

小天鹅 A (000418.SZ)

短期成本上涨侵蚀利润，长期升级转型潜力仍存

● 公司公布 2016 年年报

2016 年公司实现营业收入 163.3 亿元，同比增长 24.4%，其中 4Q16 单季收入 42.8 亿元，同比增长 21.6%；实现净利润 11.75 亿元，同比增长 27.8%，其中 4Q16 单季净利润 2.62 亿元，同比增长 12.2%；EPS 为 1.86 元。利润分配预案为每 10 股派息 7.5 元（含税），分红率维持 40%。

● 线下份额提升和电商发力驱动内销量高增长

2016 年，公司的产品销量增速高达 21.2%，是收入增长的主要驱动力。分内外销来看，全年内销和出口收入增速分别为 23.9% 和 23.1%，其中内销增长来自线下份额提升和电商高速增长，出口在欧洲的增长较快。中怡康数据显示 2016 年美的系洗衣机零售量份额达 27.0%，同比上升 1.6 个百分点。2016 年公司线上全网零售额达 45.8 亿元，同比增长 84.6%，下半年在基数升高的情况下，同比增速仍高达 70% 以上。

● 短期成本上涨侵蚀利润，未来有能力化解

公司 4Q16 单季毛利率为 23.3%，同比下降 2.7pp，环比下降 2.6pp，其中下半年内外销毛利率分别为 30.3% 和 13.0%，环比均下滑 1.2 个百分点，主要原因是原材料价格上涨，提价传导至报表存在滞后。公司的滚筒洗衣机销量占比已超过 30%，干衣机和洗干一体机销售额超过 12 亿元，产品结构显著改善。预计 1Q17 毛利率仍可能受到负面影响，全年来看，公司有能力通过升级产品、提高效率等多种方式化解成本压力，维持毛利率稳定。

2016 年，公司的销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.65pp 和 0.54pp，控制良好。由于春节备货和原材料价格上涨的原因，存货同比大幅上涨，然而现金流表现良好，经营性现金流净额达 39 亿元，预收账款大幅增加，表明经销商提货积极。

● 盈利预测和投资建议

公司的运营效率高，性价比优势显著，未来有望继续争夺外资和小品牌的份额；随着市场集中度的提升、产品结构的改善，公司的产品均价有望上涨；公司的滚筒洗衣机毛利率和波轮洗衣机毛利率接近，而正常情况下，滚筒洗衣机的毛利率应显著高于波轮洗衣机，随着规模增长和市场竞争力的提高，公司的滚筒洗衣机毛利率有望提高，加上洗干一体机等新品增长较快，公司的毛利率和净利率也存在提高的空间。

调整盈利预测：预计公司 2017-2019 年营业收入为 187、208 和 228 亿元，同比增速分别为 14.6%、11.2% 和 9.7%，净利润为 14.5、17.4 和 20.2 亿元，同比增速分别为 23.1%、20.4% 和 16.2%，EPS 分别为 2.29、2.75 和 3.20 元。现价对应 2017 年估值 16.4 倍，考虑到公司的销量、均价和利润率均有提升空间，分红率高，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示：原材料价格大幅上升。

公司评级 **谨慎增持**

当前价格 37.50 元

前次评级 **谨慎增持**

报告日期 2017-03-09

相对市场表现



分析师: **蔡益润** S0260515040001



021-60750652



caiyirun@gf.com.cn

相关研究:

小天鹅 A (000418.SZ): 收入增速放缓属意料之中, 利润增长仍有潜力 2016-10-25

小天鹅 A (000418.SZ): 运营效率 Vs 品牌溢价 2016-08-22

小天鹅 A (000418.SZ): 业绩取得高质量的快速增长 2016-08-10

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,131.63	16,334.91	18,713.79	20,816.73	22,833.22
增长率(%)	21.54%	24.39%	14.56%	11.24%	9.69%
EBITDA(百万元)	1,048.67	1,423.58	1,685.10	2,034.17	2,358.58
净利润(百万元)	919.18	1,175.05	1,446.88	1,741.91	2,023.98
增长率(%)	31.65%	27.84%	23.13%	20.39%	16.19%
EPS(元/股)	1.453	1.858	2.288	2.754	3.200
市盈率(P/E)	16.51	17.40	16.39	13.62	11.72
市净率(P/B)	2.96	3.42	3.33	2.80	2.36
EV/EBITDA	11.57	11.49	9.68	7.05	5.28

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

表 1: 小天鹅主营业务收入分拆

单位: 百万元	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016
营业收入	3,294	2,808	3,510	3,520	4,240	3,745	4,071	4,279
YoY	27.9%	17.1%	25.2%	16.3%	28.7%	33.4%	16.0%	21.6%
毛利率	27.8%	26.0%	26.4%	26.0%	28.1%	26.2%	25.9%	23.3%
销售费用率	14.3%	13.4%	14.1%	17.4%	14.9%	15.0%	13.3%	13.9%
管理费用率	4.1%	4.9%	4.6%	3.0%	3.6%	3.0%	2.5%	3.2%
财务费用	-11.9	0.7	-70.7	-28.2	-30.7	-32.7	-30.6	-60.8
财务费用率	-0.4%	0.0%	-2.0%	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-0.8%	-1.4%
投资收益/营业收入	0.9%	1.5%	0.7%	3.0%	0.6%	1.1%	1.6%	1.6%
营业利润	322	246	337	305	422	351	465	316
YoY	50.8%	25.2%	28.6%	29.3%	30.8%	43.1%	37.9%	3.6%
营业利润率	9.8%	8.7%	9.6%	8.7%	9.9%	9.4%	11.4%	7.4%
利润总额	326	251	355	293	427	365	472	320
减: 所得税费用	49.3	29.6	55.0	38.4	66.1	61.2	72.8	41.5
所得税/税前利润	15.1%	11.8%	15.5%	13.1%	15.5%	16.8%	15.4%	13.0%
合并净利润	277	221	300	254	361	304	400	278
YoY	47.7%	36.1%	29.4%	22.0%	30.3%	37.3%	33.1%	9.4%
归母净利润	242	188	255	233	317	264	332	262
YoY	41.9%	29.4%	28.9%	26.9%	30.8%	40.0%	30.3%	12.2%
归母净利率	7.4%	6.7%	7.3%	6.6%	7.5%	7.0%	8.2%	6.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 小天鹅内外销收入和毛利率分拆

单位: 百万元	1H15	2H15	2015 年	1H16	2H16	2016 年
---------	------	------	--------	------	------	--------

内销收入	4390	4,848	9,238	5797	5,651	11,449
内销收入 YoY				32.1%	16.6%	23.9%
内销成本	2979	3,350	6,329	3969	3,942	7,911
内销毛利率	32.1%	30.9%	31.5%	31.5%	30.3%	30.9%
出口收入	1231	1,460	2,691	1530	1,783	3,313
出口收入 YoY				24.3%	22.1%	23.1%
出口成本	1093	1,291	2,384	1313	1,552	2,865
出口毛利率	11.2%	11.6%	11.4%	14.2%	13.0%	13.5%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	12752	17328	18766	21418	24267
货币资金	3043	4272	7402	9373	11269
应收及预付	3208	2918	3920	4538	5401
存货	745	1725	1444	1507	1596
其他流动资产	5756	8412	6000	6000	6000
非流动资产	1575	1558	1451	1363	1271
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1020	971	958	870	778
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	202	197	187	183	178
其他长期资产	354	391	305	310	315
资产总计	14328	18886	20217	22781	25538
流动负债	8298	11906	11930	12894	13793
短期借款	0	184	0	0	0
应付及预收	6776	9878	10330	11294	12193
其他流动负债	1522	1844	1600	1600	1600
非流动负债	42	21	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	21	0	0	0
负债合计	8340	11927	11930	12894	13793
股本	632	632	632	632	632
资本公积	1164	1191	1191	1191	1191
留存收益	3294	4089	5220	6582	8163
归属母公司股东权	5125	5984	7114	8477	10058
少数股东权益	863	975	1173	1410	1686
负债和股东权益	14328	18886	20217	22781	25538

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3599	3896	3207	2102	2081
净利润	1053	1343	1644	1979	2300
折旧摊销	128	130	134	140	144
营运资金变动	2697	2664	1565	204	-129
其它	-279	-240	-137	-222	-234
投资活动现金流	-2045	-2259	140	185	195
资本支出	-107	-58	-60	-25	-25
投资变动	-1980	-2273	200	210	220
其他	42	71	0	0	0
筹资活动现金流	-278	-258	-216	-316	-379
银行借款	216	184	-184	0	0
债券融资	-216	0	-21	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-278	-441	-12	-316	-379
现金净增加额	1276	1379	3130	1971	1896
期初现金余额	3060	3043	4272	7402	9373
期末现金余额	4336	4422	7402	9373	11269

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	21.5	24.4	14.6	11.2	9.7
营业利润增长	33.2	28.4	22.5	21.0	16.4
归属母公司净利润增长	31.7	27.8	23.1	20.4	16.2
获利能力(%)					
毛利率	26.5	25.9	25.9	26.6	27.1
净利率	8.0	8.2	8.8	9.5	10.1
ROE	17.9	19.6	20.3	20.5	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	58.2	63.2	59.0	56.6	54.0
净负债比率	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-1.0
流动比率	1.54	1.46	1.57	1.66	1.76
速动比率	1.44	1.30	1.43	1.53	1.63
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.98	0.96	0.97	0.95
应收账款周转率	14.14	13.14	13.04	13.27	13.52
存货周转率	13.44	9.36	9.61	10.14	10.43
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.86	2.29	2.75	3.20
每股经营现金流	5.69	6.16	5.07	3.32	3.29
每股净资产	8.10	9.46	11.25	13.40	15.90
估值比率					
P/E	16.5	17.4	16.4	13.6	11.7
P/B	3.0	3.4	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	11.6	11.5	9.7	7.1	5.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13132	16335	18714	20817	22833
营业成本	9646	12111	13869	15280	16645
营业税金及附加	67	99	94	104	114
销售费用	1958	2326	2639	2914	3174
管理费用	540	505	561	625	685
财务费用	-110	-155	-182	-218	-262
资产减值损失	22	95	29	18	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	202	200	200	210	220
营业利润	1210	1554	1904	2304	2681
营业外收入	63	39	30	25	25
营业外支出	48	9	0	0	0
利润总额	1225	1584	1934	2329	2706
所得税	172	242	290	349	406
净利润	1053	1343	1644	1979	2300
少数股东损益	134	168	197	238	276
归属母公司净利润	919	1175	1447	1742	2024
EBITDA	1049	1424	1685	2034	2359
EPS(元)	1.45	1.86	2.29	2.75	3.20

广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。