

奥马电器 (002668.SZ) 白色家电行业

新股研究

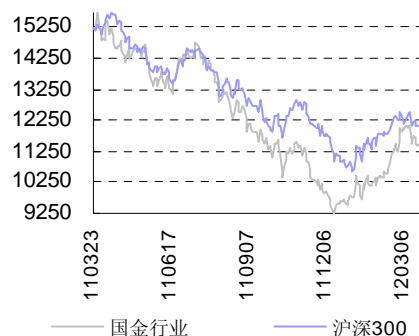
具备差异化的竞争优势

询价价格(人民币): 12.54-14.17元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	41.35
总股本(百万股)	124.00
国金白色家电指数	11487.41
沪深 300 指数	2583.75
中小板指数	5508.18



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.060	1.175	1.086	1.320	1.611
每股净资产(元)	3.61	4.78	6.23	7.67	9.82
每股经营性现金流(元)	2.09	0.00	1.20	2.88	3.51
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长(%)	86.39%	10.80%	23.22%	21.57%	22.07%
净资产收益率(%)	29.39%	24.57%	23.24%	22.94%	21.88%
总股本(百万股)	124.00	124.00	165.35	165.35	165.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **奥马电器是国内最大的冰箱 ODM 企业。**公司自 2002 年设立以来,始终专注于冰箱的设计、制造和销售,冰箱产量从 03 年的 4 万台增长到 11 年的 420 万台。公司出口均是 ODM,从 2009 年至今保持冰箱出口量第一。出口收入占公司总营收 60%以上,其中欧洲是公司海外最大的市场。
- **认清市场形势,自我定位明智。**在竞争激烈的冰箱行业,公司从小做大很大程度上是因为找准了自己的生存空间。成立之初,公司定位于为国内知名冰箱品牌进行 ODM,避免与大公司直接竞争,获得成长的空间。公司规模扩大后,将重点转向国外 ODM 业务,先后与惠而浦、candy、伊莱克斯等国际知名品合作,实现规模化。在国内市场推出自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱,对准重视性价比的三四级市场,取得快速增长。
- **优秀的管理团队是公司最大的竞争优势。**公司管理团队平均拥有 15 年以上冰箱行业经验。蔡拾贰、王济云、吴世庆等多名高管曾一同成功经营容声品牌。管理团队基本是公司间接股东,拥有一致的利益基础使得管理层稳定持续。
- **出口逐渐恢复,内销有增长空间。**海外冰箱需求随着欧债影响逐渐减弱而恢复,公司作为冰箱出口龙头,未来三年可保持增长。国内三四级市场尚未饱和,公司通过品牌和渠道等方面的投入,可保持较快增长。
- **盈利预测:**预计公司 2012 年-2014 年公司收入分别为 37.7、44.1、52.0 亿元,增速为 18.1%、16.8%、17.9%;净利润为 1.80、2.18、2.66 亿元,增速为 23.2%、21.6%、22.1%。EPS 为 1.086、1.320、1.611 元。
- **建议询价区间为 12.54-14.17 元。**相比海信科龙和美菱电器,奥马电器销售规模更具增长空间,且确定性强,因此我们认为公司合理估值为 13-15X12PE,合理价位为 14.17-16.35 元。建议询价区间为 12.54-14.17 元,对应 11.5-13X12PE。

风险提示

- 海外经济无法如期复苏的话将导致外销 ODM 订单增速低于预期。
- 家电下乡政策退出前后国内三四级市场竞争将加剧,届时公司自有品牌销量或利润率有低于预期的可能性。

蒋毅

联系人

(8636)11937527

jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019

(8621)61038318

wangxiaoying@gjzq.com.cn

内容目录

奥马电器：国内最大的冰箱 ODM 企业.....	4
行业分析：总量虽难增长，但集中度提升有大空间.....	5
冰箱行业需求总量增长难再现.....	5
冰箱行业集中度不高，优势企业份额提升空间大.....	7
成本上升，出口型企业生存需升级.....	8
公司分析：具备差异化竞争优势.....	8
优秀的管理团队是公司最大的竞争优势.....	8
认清市场形势，自我定位明智.....	10
产品结构优化，大容量冰箱占比提升.....	11
未来增长，营销是关键.....	13
募投项目.....	13
募投项目提升产品力并完善销售网络.....	13
公司盈利预测.....	14
估值与定价.....	16
风险提示.....	16
附录：三张报表预测摘要.....	17

图表目录

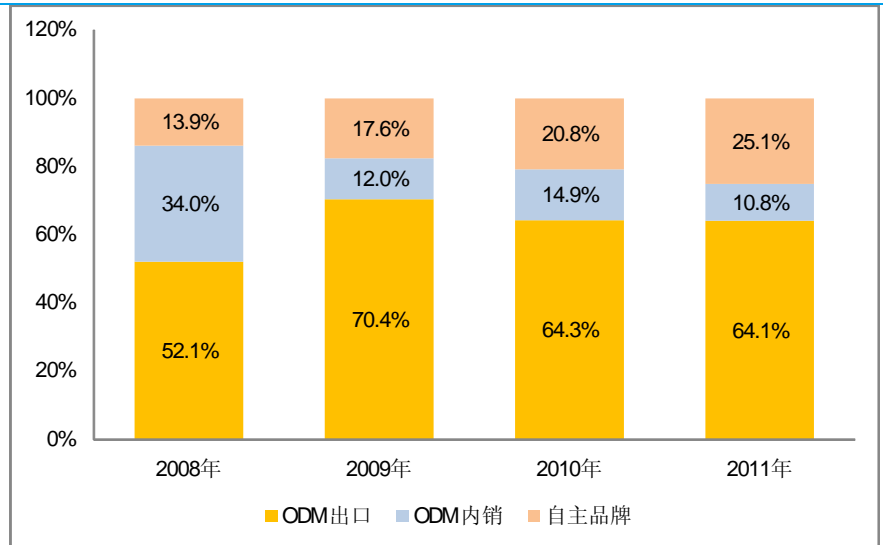
图表 1：公司各经营模式收入占比.....	4
图表 2：主要冰箱企业出口量（万台）.....	4
图表 3：营业收入稳定增长，毛利率、净利率提升（百万元）.....	5
图表 4：冰箱行业外销量及增速.....	6
图表 5：我国每百户家庭冰箱保有量.....	6
图表 6：冰箱行业内销量及增速.....	7
图表 7：空调内销集中度.....	7
图表 8：冰箱内销集中度.....	7
图表 9：空调外销集中度.....	8
图表 10：冰箱外销集中度.....	8
图表 11：2010 年 6 月以来 CPI 一直处于高位.....	8
图表 12：2011 年初至今美元对人民币汇率.....	8
图表 13：本次发行前的股权结构图.....	9
图表 14：管理层及核心技术人员多来自科龙.....	9
图表 15：国内 ODM 业务完成历史使命，近年收入逐渐减小.....	10

图表 16: OBM 业务收入、增速、毛利率	11
图表 17: 自主品牌对毛利贡献不断提升	11
图表 18: 家电下乡产品销售为公司 OBM 业务的主要构成	11
图表 19: 出口产品的运输费用	12
图表 20: 200L 以上大容量冰箱的毛利占总毛利的比例不断提升	12
图表 21: 大容量冰箱提升整体毛利率水平	13
图表 22: 2009 年全球冰箱市场需求结构	13
图表 23: 公司海外各地区收入占总收入比重	13
图表 24: 募投项目	14
图表 25: 奥马电器分业务销售收入及毛利率预测	15
图表 26: 冰箱相关上市企业业绩预估及估值	16
图表 27: 冰箱销售规模比较	16

奥马电器：国内最大的冰箱 ODM 企业

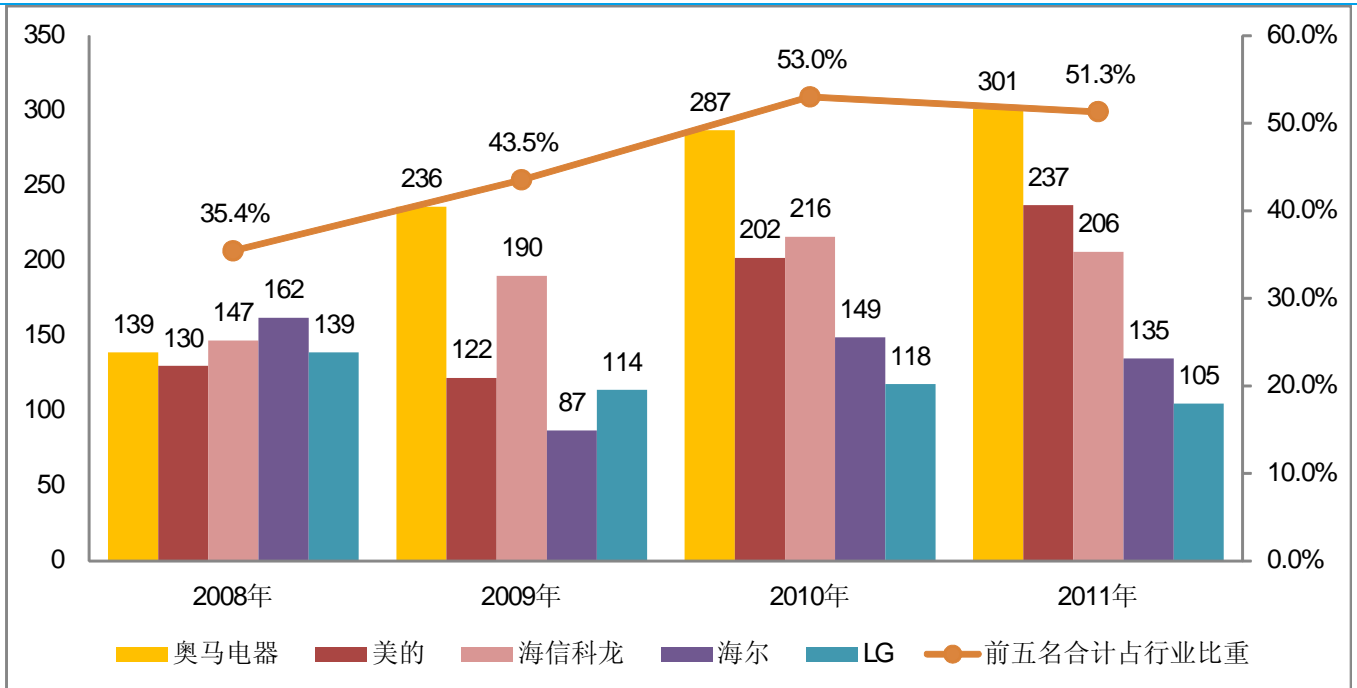
- **专注冰箱业务。**奥马电器自 2002 年设立以来，始终专注于冰箱设计、制造和销售，冰箱年产量从 2003 年的 4 万台增长到 2011 年的 420 万台，年复合增长率 78.9%。业务模式分为出口 ODM、国内自主品牌、国内 ODM，出口 ODM 是最大收入来源，自主品牌占比快速提升（图表 1）。
- **冰箱 ODM 出口领跑行业。**国内除海尔外的冰箱企业均以 ODM 为主要出口方式。2009 年、2010 年、2011 年公司冰箱出口量分别为 236 万台、287 万台、301 万台，均排名行业第一（图表 2）。ODM 出口的收入占公司总收入的 60% 以上，其中欧洲是公司海外最大市场。

图表1：公司各经营模式收入占比



来源：招股书，国金证券研究所

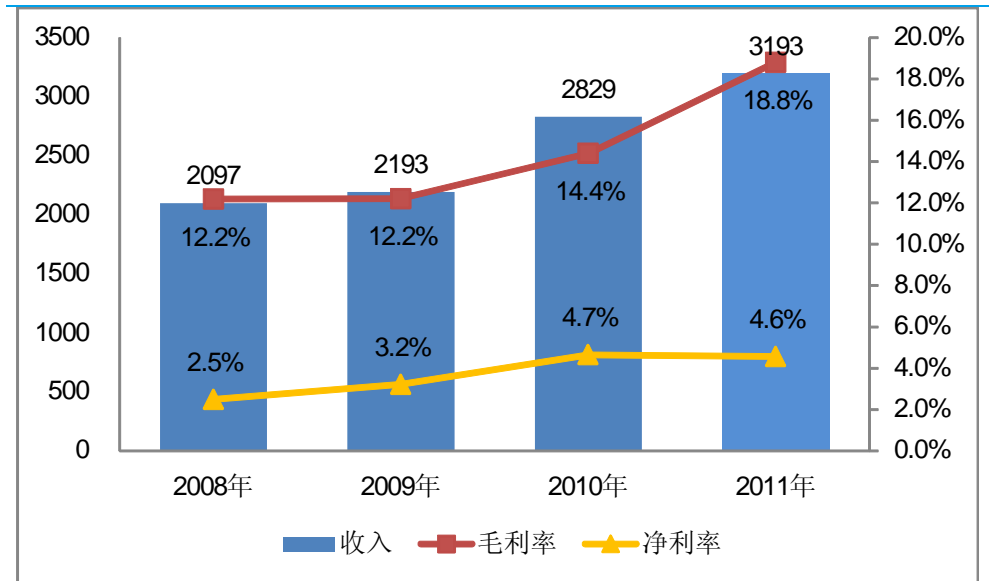
图表2：主要冰箱企业出口量（万台）



来源：产业在线，国金证券研究所

- **营业收入稳定增长，盈利能力提升。**公司由小做大，收入增速逐渐趋稳（图表 3），2008 年-2011 年收入和净利润复合增长率 15%、40.8%。通过产品结构优化，提升自有品牌占比，公司毛利率从 08 年的 12.2% 提升至 2011 年的 18.8%，净利率从 2008 年的 2.5% 上升至 2011 年的 4.6%，作为一个出口型企业，做到 4% 以上的净利率说明公司在制造环节确有过人之处。2011 年高毛利率未获得高净利率的原因一方面是加大国内市场投入，期间费用增加，另一方面是人民币升值，汇兑损失同比上升约 2400 万，影响净利率约 0.1 个百分点。

图表3: 营业收入稳定增长，毛利率、净利率提升（百万元）



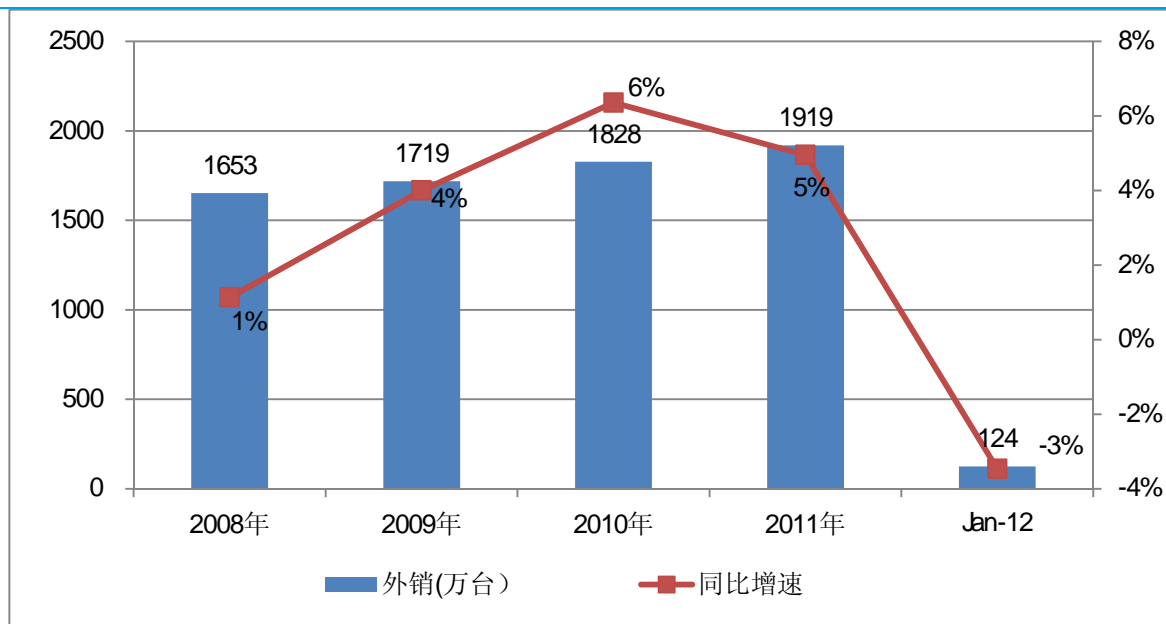
来源：招股书，国金证券研究所

行业分析：总量虽难增长，但集中度提升有大空间

冰箱行业需求总量增长难再现

- **海外市场总体趋于饱和。**2008 年以来，行业出口增速一直在 10% 以内（图表 4）。原因是冰箱海外需求主要在欧洲和北美，这些市场的冰箱家庭保有量已经饱和，增速趋于平稳，居民消费信心影响着增速波动。考虑欧债影响在 2011 年充分体现，2012 年增速将有所好转。

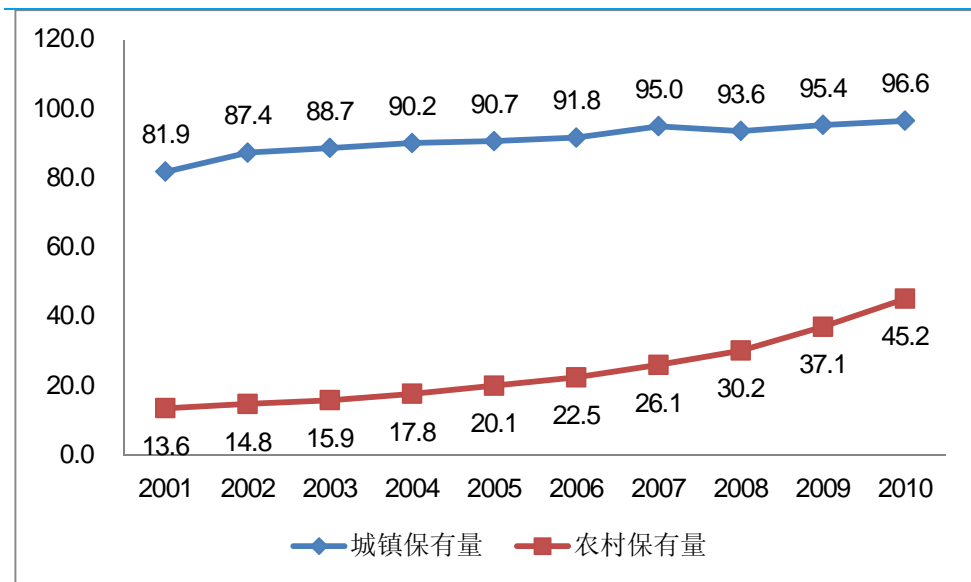
图表4: 冰箱行业外销量及增速



来源: 产业在线, 国金证券研究所

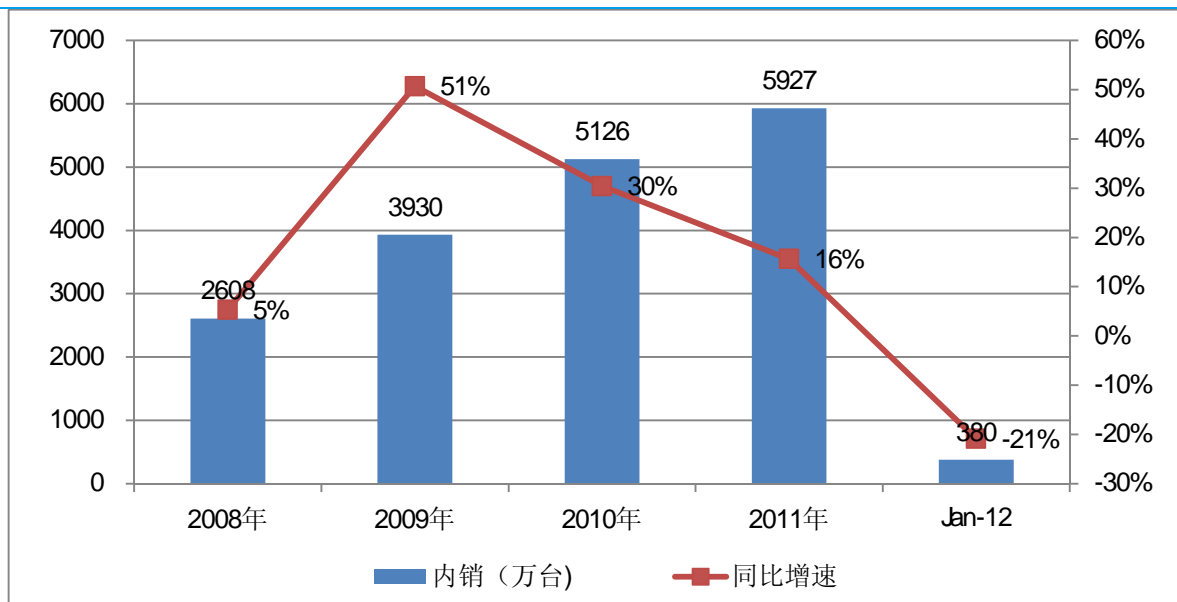
- 刺激政策退出后国内需求增速将下滑。以旧换新、家电下乡分别加快了城镇更新和农村保有量提升(图表 5、6)。城镇更新需求提前释放的副作用在刺激退出后显现: 城镇需求将现负增长。农村更新需求有限, 保有量提升速度也将在刺激退出后放慢。

图表5: 我国每百户家庭冰箱保有量



来源: 华通人, 国金证券研究所

图表6: 冰箱行业内销量及增速

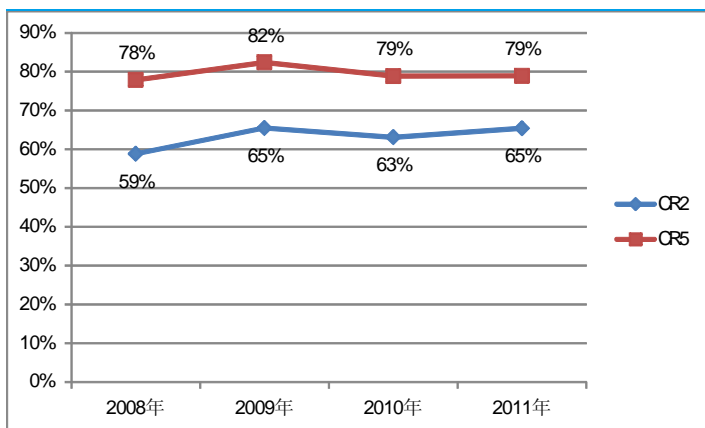


来源: 产业在线, 国金证券研究所

冰箱行业集中度不高, 优势企业份额提升空间大

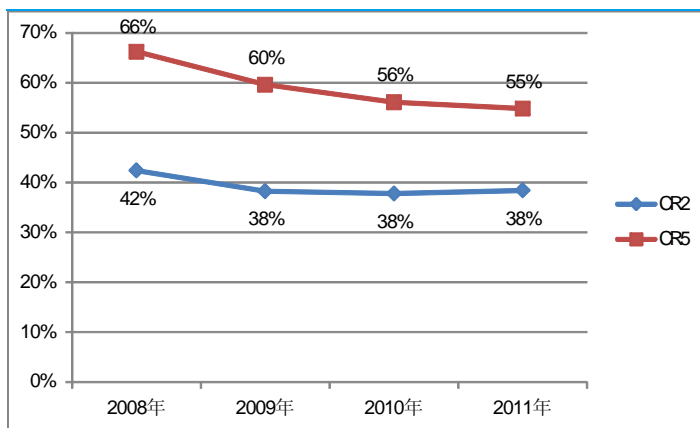
- **冰箱集中度小于空调 (图表 7-10)**。主要原因在于冰箱行业老大海尔销售策略不像空调双寡头那样激进, 加上过去几年的刺激政策使得小品牌企业有较好的生存空间。在出口方面, 海尔完全是自有品牌, 这给了其它代工企业发展机会。
- **未来行业存在集中度上升, 行业整合的机会**。一方面海尔多品牌运作, 尤其统帅的快速增长对国内中小品牌威胁较大; 另一方面, 需求下降和成本上升对小企业影响更大, 行业集中度将上升。

图表7: 空调内销集中度

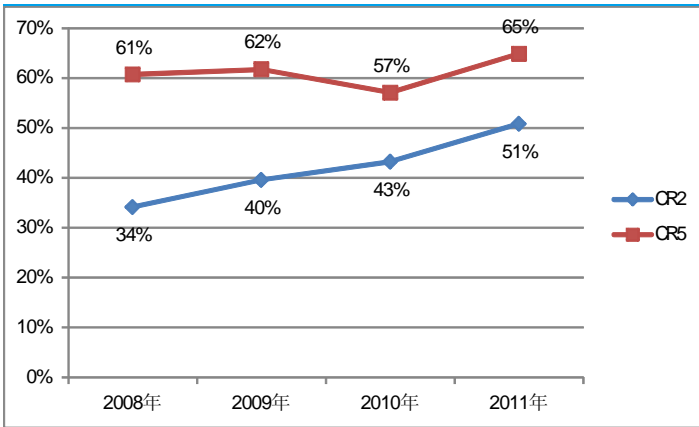


来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表8: 冰箱内销集中度

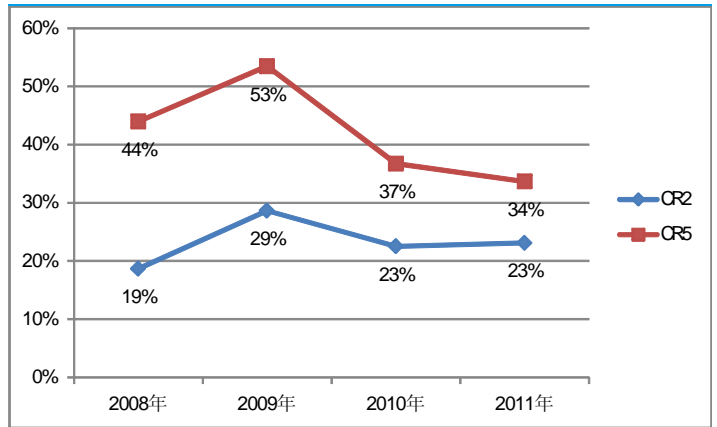


图表9: 空调外销集中度



来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表10: 冰箱外销集中度



成本上升, 出口型企业生存需升级

- **出口企业面临成本上升压力。**国内出口加工型企业面临成本上升, 人民币升值两大问题。
 - 通胀压力 (图表 11), 劳动力成本呈现上升趋势, 以往国内企业具备的低劳动力成本优势正逐渐消去。奥马电器对 2011 年数据的敏感性测算, 直接人工成本上升 5%, 则主营业务毛利降低 1.1%, 敏感系数为 0.22。
 - 人民币升值, 又进一步压低了出口企业的利润。
- **产品升级是出路。**由于冰箱的集中度低 (如上文图表 10), 出口企业不具备直接提价的能力。面对利润越来越低, 企业发展必须生产附加值更高产品, 如大容量冰箱, 变频冰箱等。

图表11: 2010年6月以来CPI一直处于高位



来源: 华通人, wind, 国金证券研究所

图表12: 2011年初至今美元对人民币汇率



公司分析: 具备差异化竞争优势

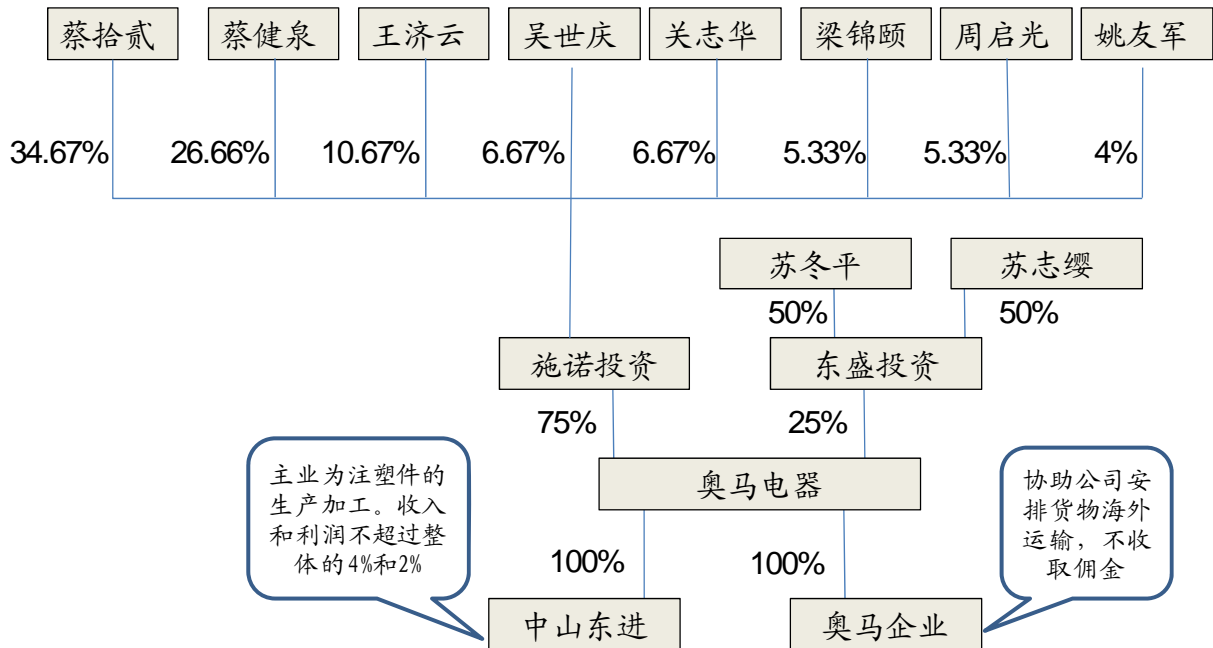
优秀的管理团队是公司最大的竞争优势

平均拥有 15 年以上冰箱行业经验的管理团队是公司所有竞争优势的源泉。

- **主要管理层均间接持有公司股份。**公司实际控制人是蔡拾贰和蔡健泉, 其它主要管理人员也通过施诺投资间接持有公司的股份 (图表 13)。其中蔡

拾贰和蔡健泉是堂叔侄关系；苏冬平和苏志纓是姐妹关系，苏冬平和公司副总经理张俊超是夫妻关系。

图表13: 本次发行前的股权结构图



来源：招股书，国金证券研究所

■ 管理层大多来自前科龙集团的容声冰箱团队

- 10年前科龙动荡成就了今日的奥马电器。2001年顾维军入主后科龙发生大动荡，由于理念不合等原因，蔡拾贰带领一批骨干出走创办奥马电器。除蔡健泉、梁锦颐和周启光外，奥马电器控股股东均有科龙背景。蔡拾贰曾担任前科龙集团副总裁、容声冰箱总经理；王济云曾担任科龙常务副总经理；吴世庆曾担任副总经理；关志华曾担任容声冰箱副总经理；姚友军曾为科龙国际营销副总经理。张俊超曾担任科龙容声冰箱经营部部长。
- 站在科龙的肩膀上。公司的研发、生产、营销等核心人员均来自科龙（图表14），相当于原科龙冰箱业务团队系统性转移，奥马电器拥有老科龙在冰箱业务上多年积累的经验，因而公司业务能快速上轨道。管理层之间理念一致，沟通顺畅，因而团队稳定，这也是公司能快速发展的基础。

图表14: 管理层及核心技术人员多来自科龙

人员	原任科龙职务	现任奥马职务
蔡拾贰	集团副总裁、容声总经理	董事长、总经理
王济云	常务副总经理	副总、财务总监
吴世庆	副总、主管技术研发	副总，主管研发国内营销
关志华	容声副总、技术部长	副总，主管品质、工艺、设备等
张俊超	容声经营部长	副总，主管生产
姚友军	科龙国际营销高级经理	副总，主管国际市场营销
华筑亚	冰箱技术开发主任	研发部部长（核心技术人员）
王永清	设计科工程师	工艺设备部长（核心技术人员）

来源：招股书，国金证券研究所

认清市场形势，自我定位明智

在竞争激烈的冰箱行业，公司能从小做大很大程度上是因为找准了自己的生存空间，扬长避短，顺势而为。

- **起步阶段（2002-2004年）：以国内 ODM 为切入点。**2003 年公司实际运营后，面对国内已有的海尔、小天鹅、美菱、TCL 等知名品牌，公司选择为这些品牌进行 ODM，一方面提升公司的产品设计、生产能力，另一方面，在资金有限的情况下避免与其他品牌在终端的直接竞争，赢得成长时间和空间。目前随着公司在国内市场向 OBM 转型，国内 ODM 客户逐渐减少，收入萎缩（图表 15）。

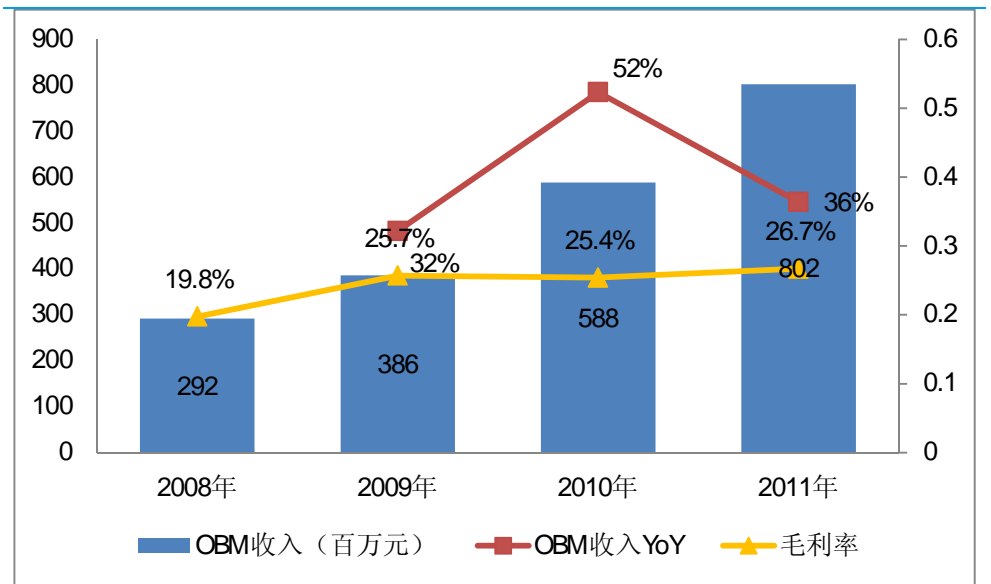
图表15: 国内 ODM 业务完成历史使命，近年收入逐渐减小

客户	2008年	2009年	2010年	2011年
TCL	216576	193877	435811	361895
万宝	--	41154	33861	--
美菱	96477	38961	3493	--
美的荣事达	339919	26976	--	--
其他	132332	4732	1100	19534
合计	785304	305700	474265	381429

来源：招股书，国金证券研究所

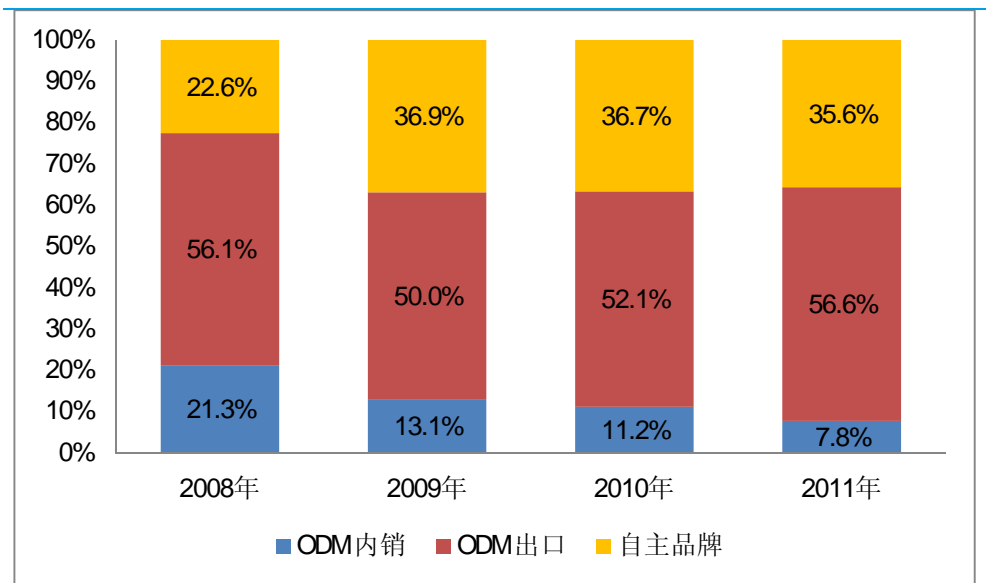
- **进军海外（2005-2006年）：开拓海外 ODM 业务，实现规模化。**作为加工企业必须扩大规模才能生存，海外 ODM 相对简单，不需营销网络、不需培育品牌、不需建立服务体系，而且借助原来在科龙时期的积累，能迅速赢得海外冰箱客户的订单。公司先后与惠而浦、candy、伊莱克斯等知名品牌合作，规模迅速上升。到 2007 年销售规模达 250 万台，其中 150 万台为出口。
- **现阶段（2007 年至今）：ODM 和 OBM 并行发展。**国内冰箱厂商纷纷扩产能后，国内 ODM 势必受影响，自有品牌建设十分有必要。ODM 业务运行顺畅且上规模后，公司向品牌延伸。相比海尔美的，公司自主品牌溢价能力弱，必须主打高性价比。因此公司以县级、乡镇市场为目标，迎合消费者注重性价比高的心理。自有品牌收入快速增长（图表 16），对公司毛利贡献的不断提升（图表 17）。公司在自有品牌营销方面主要做了三件事：
 - **扩渠道：**增加三四级市场覆盖面，进入部分一级市场如广东。2009 年进入综合超市系统销售，销售额从 0.57 亿提升至 2011 年的 2.63 亿元。
 - **创形象：**先后聘请蒋雯丽、赵薇做形象代言人，在中央台做广告。
 - **靠政策：**中标家电下乡，2011 年公司家电下乡产品收入 4.2 亿元，占 OBM 总收入的 52%（图表 18）。家电下乡政策逐渐退出对公司有较大压力。未来增长需要渠道进一步开拓，竞争加剧也将使公司净利润面临下降压力。

图表16: OBM 业务收入、增速、毛利率



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表17: 自主品牌对毛利贡献不断提升



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表18: 家电下乡产品销售为公司 OBM 业务的主要构成

年份	销售额 (亿元)			
	家电下乡	非家电下乡	合计	家电下乡占比
2011年	4.2	3.9	8.0	52%
2010年	1.9	3.9	5.9	33%
2009年	1.5	2.3	3.9	40%
2008年		2.9	2.9	

来源: 招股书, 国金证券研究所

产品结构优化, 大容量冰箱占比提升

除靠品牌产品溢价外，产品结构优化是冰箱企业提升毛利水平的另一重要手段。公司通过提高容积在 200L 以上大容量冰箱销售，毛利率不断提升。

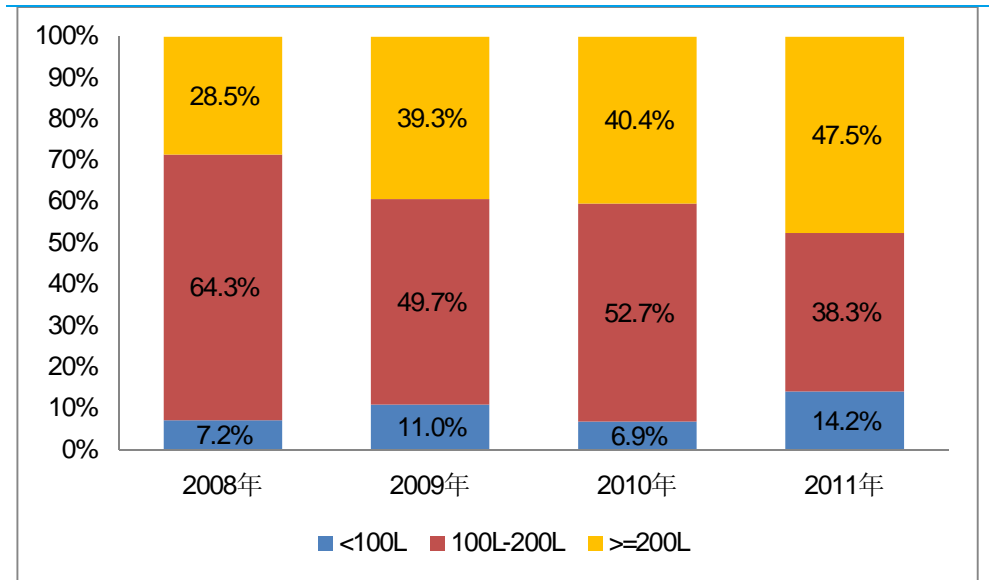
- 大容量冰箱贡献更多的毛利。2008 年底的经济危机，大容量冰箱订单更多地向国内转移，而且运费并不高，平均每台运费不足产品均价的 1%（图表 19）。公司抓住机遇，200L 以上大冰箱的销售额大幅增长。2011 年 200L 以上冰箱产生的毛利占比达 48%（图表 20）。

图表19: 出口产品的运输费用

	2009年	2010年	2011年
运费（元/台）	3.2	5.2	4.2
产品均价	655.6	633.0	679.0
运费比产品均价	0.5%	0.8%	0.6%

来源：招股书，国金证券研究所

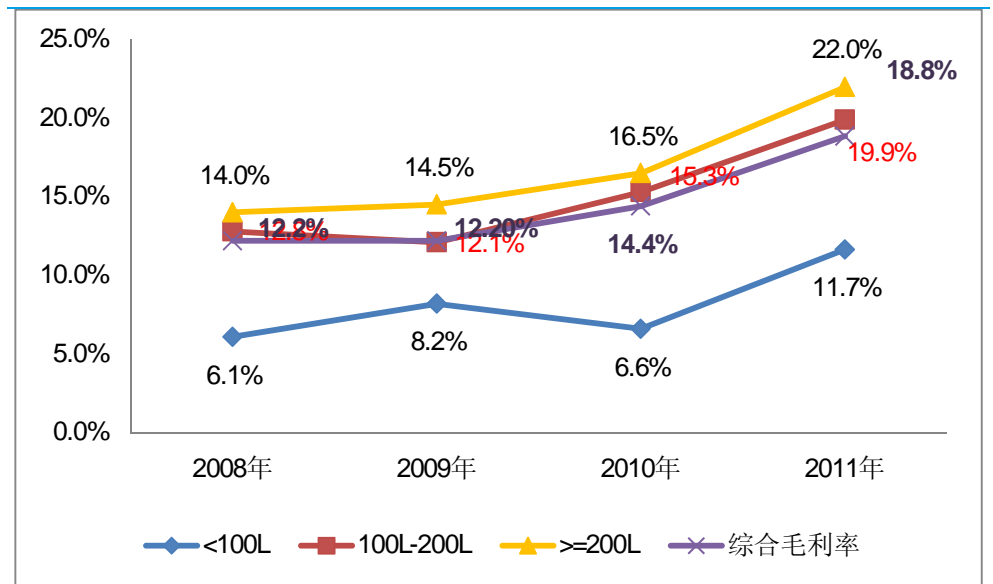
图表20: 200L 以上大容量冰箱的毛利占总毛利的比例不断提升



来源：招股书，国金证券研究所

- 大容量冰箱毛利率好于小容量冰箱，拉动整体毛利率（图表 21）。容积 100L 以内的冰箱产品同质化严重，且需求在萎缩，因而毛利率较低。200L 以上冰箱在 2011 年的毛利大幅提升是因为随着自主品牌知名度提升，“Homa 奥马”品牌的大容量冰箱销售提升。

图表21: 大容量冰箱提升整体毛利率水平



来源: 招股书, 国金证券研究所

未来增长, 营销是关键

公司最大海外收入来源是欧洲, 欧洲深陷债务危机不见好转对公司影响较大, 国内市场经历过去几年高增长后, 增速已明显放缓, 公司能否保持增长关键是营销。

- 海外开发新兴市场, 从全球冰箱需求来看, 欧洲约占 20% (图表 22)。公司海外收入集中来自欧洲, 在其他地区还有很大市场空间 (图表 23)。公司计划未来在亚洲、美洲等薄弱地区设立营销分支机构, 合作设立生产基地。目前已同一些客户开展合作, 并积极储备国际营销人才。

图表22: 2009 年全球冰箱市场需求结构

需求量 (百万台)	2009年	占比	2010年	占比
亚洲	75	52%	94	56%
欧洲	32	22%	34	20%
美洲	31	22%	34	20%
大洋洲及其他	6	4%	6	4%
合计	144	100%	168	100%

来源: 产业在线《2009 年全球冰箱 (冰柜) 生产布局及市场分析研究报告》, 招股书, 国金证券研究所

图表23: 公司海外各地区收入占总收入比重

收入占比	2008年	2009年	2010年	2011年
海外	52.1%	70.4%	64.3%	64.1%
其中: 欧洲	45.6%	61.0%	50.2%	41.2%
美洲	1.4%	1.9%	1.8%	3.7%
亚洲	0.7%	2.6%	2.5%	4.1%
大洋洲及其他	4.3%	5.0%	9.8%	15.0%

- 国内市场, 开拓渠道同时需做好渠道管理。公司目前有 7000 多个销售网点, 未来将继续发展经销商, 并加大商超 (如大润发、沃尔玛、家乐福、乐购等) 销售。并适当进入大连锁 (国美、苏宁) 及新型渠道 (京东商城)。明年家电下乡政策退出, 各厂家将加大促销力度, 经销商也会争夺市场, 渠道价格平衡和促销策划将考验公司的营销能力。

募投项目

募投项目提升产品力并完善销售网络

- 提升产品附加值，提高产品性价比，发展自有品牌在冰箱行业的产品具体化就是多门冰箱、大容量冰箱。公司募投项目（图表 24）将优化公司产品结构，并扩展营销网络，促进自有品牌销售。

图表24: 募投项目

项目名称 (万元)	项目总投资	使用募集资金
新增产能项目		
多门大容量节能冰箱（五厂一期）新建项目	35,458.60	35,458.60
大容量风冷冰箱和冰柜（一厂）改扩建项目	23,383.40	23,383.40
关键部件及研发销售配套项目		
工程技术研发中心项目	2,986.10	2,986.10
国内市场营销网络建设项目	3,000.00	3,000.00
关键部件（蒸发器）新建项目	2,997.80	3,000.00
合计	67,825.90	67,825.90

来源：招股书，国金证券研究所

公司盈利预测

- 收入预测：三块业务模式中：内销 ODM 在收缩（图表 25），出口 ODM 受海外经济影响较大，自主品牌靠扩渠道可继续快速增长。
 - 出口方面公司仍将保持国内领先，随着欧债影响逐渐减弱，公司出口 ODM 增长将恢复。
 - 内销方面，总体呈上升趋势。国内 ODM 业务毛利率低而且与自主品牌存在一定冲突，因此公司主动减少客户，销售规模亦呈下降趋势。自主品牌是公司开拓重点，通过营销网点的增加，能有效拉动销售，未来将快速增长。
 - 产品升级，公司产品单价逐年有小幅增长。
- 费用预测：
 - 未来公司在营销网络建设上的投入将带来销售费用和管理费用的提高，预计未来三年销售费用率为 6.5%、6.2%、6.1%；管理费用率分别为 6.3%、6.0%、5.8%。
- 预计公司 2012 年-2014 年公司收入分别为 37.7、44.1、52.0 亿元，增速为 18.1%、16.8%、17.9%；净利润为 1.80、2.18、2.66 亿元，增速为 23.2%、21.6%、22.1%。

图表25: 奥马电器分业务销售收入及毛利率预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
冰箱						
销售收入 (百万元)	2,193.25	2,828.76	3,192.59	3,772.49	4,406.32	5,196.53
增长率 (YOY)	4.61%	28.98%	12.86%	18.16%	16.80%	17.93%
毛利率	19.88%	21.56%	30.39%	18.41%	18.32%	18.24%
销售成本 (百万元)	1,924.70	2,218.78	2,222.25	3,077.91	3,599.25	4,248.89
增长率 (YOY)	4.50%	15.28%	0.16%	38.50%	16.94%	18.05%
毛利 (百万元)	268.55	609.97	970.34	694.58	807.07	947.63
增长率 (YOY)	5.42%	127.14%	59.08%	-28.42%	16.20%	17.42%
占总销售额比重	99.93%	100.00%	99.95%	99.97%	99.98%	99.98%
占主营业务利润比重	99.39%	149.86%	160.90%	99.86%	99.96%	99.97%
其中: 国外ODM						
平均售价 (元/件)	655.64	633.41	679.23	706.40	720.52	734.93
增长率 (YOY)	-16.53%	-3.39%	7.23%	4.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (千件)	2,356.30	2,870.40	3,011.90	3,252.85	3,578.14	3,935.95
增长率 (YOY)	69.43%	21.82%	4.93%	8.00%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	1,544.88	1,818.13	2,045.76	2,297.80	2,578.13	2,892.67
增长率 (YOY)	41.43%	17.69%	12.52%	12.32%	12.20%	12.20%
毛利率	8.70%	11.66%	16.63%	16.00%	15.50%	15.00%
销售成本 (百万元)	1,410.48	949.46	1,410.47	1,930.15	2,178.52	2,458.77
增长率 (YOY)	48.56%	-32.69%	48.56%	36.84%	12.87%	12.86%
毛利 (百万元)	134.40	868.67	635.29	367.65	399.61	433.90
增长率 (YOY)	-5.93%	546.31%	-26.87%	-42.13%	8.69%	8.58%
占总销售额比重	70.39%	64.27%	64.05%	60.89%	58.50%	55.65%
占主营业务利润比重	49.75%	213.41%	105.34%	52.85%	49.49%	45.77%
国内 ODM						
平均售价 (元/件)	859.82	891.09	903.07	921.13	939.55	958.34
增长率 (YOY)	-5.20%	3.64%	1.34%	2.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (千件)	305.70	474.27	381.43	411.94	391.35	371.78
增长率 (YOY)	-61.07%	55.14%	-19.57%	8.00%	-5.00%	-5.00%
销售收入 (百万元)	262.85	422.61	344.46	379.45	367.69	356.29
增长率 (YOY)	-63.10%	60.78%	-18.49%	10.16%	-3.10%	-3.10%
毛利率	13.34%	10.81%	13.62%	14.00%	13.50%	13.00%
销售成本 (百万元)	227.78	376.93	297.54	326.33	318.05	309.97
增长率 (YOY)	-65.39%	65.48%	-21.06%	9.68%	-2.54%	-2.54%
毛利 (百万元)	35.06	45.68	46.91	53.12	49.64	46.32
增长率 (YOY)	-35.31%	30.29%	2.69%	13.23%	-6.56%	-6.69%
占总销售额比重	11.98%	14.94%	10.78%	10.06%	8.34%	6.86%
占主营业务利润比重	12.98%	11.22%	7.78%	7.64%	6.15%	4.89%
国内 自主品牌						
平均售价 (元/件)	857.41	972.03	989.28	1,038.74	1,090.68	1,145.21
增长率 (YOY)	-15.79%	13.37%	1.77%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (千件)	449.63	604.94	811.07	1,054.39	1,339.07	1,700.62
增长率 (YOY)	56.77%	34.54%	34.07%	30.00%	27.00%	27.00%
销售收入 (百万元)	385.52	588.02	802.37	1,095.23	1,460.49	1,947.57
增长率 (YOY)	32.01%	52.53%	36.45%	36.50%	33.35%	33.35%
毛利率	25.70%	25.38%	26.72%	25.00%	24.50%	24.00%
销售成本 (百万元)	286.44	892.40	514.23	821.42	1,102.67	1,480.15
增长率 (YOY)	22.23%	211.55%	-42.38%	59.74%	34.24%	34.23%
毛利 (百万元)	99.08	-304.38	288.14	273.81	357.82	467.42
增长率 (YOY)	71.79%	-407.21%	-194.66%	-4.97%	30.68%	30.63%
占总销售额比重	17.56%	20.79%	25.12%	29.02%	33.14%	37.47%
占主营业务利润比重	36.67%	-74.78%	47.78%	39.36%	44.32%	49.31%
其他						
销售收入 (百万元)	1.64	0.12	1.52	1.00	1.00	1.00
销售总收入 (百万元)	2194.89	2828.88	3194.11	3773.49	4407.32	5197.53
销售总成本 (百万元)	1924.71	2421.84	2591.04	3077.91	3599.92	4249.57
毛利 (百万元)	270.18	407.04	603.07	695.58	807.39	947.96
平均毛利率	12.31%	14.39%	18.88%	18.43%	18.32%	18.24%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

估值与定价

- 如图表 26、27，相比海信科龙和美菱电器，奥马电器销售规模更具增长空间，且确定性更强，因此我们认为公司合理估值为 13-15X12PE，合理价位为 14.17-16.35 元。建议询价区间为 12.54-14.17 元，对应 11.5-13X12PE。

图表26: 冰箱相关上市企业业绩预估及估值

相关公司	收盘价	EPS			11-13 复合增速	PE		
		11 年	12 年 E	13 年 E		11A	12E	13E
青岛海尔	11.16	1.01	1.20	1.33	15%	11.0	9.3	8.4
美的电器	13.46	1.09	1.32	1.57	20%	12.3	10.2	8.6
ST 科龙	4.24	0.34	0.33	0.45	16%	12.7	13.0	9.5
美菱电器	5.16	0.36	0.42	0.51	19%	14.3	12.3	10.0
奥马电器		0.88	1.09	1.32	22%			

来源: wind, 国金证券研究所

图表27: 冰箱销售规模比较

2011 年规模 (万台)	外销	内销	合计
青岛海尔	135	1472	1607
美的电器	237	804	1041
海信科龙	206	524	730
美菱电器	59	386	445
奥马电器	301	119	420

来源: 产业在线, 国金证券研究所

风险提示

- 海外经济无法如期复苏的话将导致外销 ODM 订单增速低于预期。
- 家电下乡政策退出前后国内三四级市场竞争将加剧，届时公司自有品牌销量或利润率有低于预期的可能性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,195	2,829	3,194	3,773	4,407	5,198
增长率		28.9%	12.9%	18.1%	16.8%	17.9%
主营业务成本	-1,925	-2,422	-2,591	-3,078	-3,600	-4,250
%销售收入	87.7%	85.6%	81.1%	81.6%	81.7%	81.8%
毛利	270	407	603	696	807	948
%销售收入	12.3%	14.4%	18.9%	18.4%	18.3%	18.2%
营业税金及附加	0	-1	-7	-1	-1	-1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-79	-141	-196	-245	-273	-317
%销售收入	3.6%	5.0%	6.1%	6.5%	6.2%	6.1%
管理费用	-100	-145	-188	-238	-264	-301
%销售收入	4.5%	5.1%	5.9%	6.3%	6.0%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	91	120	212	212	269	328
%销售收入	4.2%	4.3%	6.6%	5.6%	6.1%	6.3%
财务费用	-17	-17	-41	-10	-22	-22
%销售收入	0.8%	0.6%	1.3%	0.3%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-2	1	-5	-7	-6	-9
公允价值变动收益	5	23	-22	0	0	0
投资收益	3	22	21	10	10	10
%税前利润	3.2%	14.2%	12.5%	4.7%	3.9%	3.2%
营业利润	80	149	165	205	251	307
营业利润率	3.7%	5.3%	5.2%	5.4%	5.7%	5.9%
营业外收支	5	6	7	6	6	6
税前利润	85	156	172	211	257	313
利润率	3.9%	5.5%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%
所得税	-15	-24	-26	-32	-39	-47
所得税率	17.5%	15.5%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	71	131	146	180	218	266
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	71	131	146	180	218	266
净利率	3.2%	4.6%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	71	131	146	180	218	266
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	74	101	121
非经营收益	-5	-23	0	18	34	35
营运资金变动	0	0	0	-123	4	12
经营活动现金净流	65	109	146	149	357	435
资本开支	-19	-148	0	-350	-353	-304
投资	0	-5	0	-1	0	0
其他	0	0	0	10	10	10
投资活动现金净流	-19	-153	0	-341	-343	-294
股权募资	0	0	0	0	-39	0
债权募资	97	-71	0	611	142	-90
其他	-26	18	0	-31	-50	-51
筹资活动现金净流	71	-53	0	580	53	-141
现金净流量	117	-97	146	388	67	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	282	313	512	900	967	967
应收款项	282	270	362	687	774	906
存货	222	324	409	438	503	582
其他流动资产	163	176	163	192	223	262
流动资产	948	1,083	1,447	2,218	2,467	2,717
%总资产	88.1%	79.6%	75.6%	74.7%	70.9%	69.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	109	229	385	680	946	1,145
%总资产	10.1%	16.9%	20.1%	22.9%	27.2%	29.1%
无形资产	17	46	76	67	66	64
非流动资产	128	278	466	750	1,014	1,211
%总资产	11.9%	20.4%	24.4%	25.3%	29.1%	30.8%
资产总计	1,076	1,361	1,913	2,968	3,481	3,929
短期借款	132	174	190	801	943	852
应付款项	640	761	1,051	1,277	1,462	1,726
其他流动负债	-12	-26	-2	38	44	52
流动负债	760	910	1,239	2,115	2,449	2,630
长期贷款	0	0	80	80	80	81
其他长期负债	1	4	1	0	0	0
负债	760	914	1,320	2,195	2,529	2,711
普通股股东权益	316	447	593	773	951	1,218
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,076	1,361	1,913	2,968	3,481	3,929

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.569	1.060	1.175	1.086	1.320	1.611
每股净资产	2.547	3.608	4.783	6.230	7.673	9.821
每股经营现金净流	-0.483	2.095	0.000	1.200	2.882	3.512
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.33%	29.39%	24.57%	23.24%	22.94%	21.88%
总资产收益率	6.55%	9.66%	7.62%	6.05%	6.27%	6.78%
投入资本收益率	16.82%	16.25%	20.74%	10.89%	11.57%	12.98%
增长率						
主营业务收入增长率	4.66%	28.88%	12.91%	18.14%	16.80%	17.93%
EBIT增长率	6.24%	31.53%	76.05%	0.04%	26.91%	22.17%
净利润增长率	35.17%	86.39%	10.80%	23.22%	21.57%	22.07%
总资产增长率	16.69%	26.46%	40.55%	55.15%	17.28%	12.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.4	29.2	30.4	32.0	30.0	30.0
存货周转天数	37.9	41.2	51.6	52.0	51.0	50.0
应付账款周转天数	50.5	48.5	47.2	46.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	18.1	18.6	31.2	45.2	44.2	37.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.08%	-37.24%	-41.74%	-3.15%	5.33%	-3.24%
EBIT利息保障倍数	5.3	7.1	5.2	21.2	12.2	14.7
资产负债率	70.65%	67.13%	69.00%	73.97%	72.67%	69.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B