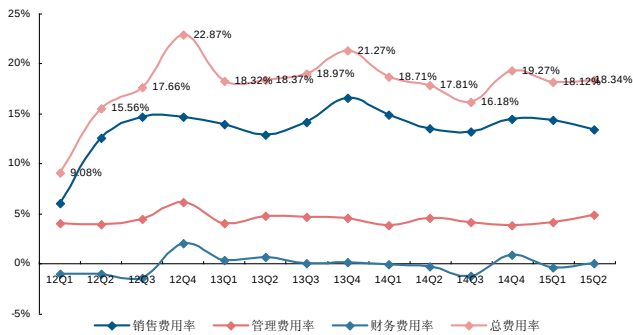
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3: 二季度营业利润率及归属净利率分别增长 0.56 及 0.64 个百分点



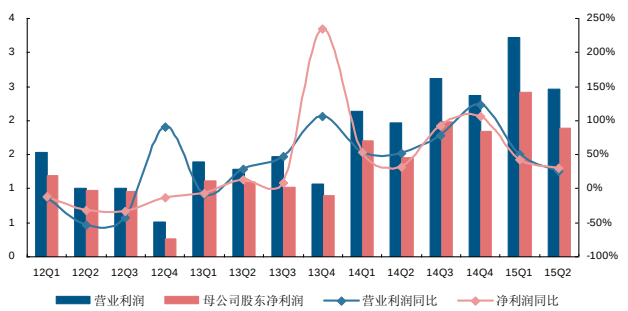
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5: 二季度期间费用率为 18.34%，同比增长 0.53%



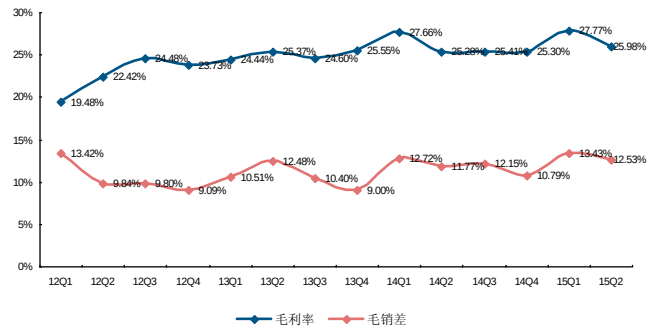
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2: 二季度营业利润及归属净利润分别增长 25.15%及 29.40%



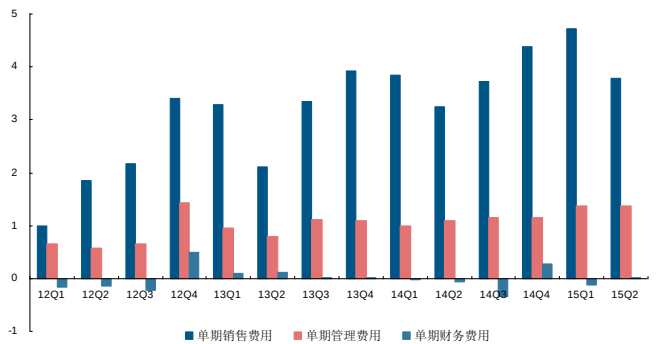
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4: 二季度毛利率为 25.98%，同比增长 0.70 个百分点



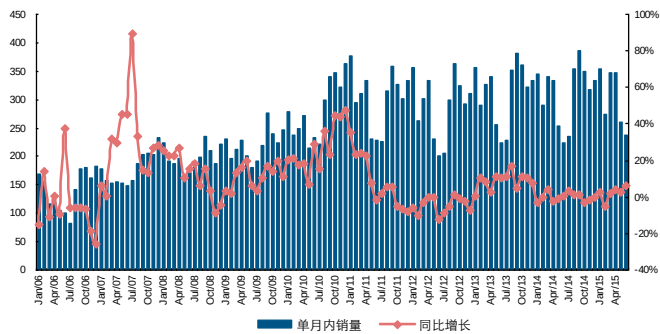
资料来源：Wind，长江证券研究部

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 年上半年洗衣机行业内销同比增长 1.91%



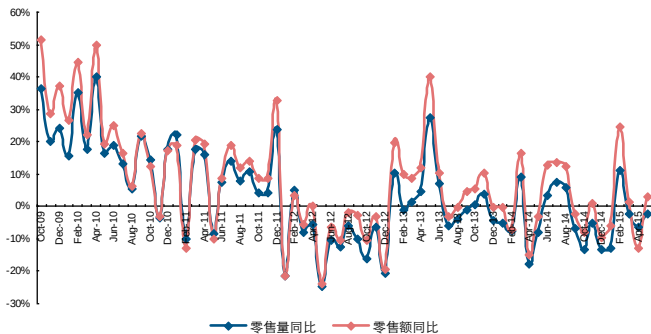
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 9: 15 年上半年美的系内销出货同比增长 16.62%



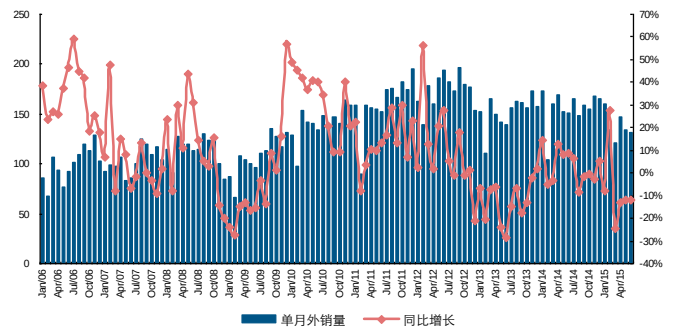
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 11: 15 年 1-5 月洗衣机终端累计零售量下滑 3.88%，零售额增长 1.56%



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

图 8: 15 年上半年洗衣机行业出口下滑 9.07%



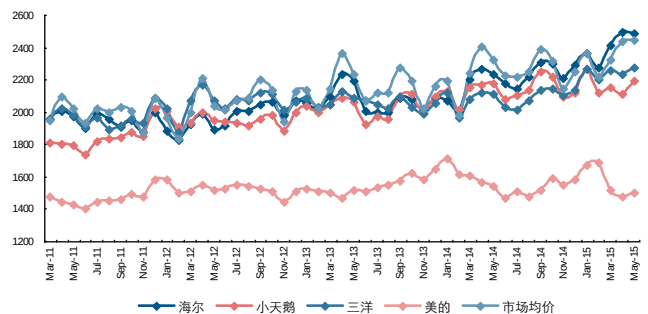
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 10: 15 年上半年美的系出口同比增长 34.96%



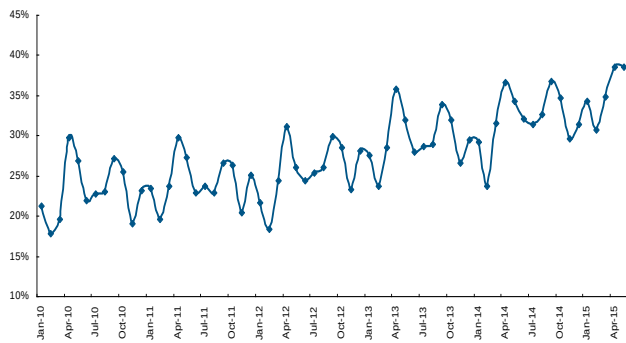
资料来源：产业在线，长江证券研究部

图 12: 15 年 1-5 月小天鹅零售均价同比增长 1.97%



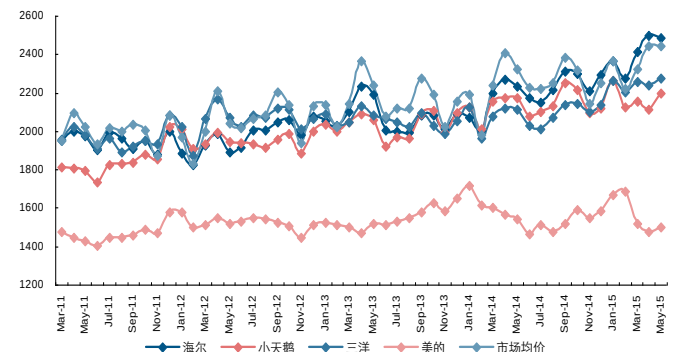
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

图 13: 15 年 1-5 月滚筒洗衣机份额达到 35.35%，同比上升 4.16 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（单位：亿元）

		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	56.21	40.72	27.55%	23.34%	24.13%	-0.46%
分地区	国内	43.9	29.79	32.13%	23.01%	25.03%	-1.10%
	国外	12.31	10.93	11.22%	24.53%	21.73%	2.04%

资料来源：公司公告,长江证券研究部

表 2: 15 年二季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	15Q2	14Q2	15Q1	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	74.02%	74.72%	72.23%	-0.70%		1.79%
毛利率	25.98%	25.28%	27.77%	0.70%	高毛利产品占比提升，原材料压力下行	-1.79%
营业税金及附加	0.73%	0.54%	0.52%	0.19%		0.21%
销售费用率	13.45%	13.51%	14.34%	-0.07%		-0.89%
管理费用率	4.86%	4.60%	4.14%	0.27%		0.73%
财务费用率	0.03%	-0.30%	-0.36%	0.33%		0.39%
资产减值损失	-0.39%	0.07%	0.29%	-0.46%		-0.68%
公允价值变动净收益	-0.01%	-0.07%	0.00%	0.06%		-0.01%
投资净收益	1.46%	1.39%	0.94%	0.06%		0.52%
营业利润率	8.74%	8.18%	9.79%	0.56%	毛利率改善，资产减值下滑	-1.04%
营业外收入	0.25%	0.20%	0.23%	0.06%		0.03%
营业外支出	0.06%	0.14%	0.10%	-0.08%		-0.04%
利润总额	8.94%	8.24%	9.91%	0.70%		-0.97%
所得税	1.06%	1.45%	1.50%	-0.40%		-0.44%
净利润率	7.88%	6.78%	8.41%	1.10%		-0.53%
少数股东损益	1.17%	0.71%	1.06%	0.46%		0.12%
归属母公司股东净利润率	6.71%	6.07%	7.36%	0.64%	毛利率改善，资产减值下滑	-0.65%

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
营业收入	10804	13181	15565	18224	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
毛利	2797	3544	4255	5064	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	流动资产合计	9795	12262	14677	17480
%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
营业利润	908	1197	1468	1809	其他非流动资产	-16	-16	-16	-16
%营业收入	8.4%	9.1%	9.4%	9.9%	资产总计	11377	13649	16100	18957
营业外收支	26	23	22	21	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	934	1220	1490	1830	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
归属于母公司所有者的净利润	698.2	934.6	1141.4	1402.5	其他流动负债	53	64	75	87
少数股东损益	93	121	148	182	流动负债合计	6216	7573	8906	10390
EPS (元/股)	1.10	1.48	1.80	2.22	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	-355	880	1129	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	7589	8922	10406
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	4428	5222	6193	7385
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	717	838	985	1167
固定资产投资	-71	-53	-62	-73	股东权益	5145	6060	7178	8552
其他	-1435	0	0	0	负债及股东权益	11377	13649	16100	18957
投资活动现金流净额	-1505	-53	-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	1.478	1.805	2.217
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	7.00	8.26	9.79	11.68
筹资成本	195	-100	-141	-172	PE	21.13	15.79	12.93	10.52
其他	-388	0	0	0	PEG	0.81	0.60	0.49	0.40
筹资活动现金流净额	-193	-100	-141	-172	PB	3.33	2.83	2.38	2.00
现金净流量	-42	-508	677	883	EV/EBITDA	11.39	9.47	7.33	5.57
					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：
买 入：	相对大盘涨幅大于 10%
增 持：	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。