

2016-10-25

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

分析师 管泉森

(8621)68751711

guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490516070002

联系人 孙珊

(8621)68751711

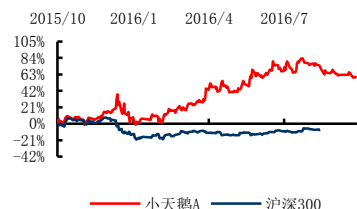
sunshan@cjsc.com.cn

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

 《转型成效显著, 经营表现持续超预期》
 2016-08-09

 《营收延续高增长, 业绩再超预期》
 2016-04-21

《经营持续抢眼, 现金牛价值股典范》2016-03-10

小天鹅 A (000418)

收入延续稳健增长, 盈利能力持续提升

报告要点

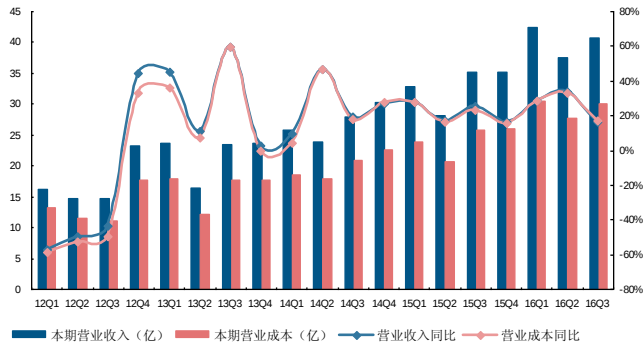
■ 事件描述

小天鹅 A 披露其 16 年三季度财报, 具体如下: 报告期内公司实现主营收入 120.56 亿元, 同比增长 25.42%, 其中三季度实现 40.71 亿元, 同比增长 15.98%; 实现归属净利润 9.13 亿元, 同比增长 33.16%, 其中三季度实现 3.32 亿元, 同比增长 30.28%; 实现 EPS 1.44 元, 其中三季度实现 0.53 元。

■ 事件评论

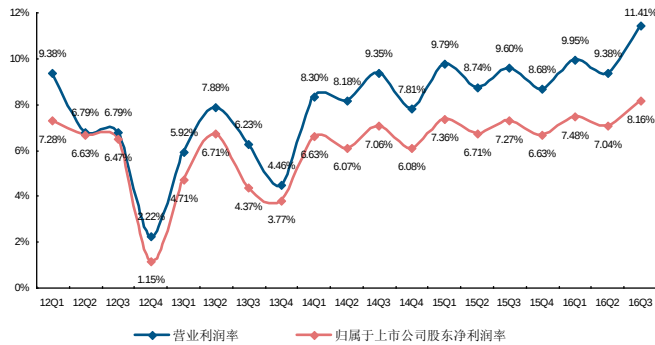
- **整体表现优于行业, 收入延续较好增长:** 在洗衣机行业整体延续前期稳健表现背景下, 公司内外销出货均实现超越行业增长从而使得单季主营增速仍实现较好增长; 出口方面, 受益于人民币贬值及海外市场持续开拓, 公司当季出口增速环比有所提升, 同时在内销方面, 公司表现优于行业且市场份额持续提升, 综合前三季度情况看, 内外销均实现高增长且增速较为均衡; 总的来说, 基于产品力提升、营销模式转型及持续加大海外市场投入, 预计公司收入端表现或持续好于行业。
- **费用率显著下行, 盈利能力持续改善:** 受当季内外销结构变化影响, 三季度公司毛利率小幅下滑 0.51pct, 而在费用率方面, 由于持有理财产品规模增长使得存款规模下降及汇兑收益小幅下滑使得当期财务费用率提升 1.26pct, 不过规模效应显现及费用管控加强使得公司销售及管理费用率下滑显著并带动单季期间费用率下行 1.70pct; 总的来说, 尽管毛利率小幅回落, 但在费用率明显下行及投资收益增加背景下, 公司单季归属净利率提升 0.90pct 至 8.16% 并使得业绩表现好于营收。
- **经营效率持续提升, 现金牛股价值典范:** 除收入及利润增长外, 公司也极为注重经营效率提升: 一方面前三季度在实现 9.13 亿归属净利润背景下公司经营性现金流净额达到 19.27 亿元, 另一方面在资金周转加速背景下, 截止三季度末公司货币资金及其他流动资产合计规模同比增长 40.22% 至 104.39 亿元, 堪称现金牛股价值典范; 后续伴随着“线下直发”等效率提升政策稳步实施, 公司经营效率有望持续提升。
- **效率提升驱动稳健增长, 维持“买入”评级:** 在洗衣机内销维持稳健增长、出口市场逐步回暖以及公司市场份额持续提升背景下公司收入端仍旧实现较好增长, 且净利率提升使得公司业绩表现超出市场预期; 考虑到公司产品力提升延续、海外市场投入力度加大以及经营效率持续改善, 公司长期发展仍值得期待, 且在手现金充裕也为公司股价提供安全缓冲垫; 我们预计公司 16、17 年 EPS 分别为 1.90 及 2.28 元, 对应目前股价 PE 分别为 17.24 及 14.32 倍, 维持公司“买入”评级。

图 1：三季度公司主营收入同比增长 15.98%



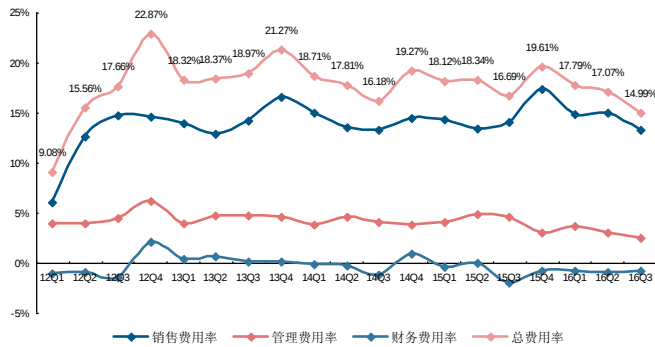
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：三季度营业利润率及归属净利率分别提升 1.81 及 0.90 个百分点



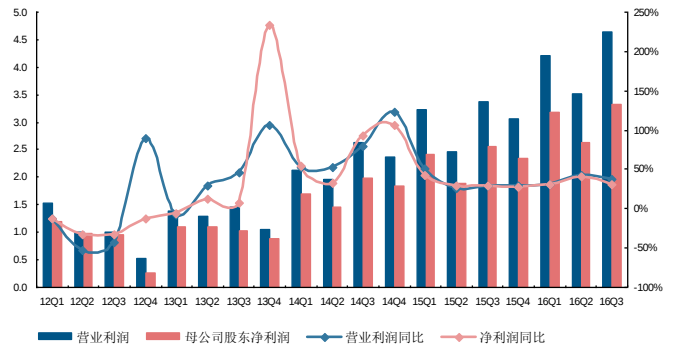
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：三季度期间费用率为 14.99%，同比下滑 1.70 个百分点



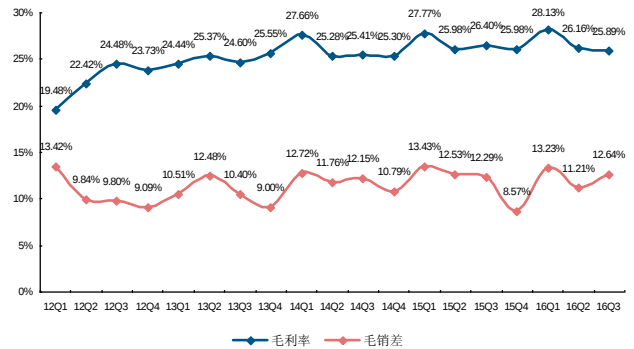
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：三季度营业利润及归属净利润分别同比增长 37.87% 及 30.28%



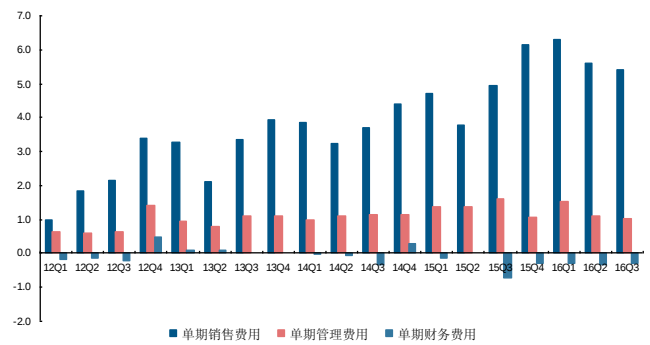
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：三季度毛利率为 25.89%，同比下滑 0.51 个百分点



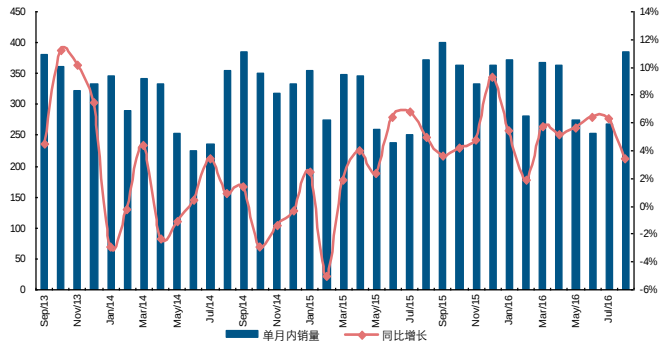
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司期间费用绝对额一览



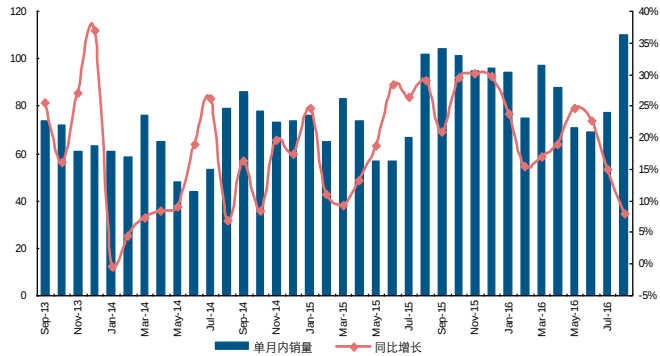
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：16 年 1-8 月洗衣机行业内销同比增长 3.43%



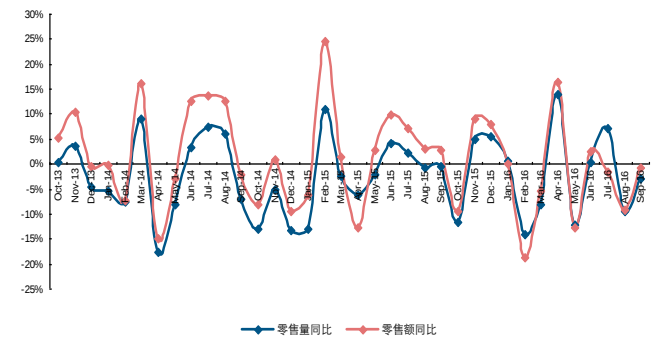
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 9：16 年 1-8 月美的系内销出货同比增长 17.38%



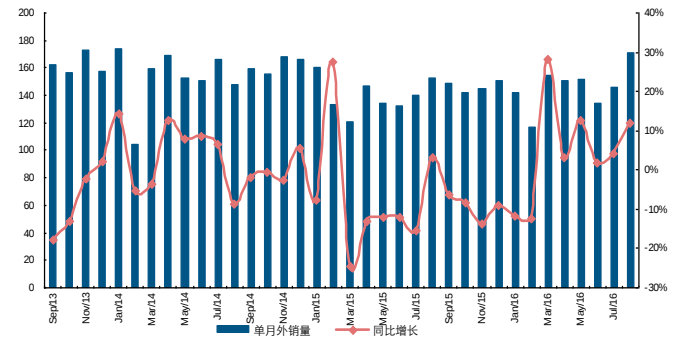
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 11：16 年 1-9 月洗衣机终端零售量下滑 3.04%，零售额下滑 2.15%



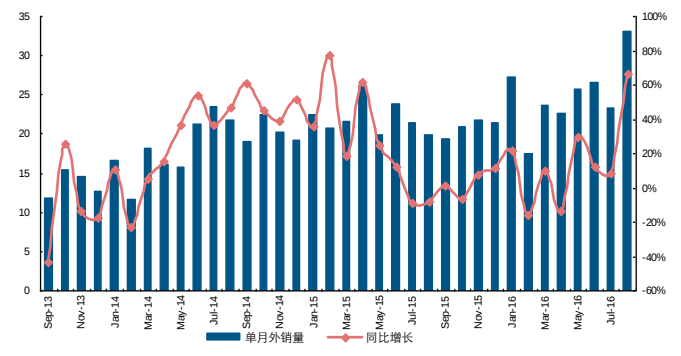
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 8：16 年 1-8 月洗衣机行业出口增长 11.78%



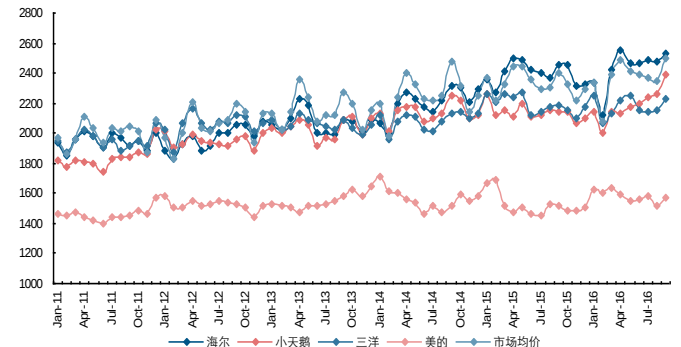
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 10：16 年 1-8 月美的系出口同比增长 13.46%



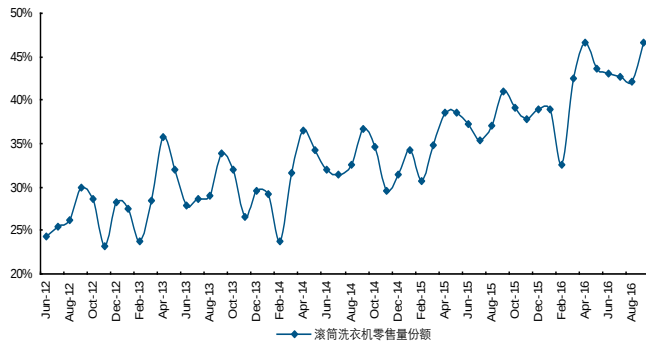
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 12：16 年 1-9 月小天鹅零售均价同比增长 1.35%



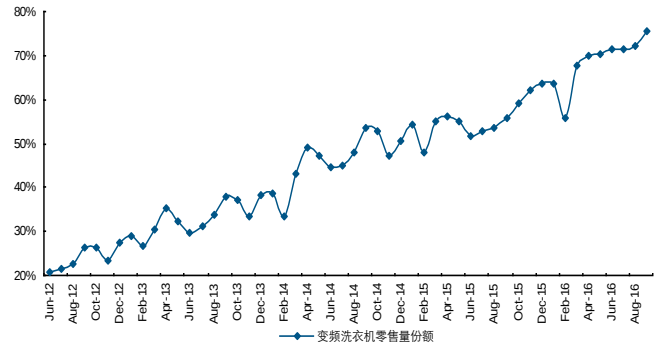
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 13: 16 年 1-9 月滚筒洗衣机份额达到 42.20%，同比上升 5.82pct



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 14: 16 年 1-9 月变频洗衣机份额达到 46.13%，同比上升 10.05pct



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

表 1: 16 年三季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	16Q3	15Q3	16Q2	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	74.11%	73.60%	73.84%	0.51%		0.27%
毛利率	25.89%	26.40%	26.16%	-0.51%	内外销结构小幅调整	-0.27%
营业税金及附加	0.43%	0.56%	0.51%	-0.13%		-0.08%
销售费用率	13.25%	14.10%	14.95%	-0.85%	规模效应逐步显现	-1.70%
管理费用率	2.48%	4.60%	3.00%	-2.11%	费用管控力度有所增强	-0.51%
财务费用率	-0.75%	-2.01%	-0.87%	1.26%		0.12%
资产减值损失	0.62%	0.28%	0.26%	0.33%		0.35%
公允价值变动净收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		0.00%
投资净收益	1.56%	0.74%	1.07%	0.82%		0.49%
营业利润率	11.41%	9.60%	9.38%	1.81%	费用率下行及投资收益增加	2.04%
营业外收入	0.23%	0.62%	0.37%	-0.38%		-0.14%
营业外支出	0.04%	0.10%	0.00%	-0.06%		0.04%
利润总额	11.60%	10.12%	9.75%	1.48%		1.86%
所得税	1.79%	1.57%	1.63%	0.22%		0.15%
净利润率	9.82%	8.55%	8.11%	1.26%		1.70%
少数股东损益	1.65%	1.29%	1.07%	0.37%		0.58%
归属母公司股东净利润率	8.16%	7.27%	7.04%	0.90%	费用率下行及投资收益增加	1.12%

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	16164	18736	21382
增长率(%)	22%	23%	16%	14%
归属母公司所有者净利润(百万元)	919.2	1198.7	1443.1	1735.0
增长率(%)	32%	30%	20%	20%
每股收益(元)	1.453	1.895	2.282	2.743
净资产收益率(%)	17.9%	19.5%	19.6%	19.6%
每股经营现金流(元)	5.69			

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	16164	18736	21382	货币资金	3043	1616	1874	2138
营业成本	9646	11714	13500	15321	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3485	4450	5237	6061	应收账款	905	1114	1292	1474
%营业收入	26.5%	27.5%	27.9%	28.3%	存货	745	905	1043	1184
营业税金及附加	67	82	95	109	预付账款	98	119	137	155
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	5756	6767	7699	8722
销售费用	1958	2328	2661	3036	流动资产合计	12752	17035	19610	22305
%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	609	680	748	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.1%	3.8%	3.6%	3.5%	长期股权投资	0	150	285	435
财务费用	-110	-1	42	19	投资性房地产	69	69	69	69
%营业收入	-0.8%	0.0%	0.2%	0.1%	固定资产合计	1083	1026	974	929
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	2298	其他非流动资产	-27	-27	-27	-27
%营业收入	9.2%	9.8%	10.2%	10.7%	资产总计	14328	18441	21090	23881
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	0	1651	1381	914
利润总额	1225	1598	1924	2313	应付款项	4373	4764	5490	6231
%营业收入	9.3%	9.9%	10.3%	10.8%	预收账款	1653	2035	2358	2691
所得税费用	172	225	270	325	应付职工薪酬	248	301	347	394
净利润	1053	1373	1653	1988	应交税费	325	417	497	590
归属于母公司所有者的净利润	919.2	1198.7	1443.1	1735.0	其他流动负债	1699	2049	2356	2672
少数股东损益	134	175	210	253	流动负债合计	8298	11218	12430	13494
EPS(元/股)	1.45	1.90	2.28	2.74	长期借款	0	0	0	0
现金流量表(百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	3599	-2834	861	1096	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	202	0	0	0	其他非流动负债	42	42	42	42
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	8340	11260	12472	13536
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	5125	6144	7370	8845
固定资产投资	-107	-65	-75	-86	少数股东权益	863	1038	1248	1501
其他	-1937	0	0	0	股东权益	5988	7181	8618	10346
投资活动现金流净额	-2045	-65	-75	-86	负债及股东权益	14328	18441	21090	23881
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
银行贷款增加(减少)	0	1651	-270	-466	EPS	1.453	1.895	2.282	2.743
筹资成本	287	-179	-258	-280	BVPS	8.10	9.71	11.65	13.98
其他	-573	0	0	0	PE	22.49	17.24	14.32	11.91
筹资活动现金流净额	-287	1473	-529	-746	PEG	0.95	0.73	0.61	0.51
现金净流量	1267	-1426	257	265	PB	4.03	3.36	2.80	2.34
					EV/EBITDA	14.39	12.08	9.67	7.91
					ROE	17.9%	19.5%	19.6%	19.6%

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情形范围内，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。