

小天鹅 A (000418)

2017-03-09

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

经营效率优化，稳健成长预期依旧

报告要点

■ 事件描述

小天鹅 A 今日披露其 16 年度财报，公司全年实现营业收入 163.35 亿元，同比增长 24.39%，其中四季度实现 42.79 亿元，同比增长 21.58%；实现归属上市公司股东净利润 11.75 亿元，同比增长 27.84%，其中四季度实现 2.62 亿元，同比增长 12.21%；公司全年实现 EPS 1.86 元，其中四季度实现 0.42 元；此外公司还披露拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.50 元（含税）。

■ 事件评论

- **电商渠道表现抢眼，营收端持续好于行业：**报告期内洗衣机行业总体表现平稳，不过公司基于市占率提升使其出货持续领跑行业，据产业在线数据，16 年公司市场份额提升 2.73pct 至 24.74%，值得一提的是公司电商渠道表现较为抢眼，全年零售额大幅提升 85%，预计其在公司收入端占比已近 25%；总的来说，基于产品力提升、营销模式转型以及海外市场开拓，公司内外销均实现较好增长，收入端表现持续优于行业。
- **成本端影响显现，毛利率有所下行：**公司全年实现毛利率 25.86%，同比下滑 0.68pct，其中四季度下滑 2.67pct 至 23.31%，使得当季毛利率明显下行的主要原因在于当期原材料及物流成本明显上行而公司产品提价相对滞后；不过报告期内公司业绩增速依旧好于营收端表现，这主要在于经营效率提升使得期间费用率改善 1.80pct 所致；后续考虑到出厂提价预期逐步兑现，毛利率有望企稳并使得公司业绩延续稳健增长。
- **经营效率持续提升，现金牛股价值典范：**随着“T+3”模式变革成效显著，公司整体经营效率得到明显提升，后续随着“下线直发”及“渠道库存共享”等策略推行，公司生产配送及渠道周转效率有望得到进一步改善；同时报告期内公司现金流指标持续优化，且在资金周转加速背景下账上现金储备也极其充裕，截止报告期末公司自有现金达 122 亿元，同比提升较为明显，且报告期内分红比例超 40%，堪称现金牛股典范。
- **长期发展值得期待，维持“买入”评级：**在洗衣机行业稳健增长及市场份额持续提升背景下公司收入端表现好于市场预期，虽四季度受成本端扰动盈利能力有所影响，但随着提价预期逐步兑现，预计一季度成本端压力有望缓解，全年业绩确定性依旧无忧，且在公司经营效率持续提升背景下长期发展依旧值得期待；预计公司 17、18 年 EPS 为 2.23 及 2.61 元，对应目前股价 PE 为 16.85 及 14.35 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：

1. 房地产市场波动风险；
2. 原材料价格波动风险。

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

分析师 孙珊

☎ (8621)68751711

✉ sunshan@cjsc.com.cn

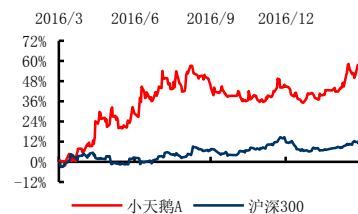
执业证书编号：S0490517020002

联系人 贺本东

☎ (8621)68751711

✉ hebd@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



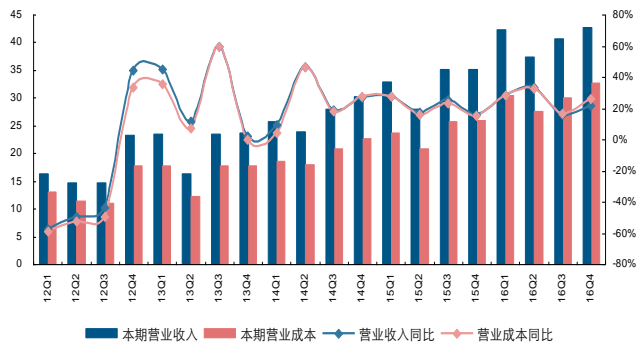
资料来源：Wind

相关研究

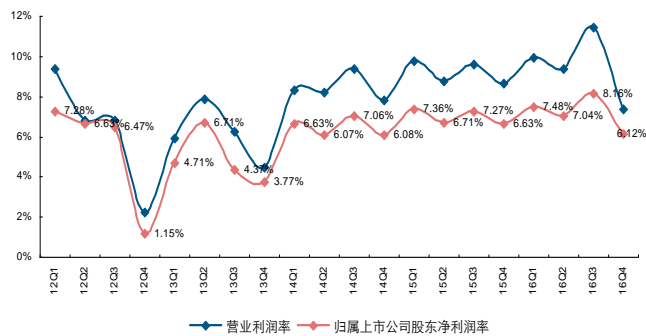
《收入稳健增长延续，盈利持续改善可期》
2017-01-21

《收入延续稳健增长，盈利能力持续提升》
2016-10-24

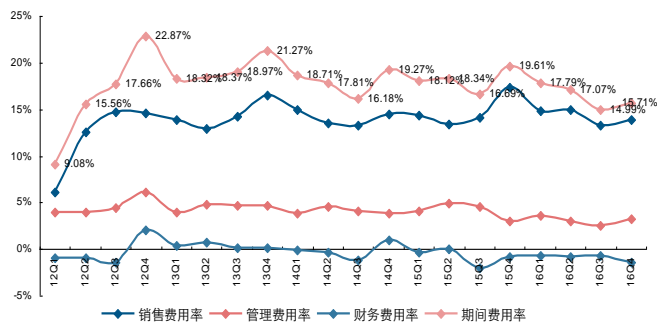
《转型成效显著，经营表现持续超预期》
2016-08-09

图 1：16 年公司主营增长 24.39%，其中四季度增长 21.58%


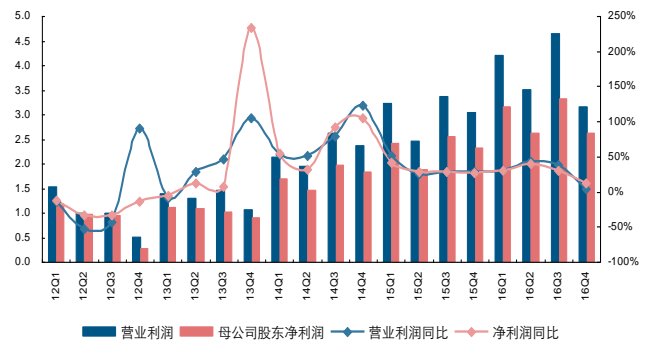
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：四季度营业利润率及归属净利率分别下滑 1.28 及 0.51 个百分点


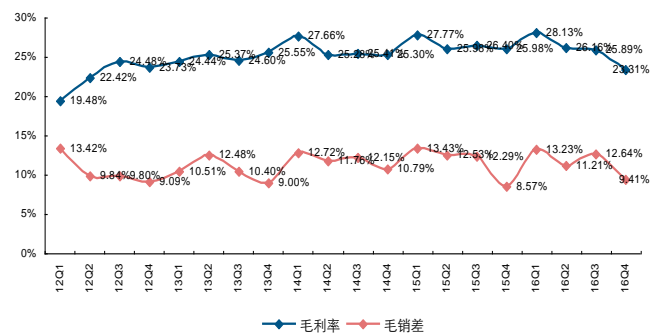
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：四季度期间费用率为 15.71%，同比下滑 3.90 个百分点


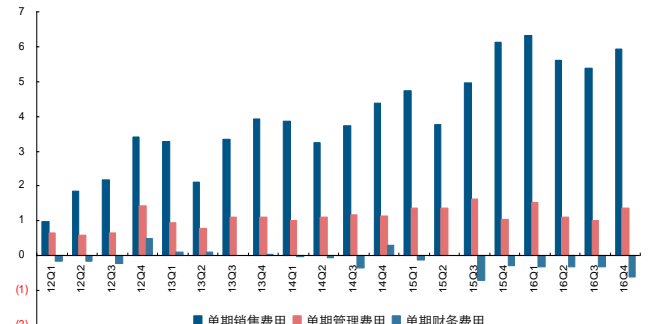
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：四季度营业利润及归属净利润分别增长 3.58% 及 12.21%


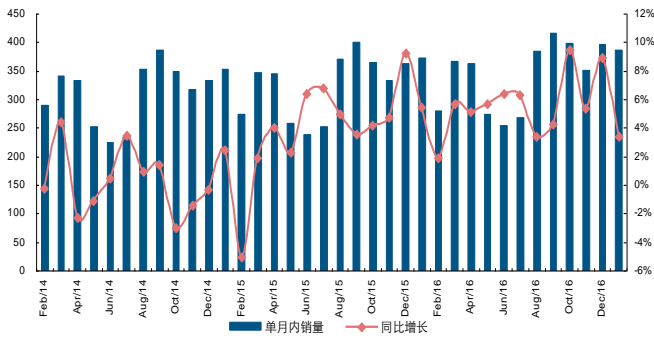
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：四季度毛利率为 23.31%，同比下滑 2.67 个百分点


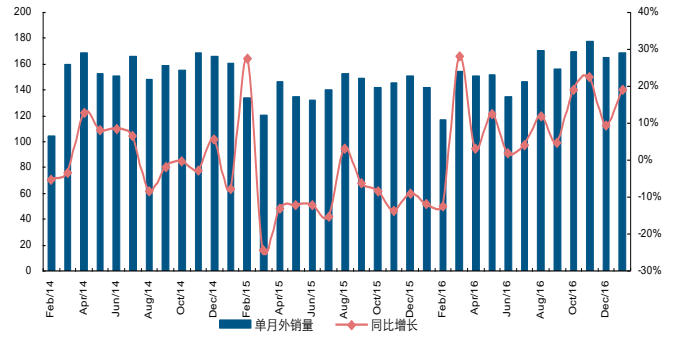
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司期间费用绝对额一览


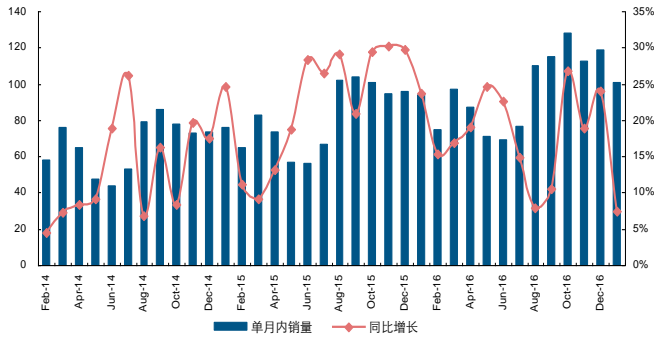
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：16 年四季度洗衣机行业内销同比增长 8.00%


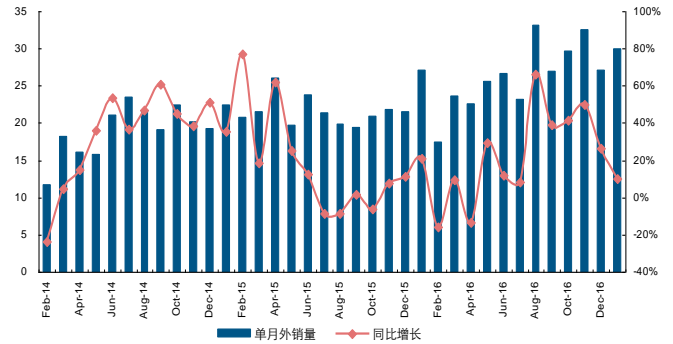
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 8：16 年四季度洗衣机行业出口增长 16.98%


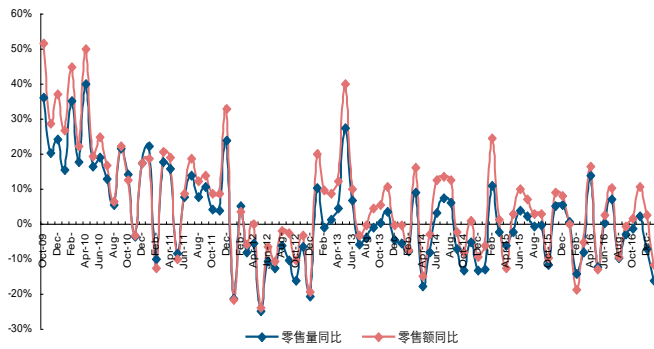
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 9：16 年四季度美的系内销出货同比增长 23.29%


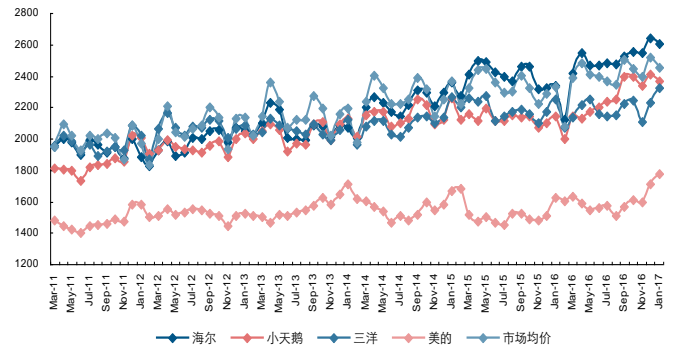
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 10：16 年四季度美的系出口同比增长 39.24%


资料来源：产业在线，长江证券研究所

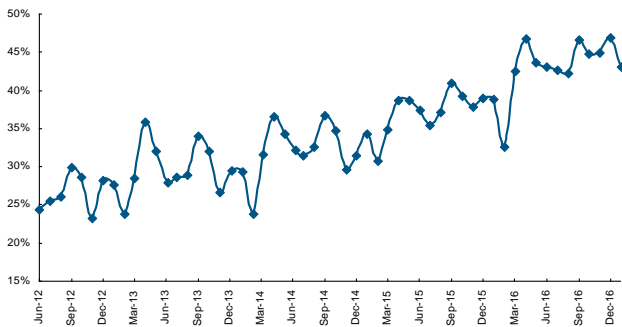
图 11：16 年洗衣机终端累计零售量及零售额分别下滑 2.74% 及 0.14%


资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 12：16 年小天鹅零售均价同比增长 4.91%


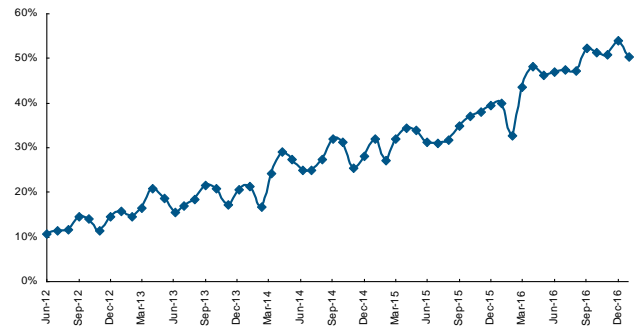
资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 13: 16 年滚筒洗衣机份额达到 43.17%，同比上升 6.10 个点



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

图 14: 16 年变频洗衣机份额达到 47.95%，同比上升 10.60 个点



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究所

表 1: 16 年四季度公司利润表各项占营收比重变动一览

	16Q4	15Q4	16Q3	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	76.69%	74.02%	74.11%	2.67%		2.58%
毛利率	23.31%	25.98%	25.89%	-2.67%	原材料成本提升	-2.58%
营业税金及附加	0.86%	0.26%	0.43%	0.60%		0.43%
销售费用率	13.90%	17.41%	13.25%	-3.51%	去年四季度基数较高	0.64%
管理费用率	3.23%	3.00%	2.48%	0.24%	薪酬及研发费用增加	0.75%
财务费用率	-1.42%	-0.80%	-0.75%	-0.62%	利息及汇兑收益增加	-0.67%
资产减值损失	0.97%	0.39%	-0.35%	0.58%		1.32%
公允价值变动净收益	0.00%	0.01%	0.00%	-0.01%		0.00%
投资净收益	1.62%	2.96%	1.56%	-1.33%		0.07%
营业利润率	7.39%	8.68%	11.41%	-1.28%	毛利率下行，投资净收益减少	-4.02%
营业外收入	0.19%	0.77%	0.23%	-0.58%		-0.04%
营业外支出	0.11%	1.13%	0.04%	-1.02%		0.07%
利润总额	7.47%	8.32%	11.60%	-0.84%		-4.13%
所得税	0.97%	1.09%	1.79%	-0.12%		-0.82%
净利润率	6.50%	7.23%	9.82%	-0.73%		-3.31%
少数股东损益	0.38%	0.60%	1.65%	-0.21%		-1.27%
归属母公司股东净利润率	6.12%	6.63%	8.16%	-0.51%	毛利率下行，投资净收益减少	-2.04%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	16335	18927	21941	25450
增长率(%)	24.39%	16%	16%	16%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1175.1	1407.5	1653.1	1948.4
增长率(%)	27.34%	20%	17%	18%
每股收益(元)	1.858	2.225	2.614	3.080
净资产收益率 (%)	19.6%	19.6%	19.3%	19.0%
每股经营现金流 (元)	0.00			

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16335	18927	21941	25450	货币资金	4272	1893	2194	2545
营业成本	12111	14017	16157	18684	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4224	4910	5785	6766	应收账款	1489	1726	2001	2320
%营业收入	25.9%	25.9%	26.4%	26.6%	存货	1725	1996	2301	2661
营业税金及附加	99	115	133	155	预付账款	132	152	175	203
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	8412	9704	11145	12776
销售费用	2326	2680	3072	3512	流动资产合计	17328	23098	26678	30782
%营业收入	14.2%	14.2%	14.0%	13.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	505	585	679	787	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	0	200	380	580
财务费用	-155	-151	-113	-102	投资性房地产	65	65	65	65
%营业收入	-0.9%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	固定资产合计	971	919	873	837
资产减值损失	95	12	15	17	无形资产	192	183	174	165
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	200	200	200	200	递延所得税资产	300	2	2	3
营业利润	1554	1868	2199	2597	其他非流动资产	30	30	30	30
%营业收入	9.5%	9.9%	10.0%	10.2%	资产总计	18886	24496	28203	32461
营业外收支	30	30	30	30	短期贷款	184	3388	3481	3487
利润总额	1584	1898	2229	2627	应付款项	5956	6042	6965	8054
%营业收入	9.7%	10.0%	10.2%	10.3%	预收账款	3014	3493	4049	4696
所得税费用	242	289	340	401	应付职工薪酬	289	334	385	445
净利润	1343	1608	1889	2226	应交税费	412	489	572	672
归属于母公司所有者的净利润	1175.1	1407.5	1653.1	1948.4	其他流动负债	2051	2373	2733	3155
少数股东损益	168	201	236	278	流动负债合计	11906	16119	18185	20509
EPS (元/股)	1.86	2.23	2.61	3.08	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	21	21	21	21
					负债合计	11927	16140	18205	20530
					归属于母公司	5984	7180	8585	10241
					少数股东权益	975	1176	1412	1690
					股东权益	6959	8356	9997	11932
					负债及股东权益	18886	24496	28203	32461
					基本指标				
						2016A	2017E	2018E	2019E
					EPS	1.858	2.225	2.614	3.080
					BVPS	9.46	11.35	13.57	16.19
					PE	20.18	16.85	14.35	12.17
					PEG	1.10	0.92	0.78	0.66
					PB	3.96	3.30	2.76	2.32
					EV/EBITDA	12.86	13.59	11.22	9.33
					ROE	19.6%	19.6%	19.3%	19.0%

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)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

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。