

小天鹅 A (000418.SZ)

短期毛利率环比回升，关注长期成长空间

● 受益于内外销增长和提价因素，1Q17 收入快速增长

1Q17 公司实现收入 56.9 亿元 (YoY 34.2%)，归母净利润 3.97 亿元 (YoY 25.3%)。收入增速超预期，原因包括：1) 内销出货量延续一二月的良好趋势，保持增长；2) 出口销量增长较快，增速高于内销；3) 提价。未来通过争夺外资和二三线品牌的份额，公司的内销份额将继续提升；出口受益于效率和品质的提升、成本下降，将保持增长，因此收入将保持快速增长。

● 毛利率环比回升，投资收益贡献利润

1Q17 毛利率为 25.7%，同比下降 2.4pct，环比提升 2.5pct，主要原因是 1Q16 的成本价格最低、提价滞后，且已环比改善。随着提价的继续传导，有望支撑收入增长、毛利率回升，叠加产品结构的改善，预计全年毛利率有望实现稳中有升。1Q17 销售费用率和管理费用率变化平稳。投资收益同比大幅增长 278%至 1.03 亿元，原因为理财收益增加。营业外收入中的政府补助增加较多，然而总金额较小，影响很有限。

1Q17 存货大幅减少，反映了前期储备产成品的消化；应收款和期初相比保持平稳，在资金收益率下降的背景下，公司无意加紧收款，然而应收款占年收入的比例较低，不必担心。单季经营性现金流净额为-1.7 亿元，原因是预收款下降，符合正常经营，预计不会持续，不必担心。

● 盈利预测和投资建议

虽然短期毛利率受损，然而已经环比改善，预计未来压力将继续减小，全年来看毛利率稳中有升；内销增速低于出口符合预期，未来内销份额仍有增长空间；虽然短期投资收益较高，我们认为关注点在于公司的竞争力增强、价格和利润率提升。长期来看，公司的销量、价格和利润率仍有提升空间，继续推荐。预计 2017-2019 年净利润为 14.5、17.4 和 20.2 亿元 (YoY +23.1%/20.4%/16.2%)，现价对应 2017 年估值 19.8 倍，“谨慎增持”评级。

● 风险提示：原材料价格大幅上升。

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	19.76	16.41	14.12
市净率 (P/B)	2.96	3.42	4.02	3.37	2.84
EV/EBITDA	11.57	11.49	12.57	9.45	7.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

45.20 元

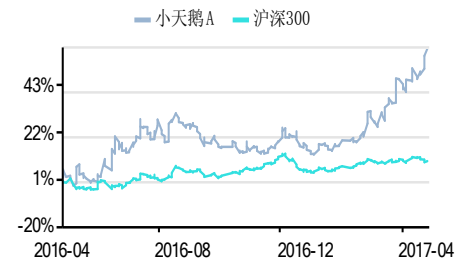
前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-04-23

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)：短 2017-03-09
期成本上涨侵蚀利润，长期升级转型潜力仍存

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

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

表 1：小天鹅利润表分拆（单位：百万元）

	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017
营业收入	4,240	3,745	4,071	4,279	5,690
YoY	28.7%	33.4%	16.0%	21.6%	34.2%
毛利率	28.1%	26.2%	25.9%	23.3%	25.7%
销售费用率	14.9%	15.0%	13.3%	13.9%	15.2%
管理费用率	3.6%	3.0%	2.5%	3.2%	3.3%
财务费用	-30.7	-32.7	-30.6	-60.8	-18.4
财务费用率	-0.7%	-0.9%	-0.8%	-1.4%	-0.3%
投资收益/营业收入	0.6%	1.1%	1.6%	1.6%	1.8%
营业利润	422	351	465	316	506
YoY	30.8%	43.1%	37.9%	3.6%	19.9%
营业利润率	9.9%	9.4%	11.4%	7.4%	8.9%
利润总额	427	365	472	320	518
减：所得税费用	66.1	61.2	72.8	41.5	79.6
所得税/税前利润	15.5%	16.8%	15.4%	13.0%	15.4%
合并净利润	361	304	400	278	438
YoY	30.3%	37.3%	33.1%	9.4%	21.4%
归母净利润	317	264	332	262	397
YoY	30.8%	40.0%	30.3%	12.2%	25.3%
归母净利率	7.5%	7.0%	8.2%	6.1%	7.0%

数据来源：Wind，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
归属母公司股东权益	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

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

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	19.8	16.4	14.1
P/B	3.0	3.4	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	11.6	11.5	12.6	9.4	7.3

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。