



2016-08-09

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 孙珊

 (8621)68751711

 sunshan@cjsc.com.cn


分析师 管泉森

 (8621)68751711

 guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490516070002

联系人 贺本东

 (8621)68751711

 hebd@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《营收延续高增长, 业绩再超市场预期》
 2016-04-21

《经营持续抢眼, 现金牛价值股典范》2016-03-10

《营收增速抢眼, 盈利能力维持高位》2015-10-26

小天鹅 A (000418)

转型成效显著, 经营表现持续超预期

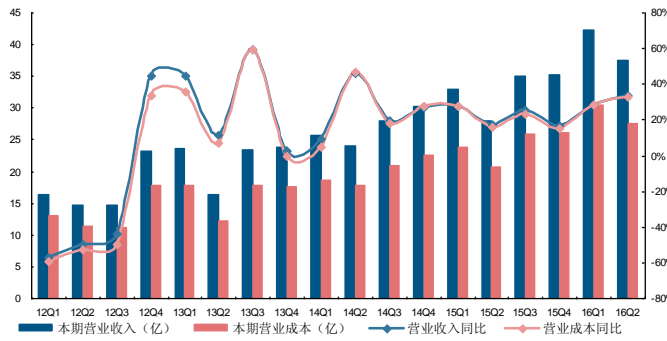
报告要点

■ 事件描述

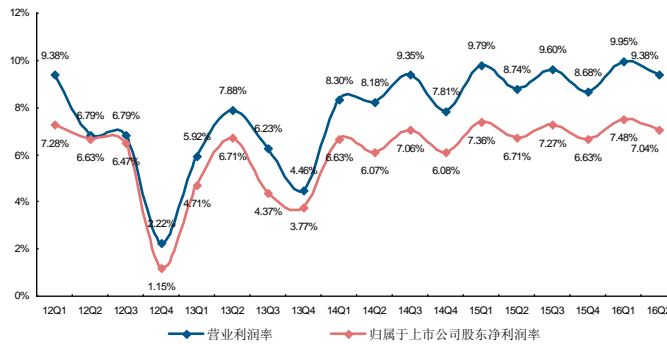
小天鹅 A 披露 16 年中期财报: 报告期内公司实现主营收入 79.85 亿元, 同比增长 30.86%, 其中二季度实现 37.45 亿元, 同比增长 33.37%; 实现营业利润 7.73 亿元, 同比增长 36.13%, 其中二季度实现 3.51 亿元, 同比增长 43.07%; 实现归属净利润 5.81 亿元, 同比增长 34.86%, 其中二季度实现 2.64 亿元, 同比增长 40.02%; 实现 EPS0.92 元, 其中二季度实现 0.42 元。

■ 事件评论

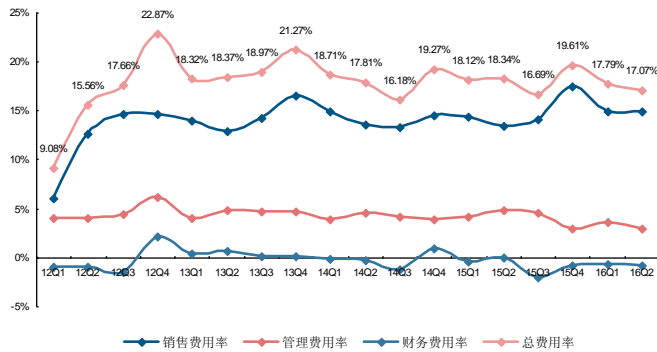
- **内外销双擎驱动, 主营增速表现抢眼:** 上半年洗衣机行业内销整体实现小幅增长, 不过公司表现明显优于行业, 这一方面是由于公司产品力持续强化叠加渠道扁平化使得市占率稳步提升所致, 报告期内公司市占率同比提升 2.67pct 至 26.52%, 另一方面公司线上业务持续发力使得电商增速翻番; 且在出口方面, 基于欧洲、中东及亚非等地区较好表现, 上半年出口增速表现也较为优异; 总的来说, 基于产品力提升、营销模式转型及出口持续投入, 公司主营实现高增长且有望延续。
- **毛利率小幅提升, 盈利能力持续改善:** 基于产品结构优化及人民币汇率贬值等因素影响, 公司上半年出口毛利率同比提升 2.98pct 并带动 16H1 及 16Q2 综合毛利率分别提升 0.26pct 及 0.18pct; 而在费用率方面, 由于加大市场推广尤其是促销费用投入导致公司销售费用明显提升, 不过报告期内公司管理费用有所下降且考虑到汇兑收益及存款利息收入增加, 16H1 及 16Q2 期间费用率仍同比下降 0.76pct 及 1.26pct; 基于毛利率端提升及费用端稳步改善, 公司盈利能力呈持续提升趋势。
- **营运能力持续优化, 在手现金极其充裕:** 公司持续推进“T+3”订单制度且加强营销端、供应端、制造端及研发端的优化管理, 在此背景下公司营运效率得到持续提升, 上半年公司存货及应收账款周转率分别同比加速 0.28 及 0.76 次, 同时公司持续推动渠道库存共享, 进一步优化渠道库存水平并降低库存风险; 此外公司作为优秀的现金牛价值股典范, 其在手现金极其充裕, 为未来分红率持续提升等提供想象空间。
- **看好公司长期发展, 维持“买入”评级:** 在集团战略转型背景下公司经营成效变革极其显著, 产品力及市场份额均有明显提升, 整体经营持续超预期; 而从中长期看, 基于公司产品力持续提升、营销模式转型、海外市场投入力度逐步加大以及“T+3”订单制持续深化, 我们认为公司长期发展更值得期待, 此外公司在手现金极其充裕也为其提供安全缓冲垫; 综上, 预计公司 16、17 年 EPS 分别为 1.90 及 2.28 元, 对应目前股价 PE 分别为 18.18 及 15.10 倍, 维持公司“买入”评级。

图 1：二季度公司主营收入同比增长 33.37%


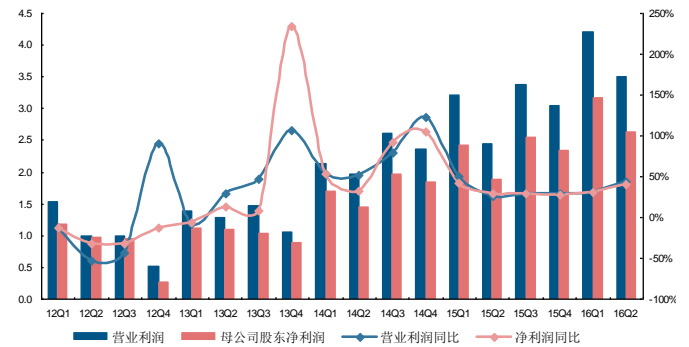
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：二季度营业利润率及归属净利率分别提升 0.64 及 0.33 个百分点


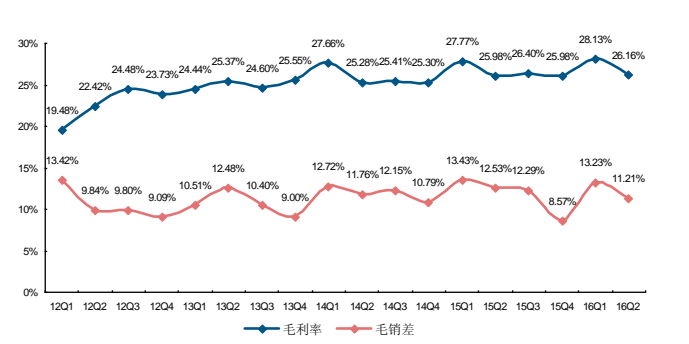
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：二季度期间费用率为 17.07%，同比下滑 1.26 个百分点


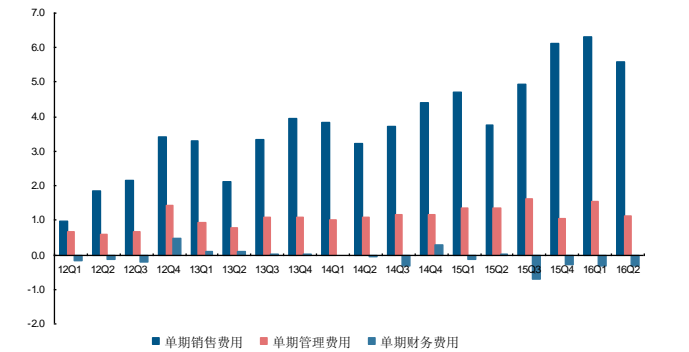
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：二季度营业利润及归属净利润分别同比增长 43.07% 及 40.02%


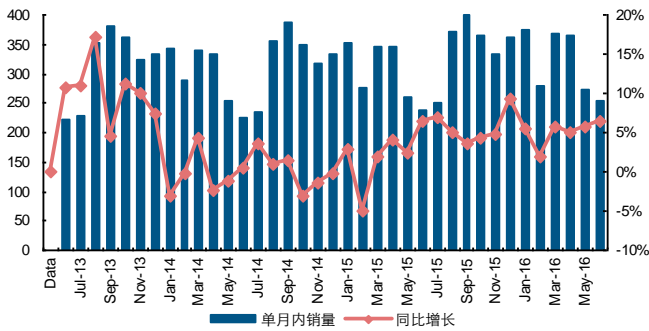
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：二季度毛利率为 26.16%，同比提升 0.18 个百分点


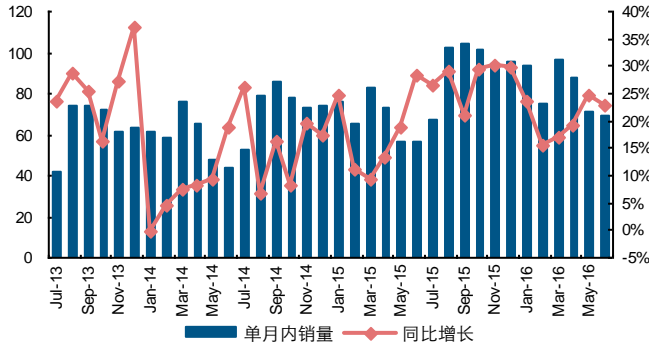
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司期间费用绝对额一览


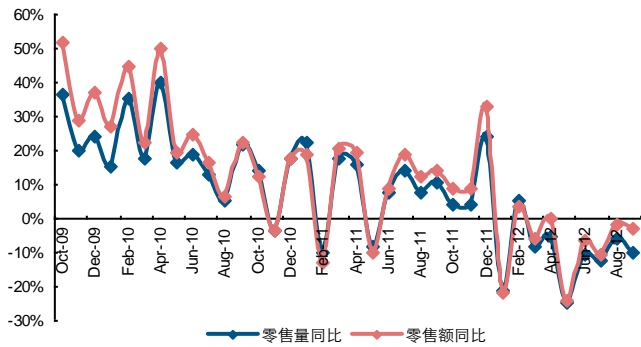
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7: 16 年上半年洗衣机行业内销同比增长 4.34%


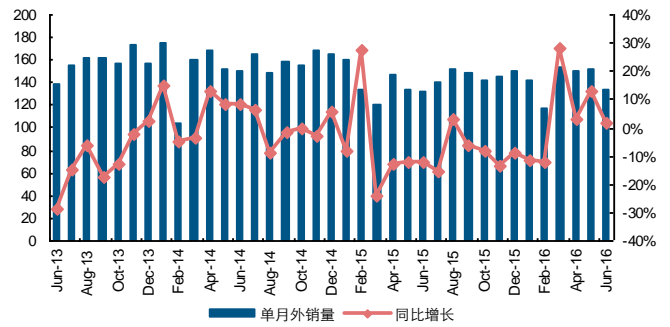
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 9: 16 年上半年美的系内销出货同比增长 20.14%


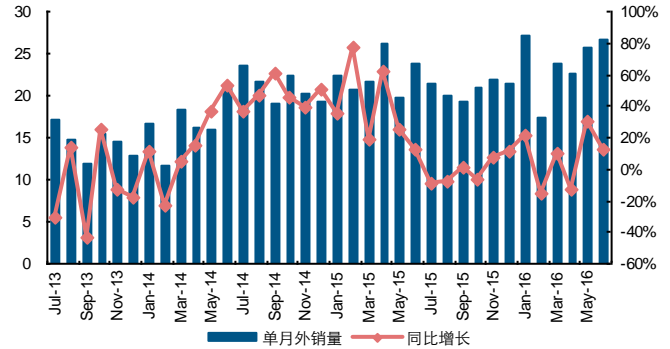
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 11: 16 年上半年洗衣机终端零售量下滑 3.42%，零售额下滑 2.94%


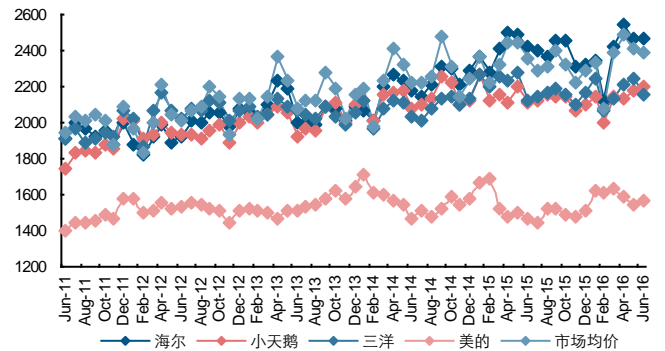
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 8: 16 年上半年洗衣机行业出口增长 2.67%


资料来源：产业在线，长江证券研究所

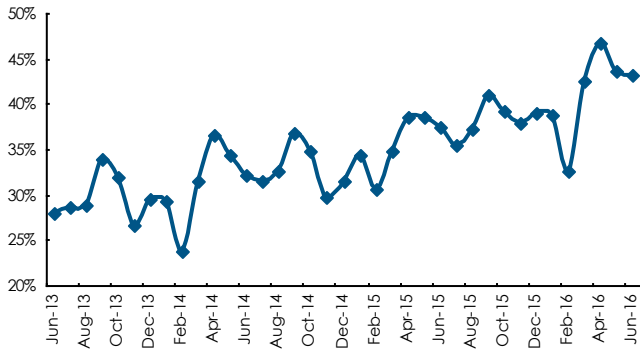
图 10: 16 年上半年美的系出口同比增长 6.49%


资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 12: 16 年上半年小天鹅零售均价同比下滑 1.49%


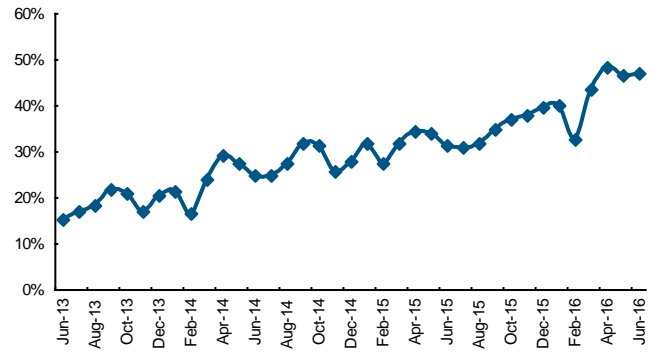
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 13: 16 年上半年滚筒洗衣机份额达到 41.34%，同比上升 5.74 个点



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 14: 16 年上半年变频洗衣机份额达到 44.46%，同比上升 12.67 个点



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

表 1: 16 年二季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	16Q2	15Q2	16Q1	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	73.84%	74.02%	71.87%	-0.18%		1.97%
毛利率	26.16%	25.98%	28.13%	0.18%	产品结构升级	-1.97%
营业税金及附加	0.51%	0.73%	0.60%	-0.22%		-0.09%
销售费用率	14.95%	13.45%	14.89%	1.50%	市场推广尤其是促销力度加大	0.06%
管理费用率	3.00%	4.86%	3.63%	-1.87%	规模效应	-0.63%
财务费用率	-0.87%	0.03%	-0.72%	-0.90%	汇兑收益及存款利息收入增加	-0.15%
资产减值损失	0.26%	-0.39%	0.43%	0.65%		-0.16%
公允价值变动净收益	0.00%	-0.01%	0.00%	0.01%		0.00%
投资净收益	1.07%	1.46%	0.64%	-0.39%		0.43%
营业利润率	9.38%	8.74%	9.95%	0.64%	期间费用下滑	-0.57%
营业外收入	0.37%	0.25%	0.18%	0.11%		0.19%
营业外支出	0.00%	0.06%	0.05%	-0.06%		-0.06%
利润总额	9.75%	8.94%	10.07%	0.81%		-0.32%
所得税	1.63%	1.06%	1.56%	0.58%		0.08%
净利润率	8.11%	7.88%	8.52%	0.23%		-0.40%
少数股东损益	1.07%	1.17%	1.04%	-0.10%		0.03%
归属母公司股东净利润率	7.04%	6.71%	7.48%	0.33%	毛利率提升、期间费率下滑	-0.43%

资料来源：公司公告,长江证券研究所

风险提示：行业竞争加剧，终端需求低于预期

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	13132	16678	19332	22061
增长率(%)	22%	27%	16%	14%
归属母公司所有者净利润(百万元)	919.2	1198.7	1443.2	1688.3
增长率(%)	32%	30%	20%	17%
每股收益(元)	1.453	1.895	2.282	2.669
净资产收益率(%)	17.9%	19.5%	19.6%	19.2%
每股经营现金流(元)	5.69	16678	19332	22061

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	13132	16678	19332	22061	货币资金	3043	1668	1933	2206
营业成本	9646	12086	13928	15806	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3485	4593	5405	6255	应收账款	905	1150	1333	1521
%营业收入	26.5%	27.5%	28.0%	28.4%	存货	745	934	1076	1221
营业税金及附加	67	85	98	112	预付账款	98	122	141	160
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	5756	7073	8042	9254
销售费用	1958	2402	2745	3133	流动资产合计	12752	17668	20331	23268
%营业收入	14.9%	14.4%	14.2%	14.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	540	667	744	882	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.1%	4.0%	3.9%	4.0%	长期股权投资	0	150	285	435
财务费用	-110	6	58	42	投资性房地产	69	69	69	69
%营业收入	-0.8%	0.0%	0.3%	0.2%	固定资产合计	1083	1028	978	936
资产减值损失	22	0	0	0	无形资产	198	188	178	169
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	202	150	150	150	递延所得税资产	252	0	0	0
营业利润	1210	1583	1909	2236	其他非流动资产	-27	-27	-27	-27
%营业收入	9.2%	9.5%	9.9%	10.1%	资产总计	14328	19076	21815	24850
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	0	1986	1761	1541
利润总额	1225	1598	1924	2251	应付款项	4373	4915	5665	6428
%营业收入	9.3%	9.6%	10.0%	10.2%	预收账款	1653	2099	2433	2777
所得税费用	172	225	271	316	应付职工薪酬	248	311	358	407
净利润	1053	1373	1654	1934	应交税费	325	421	502	583
归属于母公司所有者的净利润	919.2	1198.7	1443.2	1688.3	其他流动负债	1699	2120	2436	2773
少数股东损益	134	175	210	246	流动负债合计	8298	11853	13155	14509
EPS(元/股)	1.45	1.90	2.28	2.67	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	42	42	42	42
					负债合计	8340	11894	13197	14551
					归属于母公司	5125	6144	7370	8806
					少数股东权益	863	1038	1248	1494
					股东权益	5988	7181	8618	10299
					负债及股东权益	14328	19076	21815	24850
					基本指标				
						2015A	2016E	2017E	2018E
					EPS	1.453	1.895	2.282	2.669
					BVPS	8.10	9.71	11.65	13.92
					PE	23.70	18.18	15.10	12.91
					PEG	1.06	0.81	0.67	0.57
					PB	4.25	3.55	2.96	2.47
					EV/EBITDA	15.31	12.84	10.28	8.74
					ROE	17.9%	19.5%	19.6%	19.2%

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。

联系我们

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：10060000。

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所，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。