小天鹅 A (000418.SZ)　白色家电行业

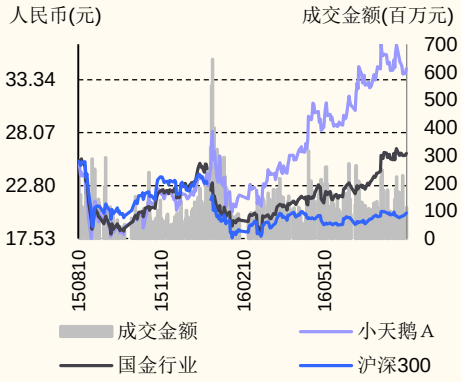
评级：买入　维持评级　　公司点评

市场价格（人民币）：34.45 元
目标价格（人民币）：36.77-38.70 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	437.74
总市值(百万元)	21,789.20
年内股价最高最低(元)	36.87/17.53
沪深 300 指数	3256.98
深证成指	10564.78



相关报告

1.《16 一季报点评-业绩再超预期，展翅高飞》，2016.4.22

2.《洗衣机行业领先制造商，迪斯尼系列新品可期》，2016.2.2

魏立　分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

孙静佳　联系人
(862160230218
sunjj@gjzq.com.cn

产品、效率展翅飞，未来增长动力足

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.104	1.453	1.935	2.512	3.211
每股净资产(元)	7.00	8.10	9.23	10.94	13.26
每股经营性现金流(元)	2.62	5.69	1.58	2.09	5.13
市盈率(倍)	11.85	16.51	17.81	13.72	10.73
行业优化市盈率(倍)	22.16	29.47	27.90	27.90	27.90
净利润增长率(%)	68.91%	31.65%	33.13%	29.82%	27.85%
净资产收益率(%)	15.77%	17.94%	20.96%	22.95%	24.23%
总股本(百万股)	632.49	632.49	632.49	632.49	632.49

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 小天鹅 A 今日披露中期业绩，公司 2016H1 实现营收 79.85 亿元，+30.86%YoY；实现归母净利润 5.81 亿元，+34.86%YoY；扣非后归母净利润 5.67 亿元，+53.73%YoY；基本每股收益 0.92 元。对应 2016Q2 营收 37.45 亿元，+33.37%YoY；归母净利 2.64 亿元，+40.02%YoY。二季度同比增幅超过一季度，公司业绩再超市场预期。

经营分析

- **内外兼修，持续逆势增长：**2016 上半年，洗衣机行业总销量+ 3.82%YoY、内销+4.34%YoY、外销+2.67%YoY。公司实现内销+32.07%YoY、外销+24.26%YoY 增长，增幅远超行业平均。一方面源于公司“产品领先、效率驱动、全球经营”战略的有效贯彻；另一方面，公司受益竞争对手经营调整。
- **T+3 模式确保营运能力，现金流持续充裕：**公司 2016H1 存货周转率由 8.38 次提升至 8.66 次，应收账款周转率由 7.17 次提升至 7.93 次，营运效率持续改善，主要得益于公司 90%的产销来自 T+3 客户订单制模式。公司上半年经营活动产生的现金流量净额达 16.07 亿元，+17.71%YoY；自有现金 100.66 亿元，+65.37%YoY。公司现金流持续充裕。
- **电商增速亮眼，产品优化进展顺利：**2016 上半年，公司电商平台小天鹅商城上线，2016H1 全网零售额突破 18.3 亿元，同比增长 101.1%，增速亮眼。未来在公司 T+3 产销模式下，线上渠道优势将得到最大程度发挥。此外，公司产品品类扩充及结构升级进展顺利，其中干洗机 2016H1 收入同比大增 45.8%。高端品类占比增加也使公司毛利实现+0.25ppt 的持续提升。预计未来比佛利高端系列、迪士尼差异化系列以及干衣机、i-bigger 智能变频洗衣机等多样化产品系列将为公司提供持续的增长动力，公司与美的“双智”战略在洗衣机业务上的协同发展也值得期待。

盈利调整

- 通过产品结构改善、营运能力提升双轮驱动，公司在洗衣机行业的竞争优势已逐步显现，未来盈利能力有望实现持续提升，与美的的智能化协同发展又可确保公司业绩稳健增长。我们预计 2016-2018 年公司营收

敬请参阅最后一页特别声明　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

170.95/215.49/273.27 亿元，同比增速 30.2%/26.1%/26.8%，归母净利 12.24/15.89/20.31 亿元，同比增速 33.1%/29.8%/27.9%，摊薄 EPS1.94/2.51/3.21 元/股。

投资建议

- 公司股票现价 34.45 元，对应 2016 年 PE17.81 倍。维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**8,728**	**10,804**	**13,132**	**17,095**	**21,549**	**27,327**
增长率		23.8%	21.5%	30.2%	26.1%	26.8%
主营业务成本	-6,550	-8,007	-9,646	-12,387	-15,537	-19,633
%销售收入	75.0%	74.1%	73.5%	72.5%	72.1%	71.8%
毛利	2,178	2,797	3,485	4,708	6,012	7,694
%销售收入	25.0%	25.9%	26.5%	27.5%	27.9%	28.2%
营业税金及附加	-53	-67	-67	-96	-121	-153
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,267	-1,519	-1,958	-2,598	-3,319	-4,263
%销售收入	14.5%	14.1%	14.9%	15.2%	15.4%	15.6%
管理费用	-393	-441	-540	-718	-916	-1,175
%销售收入	4.5%	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%	4.3%
息税前利润（EBIT）	465	769	921	1,296	1,657	2,103
%销售收入	5.3%	7.1%	7.0%	7.6%	7.7%	7.7%
财务费用	-25	15	110	76	102	148
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-49	-38	-22	0	0	0
公允价值变动收益	14	-15	0	0	0	0
投资收益	117	178	202	239	325	415
%税前利润	21.3%	19.1%	16.5%	14.7%	15.5%	15.5%
营业利润	521	908	1,210	1,612	2,084	2,666
营业利润率	6.0%	8.4%	9.2%	9.4%	9.7%	9.8%
营业外收支	27	26	15	15	15	15
税前利润	549	934	1,225	1,627	2,099	2,681
利润率	6.3%	8.6%	9.3%	9.5%	9.7%	9.8%
所得税	-74	-143	-172	-229	-295	-377
所得税率	13.5%	15.3%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润	475	791	1,053	1,398	1,804	2,304
少数股东损益	61	93	134	174	215	273
归属于母公司的净利润	**413**	**698**	**919**	**1,224**	**1,589**	**2,031**
净利率	4.7%	6.5%	7.0%	7.2%	7.4%	7.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	475	791	1,053	1,398	1,804	2,304
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	196	175	150	4	4	4
非经营收益	-198	-221	-302	-302	-350	-440
营运资金变动	432	913	2,674	-100	-135	1,377
经营活动现金净流	**905**	**1,657**	**3,575**	**1,000**	**1,322**	**3,245**
资本开支	41	-71	-107	72	35	25
投资	-607	-1,605	-2,182	0	0	0
其他	117	171	244	239	325	415
投资活动现金净流	**-449**	**-1,505**	**-2,045**	**312**	**360**	**440**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	8	10	10
其他	-191	-193	-278	-40	-474	-506
筹资活动现金净流	**-191**	**-193**	**-278**	**-32**	**-464**	**-496**
现金净流量	**265**	**-41**	**1,253**	**1,279**	**1,218**	**3,189**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,617	3,060	3,043	4,322	5,541	8,730
应收款项	3,254	4,038	3,110	3,912	4,794	5,905
存货	798	606	745	679	851	1,076
其他流动资产	1,947	2,091	5,854	6,124	7,455	7,696
流动资产	7,616	9,795	12,752	15,037	18,641	23,407
%总资产	82.6%	86.1%	89.0%	90.6%	92.3%	93.8%
长期投资	14	76	69	69	69	69
固定资产	1,194	1,066	1,020	1,000	980	970
%总资产	12.9%	9.4%	7.1%	6.0%	4.9%	3.9%
无形资产	227	205	202	194	190	186
非流动资产	1,606	1,582	1,575	1,562	1,548	1,544
%总资产	17.4%	13.9%	11.0%	9.4%	7.7%	6.2%
资产总计	**9,223**	**11,377**	**14,328**	**16,599**	**20,190**	**24,951**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	4,262	5,688	6,198	8,449	10,506	13,209
其他流动负债	410	528	2,101	1,224	1,449	1,763
流动负债	4,672	6,216	8,298	9,672	11,955	14,972
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	42	50	60	70
负债	**4,688**	**6,232**	**8,340**	**9,722**	**12,015**	**15,042**
普通股股东权益	3,909	4,428	5,125	5,839	6,922	8,384
少数股东权益	625	717	863	1,037	1,253	1,526
负债股东权益合计	**9,223**	**11,377**	**14,328**	**16,599**	**20,190**	**24,951**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.654	1.104	1.453	1.935	2.512	3.211
每股净资产	6.180	7.001	8.103	9.232	10.944	13.255
每股经营现金净流	1.431	2.620	5.690	1.581	2.090	5.130
每股股利	0.300	0.450	0.600	0.750	0.800	0.900
回报率						
净资产收益率	10.57%	15.77%	17.94%	20.96%	22.95%	24.23%
总资产收益率	4.48%	6.14%	6.42%	7.37%	7.87%	8.14%
投入资本收益率	8.86%	12.65%	13.22%	16.20%	17.42%	18.24%
增长率						
主营业务收入增长率	26.49%	23.79%	21.54%	30.18%	26.06%	26.81%
EBIT 增长率	29.99%	65.38%	19.82%	40.76%	27.81%	26.95%
净利润增长率	22.15%	68.91%	31.65%	33.13%	29.82%	27.85%
总资产增长率	9.74%	23.36%	25.94%	15.85%	21.63%	23.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.4	27.6	24.4	23.0	22.5	22.0
存货周转天数	48.8	32.0	25.6	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	136.5	145.5	114.2	105.0	102.0	100.0
固定资产周转天数	49.9	36.0	28.3	21.3	16.6	12.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.00%	-59.48%	-50.82%	-62.86%	-67.78%	-88.09%
EBIT 利息保障倍数	18.9	-51.7	-8.4	-17.0	-16.2	-14.2
资产负债率	50.83%	54.78%	58.21%	58.57%	59.51%	60.28%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-02	买入	20.69	25.28～25.62
2	2016-04-22	买入	27.38	31.92～32.26

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD