

小天鹅 A (000418)

证券研究报告

2017 年 10 月 25 日

Q3 汇兑损益影响明显，周转提升促现金流大幅改善

■ **事件：**公司发布 17 年三季报，实现营业收入 159.8 亿元，同比增长 32.53%；实现归母净利润 11.43 亿元，同比增长 25.18%；实现扣非归母净利润 11.14 亿元，同比增长 24.66%。从单季度看，Q3 公司实现收入 54.09 亿元，同比增长 32.87%；实现归母净利润 4.11 亿元，同比增长 23.83%。

■ **收入增速环比持续提升，内外销份额持续上升：**17Q3 收入增速环比 17Q2 (+30.24%) 稳步提升。产业在线 7-8 月洗衣机行业内销量同比+7.3%，外销量同比+4.6%，其中美的系品牌内销量同比+11.2%、出口量增长 9.1%，表现远超行业平均水平。公司份额仍在持续上升，根据中怡康数据统计，17 年 1-9 月小天鹅及美的品牌整体销量合计市占率为 27.01%，同比+0.23pct，其中小天鹅-0.28pct，美的品牌+0.51pct；销售额市占率为 23.36%，同比上升+0.80pct，其中小天鹅品牌+0.56pct、美的品牌+0.24pct。内外销的优秀表现带动了整体收入端成长，也得益于公司产品结构改善更加符合消费者需求及行业发展趋势。17 年 1-9 月美的、小天鹅滚筒洗衣机销量占比分别为 34.09%、46.39%，销售额占比达到 53.91%、63.74%，同时洗干一体机占滚筒比例接近 10%，成为公司产品结构改善和均价提升的重要动力。

■ **Q3 汇兑损益影响明显，产品均价上升对冲原材料上涨：**公司 17Q3 毛利率、净利率为 25.57%、8.88%，同比下滑-0.32、-0.94pct。17 年 Q3 季度洗衣机主要原材料钢材、塑料等价格环比加速上涨，洗衣机行业竞争格局相对较好，公司作为行业龙头具备较强的议价能力和成本转嫁能力。从单价看，截止 9 月小天鹅、美的品牌洗衣机均价同比+13.1%、+15.5%，整体均价上升明显。公司定位相对中低端的美的品牌快速抢占市场份额；高毛利的高端品牌小天鹅在销量份额略微下降的情况下，销售额份额快速上升，带动整体盈利能力上升。17Q3 销售、管理、财务费用率为 12.98%、2.81%、-0.05%，同比-0.27、+0.33、+0.70pct，三项费用率整体+0.76pct。三季度人民币汇率加速升值，对应财务费用明显上升。其中 17Q3 财务费用为-281 万元（同期为-3062 万元），若扣除汇兑损益影响，实际业绩增长表现更佳。

■ **投资建议：**公司收入端表现显著好于行业，滚筒、洗烘一体机等新产品的投放助力公司产品结构提升。今年以来，洗衣机行业内外销整体增速均保持稳健，美的及小天鹅品牌受益于产品结构升级，均价上升明显，对冲了一部分原材料成本上升的影响。Q3 季度公司受到汇兑损益影响较为明显，财务费用率有所上升，若排除汇率影响实际业绩增长更加稳健。公司目前现金+理财在手接近 130 亿元，我们预计公司 17-19 年净利润增速为 25.0%、17.2%、15.6%，EPS 为 2.32、2.72、3.15 元。公司当前市值 277 亿元，若扣除约 130 亿在手现金，以 17 年净利润 14.7 亿元估算，实际业务对应 17 年 PE 仅 9.8 倍，维持买入评级，6 个月目标价 55 元。

风险提示：房地产市场、原材料价格波动风险。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.99 元
目标价格	55 元
上次目标价	52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	441.45
流通 A 股股本(百万股)	438.50
A 股总市值(百万元)	21,626.73
流通 A 股市值(百万元)	21,482.12
每股净资产(元)	10.55
资产负债率(%)	57.98
一年内最高/最低(元)	50.50/31.58

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《小天鹅 A-半年报点评:收入增速环比持续提升，费用控制表现优秀》 2017-08-07
- 2 《小天鹅 A-季报点评:收入增速大超预期，内外销份额大幅提升》 2017-04-24
- 3 《小天鹅 A-年报点评报告:原材料涨价影响短期利润率，内外销收入端表现靓丽》 2017-03-09

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,131.63	16,334.91	20,341.12	23,404.98	27,007.40
增长率(%)	21.5400	24.3900	24.5300	15.0600	15.3900
EBITDA(百万元)	1,224.82	1,526.87	1,906.71	2,243.54	2,602.80
净利润(百万元)	919.18	1,175.05	1,469.10	1,721.47	1,989.65
增长率(%)	31.6500	27.8400	25.0200	17.1800	15.5800
EPS(元/股)	1.45	1.86	2.32	2.72	3.15
市盈率(P/E)	33.71	26.37	21.09	18.00	15.57
市净率(P/B)	6.05	5.18	4.56	3.96	3.43
市销率(P/S)	2.36	1.90	1.52	1.32	1.15
EV/EBITDA	10.32	11.09	15.66	11.17	10.38

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 收入增速环比持续提升，内外销份额持续上升

17Q3 收入增速环比 17Q2 (+30.24%) 稳步提升。从行业角度看，产业在线 17 年 7-8 月洗衣机行业内销量同比+7.3%，外销量同比增长 4.6%，其中美的系品牌内销量同比增长 11.2%、出口量增长 9.1%，表现远超行业平均水平。公司份额仍在持续上升，根据中怡康数据统计，17 年 1-9 月小天鹅及美的品牌整体销量合计市占率为 27.01%，同比+0.23pct，其中小天鹅-0.28pct，美的品牌+0.51pct；销售额市占率为 23.36%，同比上升+0.80pct，其中小天鹅品牌+0.56pct、美的品牌+0.24pct。内外销的优秀表现带动了整体收入端成长，也得益于公司产品结构改善更加符合消费者需求及行业发展趋势。17 年 1-9 月美的、小天鹅滚筒洗衣机销量占比分别为 34.09%、46.39%，销售额占比达到 53.91%、63.74%，同时洗干一体机占滚筒比例接近 10%，成为公司产品结构改善和均价提升的重要动力。

2. Q3 汇兑损益影响明显，产品均价上升对冲原材料上涨

公司 17Q3 毛利率、净利率为 25.57%、8.88%，同比下滑-0.32、-0.94pct。17 年 Q3 季度洗衣机主要原材料钢材、塑料等价格环比加速上涨，洗衣机行业竞争格局相对较好，公司作为行业龙头具备较强的议价能力和成本转嫁能力。从单价看，截止 9 月小天鹅、美的品牌洗衣机均价同比+13.1%、+15.5%，整体均价上升明显。公司定位相对中低端的美的品牌快速抢占市场份额；高毛利的中高端品牌小天鹅在销量份额略微下降的情况下，销售额份额快速上升，带动整体盈利能力上升。从费用率看，17Q3 销售、管理、财务费用率为 12.98%、2.81%、-0.05%，同比-0.27、+0.33、+0.70pct，三项费用率整体+0.76pct。三季度人民币汇率加速升值，对应财务费用明显上升。其中 17Q3 财务费用为-281 万元(同期为-3062 万元)，若扣除汇兑损益影响，则公司实际业绩增长表现更佳。

3. 在手现金超过百亿，周转加快现金流大幅改善

1) 17H1 期末公司货币资金 31.04 亿元，同比增加 10.32 亿元；其他流动资产（主要为结构性存款及银行理财）为 98.80 亿元，同比增加 15.13 亿元，预计公司在手现金（货币资金+银行理财）接近 130 亿元；

2) 期末预收款项 10.82 亿元，同比下降 16.58%，体现了公司在 T+3 模式下主动调整营销体系、减少对经销商预先打款的资金占用。应收票据和应收账款合计 22.41 亿元，同比大幅下降 13.0 亿元；存货 14.14 亿元，较期初大幅下降 3.11 亿元，体现了公司产品良好的销售及周转情况。应付票据和应付账款合计 63.63 亿元，同比+8.29%。

3) 从周转情况看，公司存货、应收账款周转天数较上半年分别上升 3.49 天、下降 0.39 天，营业周期有所上升。4) 公司 17Q3 经营性净现金流 8.32 亿元，同比大幅增长 160%，主要因为应收账款大幅下降，周转明显加快。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 47.80 亿元，同比增长 73.13%，远高于收入增速。

4. 投资建议

公司收入端表现显著好于行业，滚筒、洗烘一体机等新产品的投放助力公司产品结构提升。今年以来，洗衣机行业内外销整体增速均保持稳健，美的及小天鹅品牌受益于产品结构升级，均价上升明显，对冲了一部分原材料成本上升的影响。Q3 季度公司受到汇兑损益影响较为明显，财务费用率有所上升，若排除汇率影响实际业绩增长更加稳健。公司目前现金+理财在手接近 130 亿元，我们预计公司 17-19 年净利润增速为 25.0%、17.2%、15.6%，EPS 为 2.32、2.72、3.15 元。公司当前市值 277 亿元，若扣除约 130 亿在手现金，以 17

年净利润 14.7 亿元估算，实际业务对应 17 年 PE 仅 9.8 倍，维持买入评级，6 个月目标价 55 元。

5. 风险提示

房地产市场、原材料价格波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,042.84	4,272.08	2,005.98	7,071.78	5,398.41
应收账款	905.28	1,489.35	1,222.80	1,832.85	1,663.11
预付账款	97.63	131.51	120.24	169.44	164.65
存货	745.41	1,724.84	1,212.29	2,167.30	1,730.43
其他	7,961.31	9,710.09	11,935.12	10,990.95	13,335.66
流动资产合计	12,752.48	17,327.87	16,496.43	22,232.31	22,292.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,019.53	970.86	933.13	970.80	1,027.72
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	197.52	192.28	187.12	181.95	176.78
其他	358.13	394.98	309.56	312.50	317.40
非流动资产合计	1,575.18	1,558.12	1,429.81	1,465.25	1,521.90
资产总计	14,327.66	18,885.99	17,926.25	23,697.56	23,814.17
短期借款	0.00	183.81	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,591.61	3,535.02	3,514.09	4,596.92	4,757.64
其他	5,706.50	8,187.29	6,402.84	9,799.21	8,262.01
流动负债合计	8,298.11	11,906.12	9,916.93	14,396.13	13,019.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.82	20.77	20.00	22.00	24.00
非流动负债合计	41.82	20.77	20.00	22.00	24.00
负债合计	8,339.93	11,926.89	9,936.93	14,418.13	13,043.65
少数股东权益	862.86	975.25	1,194.77	1,452.00	1,749.30
股本	632.49	632.49	632.49	632.49	632.49
资本公积	1,164.01	1,191.49	1,191.49	1,191.49	1,191.49
留存收益	4,457.57	5,280.60	6,162.06	7,194.94	8,388.73
其他	(1,129.20)	(1,120.73)	(1,191.49)	(1,191.49)	(1,191.49)
股东权益合计	5,987.73	6,959.10	7,989.32	9,279.43	10,770.52
负债和股东权益总	14,327.66	18,885.99	17,926.25	23,697.56	23,814.17

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,053.12	1,342.78	1,469.10	1,721.47	1,989.65
折旧摊销	127.78	130.05	142.89	167.50	198.25
财务费用	(75.22)	(80.75)	(192.80)	(221.84)	(255.98)
投资损失	(201.75)	(200.24)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	412.85	359.24	(3,153.95)	3,808.19	(3,112.71)
其它	2,281.91	2,344.99	219.52	257.23	297.30
经营活动现金流	3,598.70	3,896.07	(1,715.23)	5,532.54	(1,083.48)
资本支出	44.36	94.81	100.77	198.00	248.00
长期投资	(2.85)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,086.28)	(2,354.24)	(0.07)	(198.00)	(298.00)
投资活动现金流	(2,044.77)	(2,259.44)	100.70	0.00	(50.00)
债权融资	0.00	183.81	0.00	0.00	0.00
股权融资	177.84	225.40	127.04	226.84	260.98
其他	(464.52)	(689.95)	(778.61)	(693.59)	(800.86)
筹资活动现金流	(286.69)	(280.74)	(651.57)	(466.75)	(539.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,267.24	1,355.90	(2,266.09)	5,065.79	(1,673.36)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,131.63	16,334.91	20,341.12	23,404.98	27,007.40
营业成本	9,646.39	12,111.21	15,105.23	17,380.73	20,045.46
营业税金及附加	66.76	99.20	103.74	119.37	143.14
营业费用	1,957.83	2,325.65	2,868.10	3,276.70	3,754.03
管理费用	539.75	505.32	610.23	702.15	810.22
财务费用	(110.11)	(154.83)	(192.80)	(221.84)	(255.98)
资产减值损失	22.45	94.57	90.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	201.75	200.24	200.00	200.00	200.00
其他	(403.50)	(400.48)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
营业利润	1,210.30	1,554.03	1,956.62	2,297.88	2,660.53
营业外收入	63.39	38.98	40.00	40.00	40.00
营业外支出	48.27	8.57	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,225.42	1,584.43	1,986.62	2,327.88	2,690.53
所得税	172.30	241.65	297.99	349.18	403.58
净利润	1,053.12	1,342.78	1,688.62	1,978.70	2,286.95
少数股东损益	133.94	167.72	219.52	257.23	297.30
归属于母公司净利润	919.18	1,175.05	1,469.10	1,721.47	1,989.65
每股收益（元）	1.45	1.86	2.32	2.72	3.15

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	21.54%	24.39%	24.53%	15.06%	15.39%
营业利润	33.23%	28.40%	25.91%	17.44%	15.78%
归属于母公司净利润	31.65%	27.84%	25.02%	17.18%	15.58%
获利能力					
毛利率	26.54%	25.86%	25.74%	25.74%	25.78%
净利率	7.00%	7.19%	7.22%	7.36%	7.37%
ROE	17.94%	19.64%	21.62%	21.99%	22.06%
ROIC	53.30%	45.84%	60.55%	31.10%	107.85%
偿债能力					
资产负债率	58.21%	63.15%	55.43%	60.84%	54.77%
净负债率	52.98%	76.12%	93.51%	85.47%	68.21%
流动比率	1.54	1.46	1.66	1.54	1.71
速动比率	1.45	1.31	1.54	1.39	1.58
营运能力					
应收账款周转率	14.62	13.64	15.00	15.32	15.45
存货周转率	19.44	13.23	13.85	13.85	13.86
总资产周转率	1.02	0.98	1.11	1.12	1.14
每股指标（元）					
每股收益	1.45	1.86	2.32	2.72	3.15
每股经营现金流	5.69	6.16	-2.71	8.75	-1.71
每股净资产	8.10	9.46	10.74	12.38	14.26
估值比率					
市盈率	33.71	26.37	21.09	18.00	15.57
市净率	6.05	5.18	4.56	3.96	3.43
EV/EBITDA	10.32	11.09	15.66	11.17	10.38
EV/EBIT	11.49	12.10	16.93	12.07	11.24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com