

# 桑乐金 (300247.SZ) 白色家电行业

评级：买入 上调评级

公司点评

蔡益润  
联系人  
(8621)61356501  
caiyr@gjzq.com.cn

王晓莹  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030019  
(8621)61038318  
wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 收购德国高端品牌商提升公司综合竞争力

### 事件

桑乐金于 1 月 18 日晚发布公告：公司拟通过境外并购的方式取得德国 Saunalux 公司 100% 股权，交易价格仍在谈判之中。

### 评论

**德国 Saunalux 公司——高端定制桑拿房品牌商：**Saunalux 公司的主营业务为制造和销售高端传统桑拿房、远红外桑拿房（图表 1&2），始终坚持手工生产，每年产量仅千余台。2011 年，Saunalux 公司营业收入 697 万欧元，净利润 48.79 万欧元。按此计算，2011 年产品均价达 0.7 万欧元/台，折合人民币约 6 万元，高于桑乐金类似产品的终端单价（约 2 万元）。截至 2012 年底，Saunalux 公司资产总额为 688 万欧元，负债总额为 476 万欧元，净资产为 212 万欧元。

**本次收购有助于桑乐金完善品牌结构和渠道建设，提升综合竞争力：**公司的自有品牌“桑乐金”定位中端市场，公司计划将 Saunalux 引入国内，开拓高端市场，丰富品牌结构。作为坚持手工制造的高端品牌，Saunalux 积累的品牌资产和精良技术有望显著提升公司的整体形象和综合实力。另外，原本受制于本土品牌形象和中端定位，桑乐金的精装修渠道贡献收入比重低、波动大（图表 3）；而引入德国高端品牌恰可改善这个问题，加快工程渠道的拓展。

**未来业绩增厚可能优于历史表现：**Saunalux 2011 年净利率为 7%，远低于桑乐金 2011 年前三季度净利率 21.7%。但是目前中国奢侈品消费增长强劲。据贝恩咨询数据（图表 4），中国大陆 2010 年奢侈品市场规模达 871 亿元人民币，排名全球第 5，同比增速 27%，而中国消费者在全球的奢侈品消费总额达到 2117 亿元（图表 5），同比增速 36%。预计 2011 年，中国大陆奢侈品市场规模增速约为 25-30%，2012 年有所放缓，也可达到约 20%。因此国内对高端定制桑拿房的需求可能好于欧洲，从而带来优于历史表现的业绩增厚。

**预计收购总价应当在超募资金以内：**公司拟用超募资金和部分自有资金进行收购，具体价格尚未披露。公司超募资金为人民币 1.26 亿元，根据 2011 年 Saunalux 净利润 48.79 万欧元（合人民币 391 万元）及净资产 212 万欧元（合人民币 1700 万元）计算，若超募资金全部用于收购，则对应  $32.2 \times 11PE / 7.41 \times 11PB$ ，我们认为该价格过高，预计最终收购总价应在超募资金总额以内。

**本次收购的风险：**1、收购失败或收购价格不合理的风险。2、Saunalux 公司产能不足的风险：Saunalux 公司目前仅有 68 名全职员工，员工数量及手工生产方式限制了产能的提升。3、管理风险：在管理跨国公司时，桑乐金可能遇到法律、文化等多重问题，如处理不当，可能提高费用支出，并有损公司长期发展。

### 投资建议

**盈利预测：**原本我们在三季报点评中对 2012 年的盈利预测偏于乐观，但如果本次收购成功且价格合理，将对业绩有一定推动，因此暂不下调盈利预测。若收购失败或者价格过高，我们将下调盈利预测：预计 2011-2014 年公司收入为 1.96、2.36、2.79、3.28 亿元，增速-0.3%、20.2%、18.3%和 17.5%；EPS 为 0.612、0.782、0.94 和 1.12 元，净利润增速为 10.2%、27.7%、20.2%和 19.6%。

**投资建议：**目前股价对应 18.8X11PE/14.7X12PE，上调持有评级为“买入”，但提示创业板公司的估值仍有被杀的风险。

图表1: 德国高端品牌 Saunalux 产品 1——桑拿房



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表2: 德国高端品牌 Saunalux 产品 2——桑拿楼



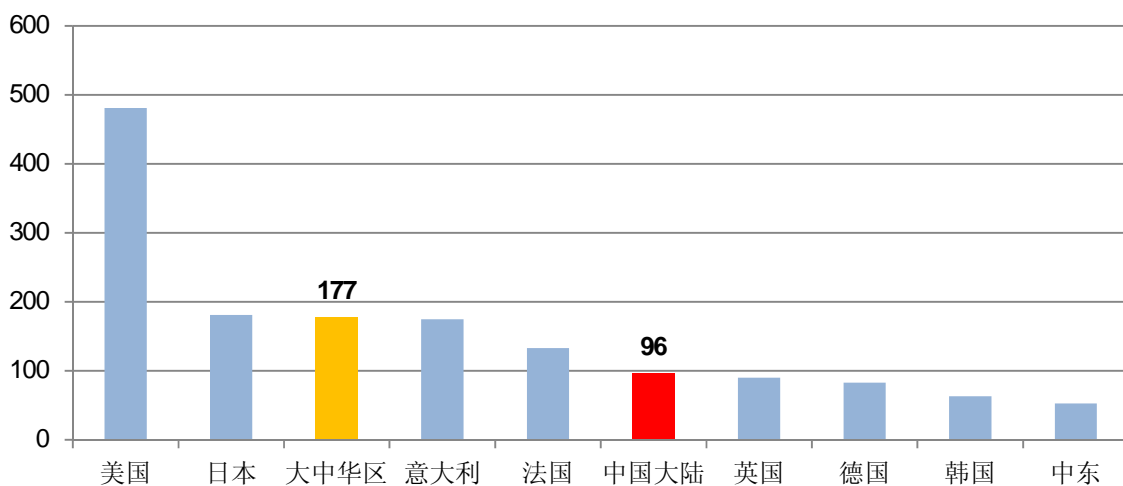
图表3: 工程渠道贡献收入的比例较低, 不稳定

| 项 目             | 2009 年 | 2010 年 |
|-----------------|--------|--------|
| 工程渠道销售收入        | 1451   | 471    |
| YoY             |        | -67%   |
| 工程渠道销售收入/主营业务收入 | 9.2%   | 2.4%   |

单位: 万元

来源: 招股书, 国金证券研究所

图表4: 2010 年各国个人奢侈品消费额

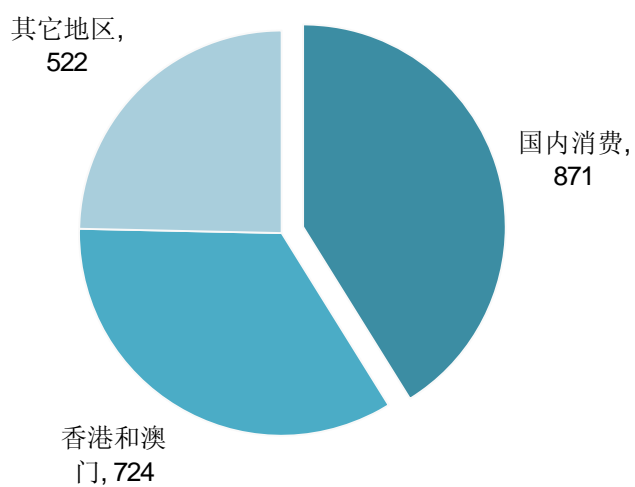


单位: 亿欧元, 2010 年平均汇率为 9.0 人民币/欧元。

注: 大中华区包括中国大陆、香港、澳门, 未计入台湾。

来源: 贝恩咨询, 国金证券研究所

图表5: 2010 年中国消费者的全球奢侈品消费总额达 2117 亿元



单位: 亿元

来源: 贝恩咨询, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 主营业务收入       | 144   | 171   | 197   | 196   | 236   | 279   |
| 增长率          |       | 18.3% | 15.3% | -0.3% | 20.2% | 18.3% |
| 主营业务成本       | -77   | -69   | -85   | -90   | -106  | -123  |
| %销售收入        | 53.6% | 40.5% | 43.0% | 45.9% | 44.9% | 44.1% |
| 毛利           | 67    | 102   | 112   | 106   | 130   | 156   |
| %销售收入        | 46.4% | 59.5% | 57.0% | 54.1% | 55.1% | 55.9% |
| 营业税金及附加      | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    |
| %销售收入        | 0.5%  | 0.6%  | 0.3%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  |
| 营业费用         | -19   | -44   | -40   | -31   | -38   | -46   |
| %销售收入        | 13.0% | 25.8% | 20.3% | 16.0% | 16.3% | 16.5% |
| 管理费用         | -14   | -15   | -18   | -21   | -23   | -27   |
| %销售收入        | 9.8%  | 8.8%  | 9.1%  | 10.5% | 9.9%  | 9.8%  |
| 息税前利润 (EBIT) | 33    | 42    | 54    | 53    | 67    | 81    |
| %销售收入        | 23.2% | 24.4% | 27.2% | 27.1% | 28.5% | 29.2% |
| 财务费用         | -2    | -1    | -1    | 4     | 7     | 8     |
| %销售收入        | 1.1%  | 0.3%  | 0.6%  | -1.9% | -3.0% | -2.9% |
| 资产减值损失       | -2    | -1    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| %税前利润        | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 营业利润         | 30    | 40    | 52    | 57    | 74    | 89    |
| 营业利润率        | 20.6% | 23.7% | 26.5% | 29.0% | 31.5% | 32.1% |
| 营业外收支        | 0     | 1     | 1     | 2     | 1     | 1     |
| 税前利润         | 30    | 41    | 53    | 59    | 75    | 90    |
| 利润率          | 20.8% | 24.3% | 27.2% | 30.0% | 31.9% | 32.4% |
| 所得税          | -3    | -6    | -8    | -9    | -11   | -14   |
| 所得税率         | 11.7% | 13.7% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润          | 26    | 36    | 45    | 50    | 64    | 77    |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司的净利润   | 26    | 36    | 45    | 50    | 64    | 77    |
| 净利率          | 18.4% | 21.0% | 23.1% | 25.5% | 27.1% | 27.6% |

| 现金流量表 (人民币百万元) |      |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 净利润            | 0    | 36   | 45   | 50    | 64    | 77    |
| 少数股东损益         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出          | 0    | 4    | 5    | 9     | 12    | 13    |
| 非经营收益          | 0    | 0    | 1    | -2    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | 0    | 13   | -3   | -1    | -5    | -8    |
| 经营活动现金净流       | 0    | 53   | 49   | 55    | 69    | 81    |
| 资本开支           | -32  | -13  | -74  | -81   | -28   | 1     |
| 投资             | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 1    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流       | -31  | -13  | -73  | -81   | -28   | 1     |
| 股权募资           | 0    | 0    | 30   | 308   | -11   | 0     |
| 债权募资           | 1    | 0    | 1    | -11   | 0     | 1     |
| 其他             | -1   | -1   | -6   | 0     | -11   | -11   |
| 筹资活动现金净流       | 0    | -1   | 25   | 296   | -22   | -10   |
| 现金净流量          | -31  | 39   | 0    | 270   | 19    | 72    |

来源：公司年报、国金证券研究所

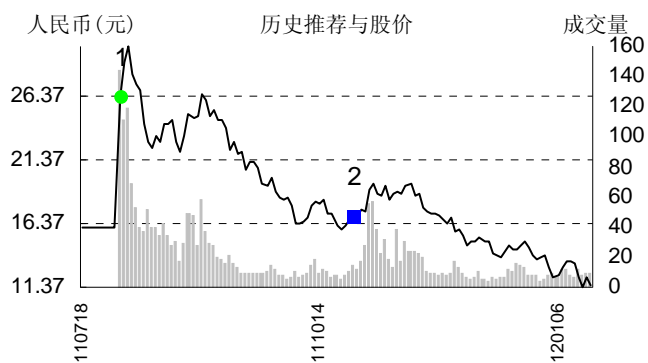
| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金           | 21    | 60    | 60    | 330   | 350   | 422   |
| 应收款项           | 35    | 37    | 37    | 44    | 47    | 52    |
| 存货             | 38    | 23    | 32    | 31    | 36    | 42    |
| 其他流动资产         | 11    | 10    | 20    | 14    | 17    | 20    |
| 流动资产           | 104   | 130   | 149   | 420   | 450   | 535   |
| %总资产           | 69.4% | 68.7% | 55.8% | 68.5% | 68.1% | 73.0% |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 19    | 33    | 81    | 129   | 149   | 137   |
| %总资产           | 12.9% | 17.6% | 30.4% | 21.1% | 22.5% | 18.7% |
| 无形资产           | 26    | 25    | 37    | 61    | 60    | 59    |
| 非流动资产          | 46    | 59    | 118   | 193   | 211   | 198   |
| %总资产           | 30.6% | 31.3% | 44.2% | 31.5% | 31.9% | 27.0% |
| 资产总计           | 150   | 189   | 267   | 613   | 660   | 733   |
| 短期借款           | 10    | 10    | 11    | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 16    | 16    | 20    | 19    | 23    | 27    |
| 其他流动负债         | 8     | 10    | 9     | 19    | 21    | 23    |
| 流动负债           | 33    | 37    | 39    | 39    | 44    | 49    |
| 长期贷款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 其他长期负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债             | 33    | 37    | 39    | 39    | 44    | 50    |
| 普通股股东权益        | 117   | 153   | 228   | 575   | 617   | 683   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益合计       | 150   | 189   | 267   | 613   | 660   | 733   |

| 比率分析       |        |         |         |         |         |         |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
|            | 2008   | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 每股指标       |        |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 0.470  | 0.637   | 0.741   | 0.612   | 0.782   | 0.940   |
| 每股净资产      | 2.076  | 2.712   | 3.722   | 7.032   | 7.544   | 8.354   |
| 每股经营现金净流   | -0.338 | 0.937   | 0.797   | 0.675   | 0.848   | 0.989   |
| 每股股利       | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.130   | 0.130   | 0.130   |
| 回报率        |        |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 22.66% | 23.47%  | 19.92%  | 8.70%   | 10.36%  | 11.25%  |
| 总资产收益率     | 17.59% | 18.93%  | 16.98%  | 8.16%   | 9.68%   | 10.48%  |
| 投入资本收益率    | 23.22% | 22.06%  | 19.04%  | 7.87%   | 9.24%   | 10.11%  |
| 增长率        |        |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 35.86% | 18.31%  | 15.29%  | -0.31%  | 20.20%  | 18.32%  |
| EBIT增长率    | 67.40% | 24.45%  | 28.84%  | -0.60%  | 26.02%  | 21.30%  |
| 净利润增长率     | 60.25% | 35.40%  | 26.80%  | 10.16%  | 27.73%  | 20.22%  |
| 总资产增长率     | 12.25% | 25.84%  | 41.32%  | 129.43% | 7.65%   | 11.02%  |
| 资产管理能力     |        |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 59.4   | 76.2    | 61.0    | 75.0    | 65.0    | 60.0    |
| 存货周转天数     | 142.0  | 160.4   | 118.1   | 125.0   | 125.0   | 125.0   |
| 应付账款周转天数   | 58.4   | 55.9    | 57.0    | 60.0    | 60.0    | 60.0    |
| 固定资产周转天数   | 49.3   | 45.3    | 144.7   | 239.2   | 229.1   | 178.4   |
| 偿债能力       |        |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -9.16% | -32.53% | -21.54% | -57.48% | -56.71% | -61.64% |
| EBIT利息保障倍数 | 20.6   | 80.0    | 42.3    | -14.2   | -9.4    | -10.1   |
| 资产负债率      | 22.21% | 19.36%  | 14.73%  | 6.29%   | 6.61%   | 6.85%   |

### 历史推荐和目标定价(人民币)

|   | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|---|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2011-07-29 | 减持 | 26.35 | N/A |
| 2 | 2011-10-26 | 持有 | 17.00 | N/A |

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海                             | 北京                              | 深圳                                 |
|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| 电话: (8621)-61356534            | 电话: 010-6621 6979               | 电话: 0755-33516015                  |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 5599-8803          | 传真: 0755-33516020                  |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn      | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn         |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100032                      | 邮编: 518000                         |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B |