

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

## 冰箱行业后起之秀

### 奥马电器(002668)公司分析

## 研究报告-公司分析

发布日期: 2012-03-28

### 市场数据 ( )

收盘价 (元)

一年内最高/最低 (元) /

沪深300指数

市净率 (倍)

流通市值 (亿元)

### 基础数据 (2011-12-31)

每股净资产 (元) 4.78

每股经营现金流 (元)

毛利率 (%) 18.88

净资产收益率 (%) 24.57

资产负债率 (%) 68.9968.99

总股本/流通股 (万股) /

B股/H股 (万股) /

### 个股相对沪深300指数走势

### 相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 报告关键要素:

公司是国内冰箱行业后起之秀,拥有出色的成本控制能力与快速交货能力,使公司迅速成长为国内冰箱行业出口冠军。看好公司未来在美国、日本市场 ODM 业务增长潜力与国内 OBM 稳步推进。

### 投资要点:

- 公司拥有一个经验丰富的管理团队,该团队在公司成立伊始,在公司通用产品研发平台与技术路线图上的正确选择造就了公司核心竞争优势。
- 通用研发平台使公司大幅降低了研发、生产成本,并使用共线生产成为可能,帮助公司拥有了 ODM 业务核心竞争优势:成本管控与集中交付能力、
- 美日 ODM 业务拓展将是公司未来成长主要推动力。目前,欧洲是公司出口核心市场,随着美国、日本对家电节能标准日益提高,未来美国、日本 ODM 业务有望迎来一轮高成长。
- 公司此次发行募集资金主要用于新增 280 万台多门、大容量冰箱、冰柜产能,投产后公司产能与产品结构都有望上一个台阶。
- 预计公司 2012 年和 2013 年的每股收益分别为 1.17 元和 1.34 元,根据当前白电板块估值水平,给予公司 2012 年动态市盈率 10-12 倍作为公司合理估值,公司股价应为 11.79 元-14.04 元,鉴于公司 11 元的发行价格,建议积极申购。
- 风险提示: 1、2011 年年底部分家电消费刺激政策退出,国内冰箱销售低于预期, 2、欧债危机可能导致公司传统 ODM 市场陷入衰退

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	28.29	31.94	37.11	43.57
增长比率 (%)	28.88%	12.91%	16.19%	17.39%
净利润 (亿元)	1.31	1.46	1.93	2.21
增长比率 (%)	86.39%	10.80%	32.53%	14.44%
每股收益 (元)	1.06	1.17	1.17	1.34
市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00

## 1. 冰箱代工后起之秀

### 1.1 代工起步，快速成长

公司成立于2002年，是国内最大的冰箱ODM生产、出口企业。成立伊始，公司依靠ODM模式在竞争激烈且行业格局已相对稳定的冰箱市场实现飞速发展。公司冰箱产销量从2003年的4万台飞速增长至2011年的420.44万台，连续三年蝉联国内冰箱出口冠军。公司ODM客户不仅有海外白电龙头，更有国内家电龙头。2011年，公司营业收入中64%来自于海外ODM业务，11%来自于国内ODM收入，另25%来自于国内OBM（自有品牌销售）业务。由此可见，公司竞争优势并不仅仅局限于国内白电集群聚集效应与劳动力价格优势，其具有预见性的策略选择与优秀的管控能力也是其成本优势来源之一。

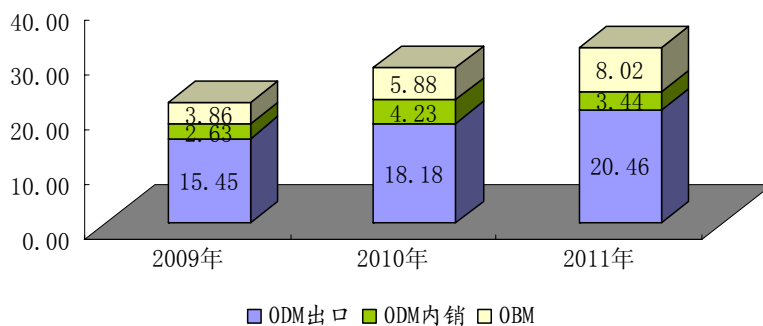
表1：公司连续三年蝉联国内冰箱出口冠军

公司	出口量（万台）		
	2009年	2010年	2011年
奥马电器	235.63	287.04	301.19
美的电器	121.91	202.4	236.9
海信科龙	189.72	216	206.2
青岛海尔	86.87	149.1	135.4
三星	110.4	132.8	113.2

资料来源：产业在线、中原证券整理

图1：公司主营构成变动情况

单位：亿元

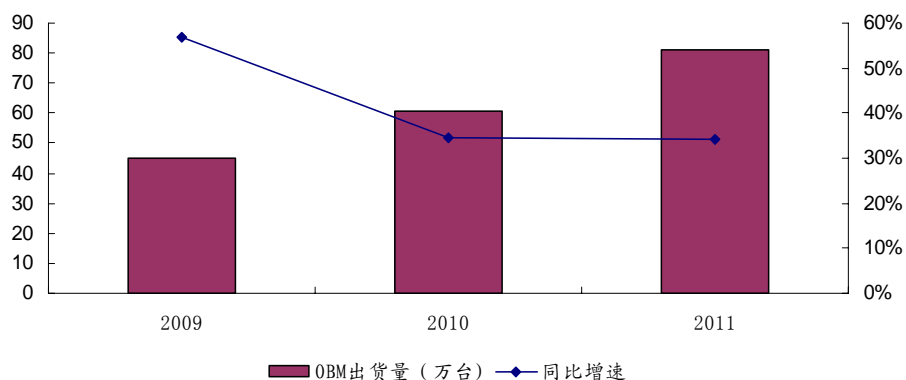


资料来源：公司公告、中原证券

### 1.2 OBM稳步推进

公司自有品牌建设始于2006年下半年，由于此时ODM业务已形成一定规模，OBM业务受益于良好的产品平台与成本摊销，取得了较高的成长性。2009年、2010年和2011年公司OBM分别销售冰箱44.96万台、60.49万台和81.11万台，同比增速分别为56.77%、34.54%和34.09%，内销市场占有率逐年提升，中怡康数据显示，2011年公司国内市场占有率为1.52%，国内市场排名第十一位。总体而言，公司在国内冰箱市场处于跟随者，其产品定位较低端，渠道也主要集中在价格敏感度较高的农村市场、一二级市场超市渠道和电商渠道。

图2: 公司主要产品营收波动与行业出货量对比

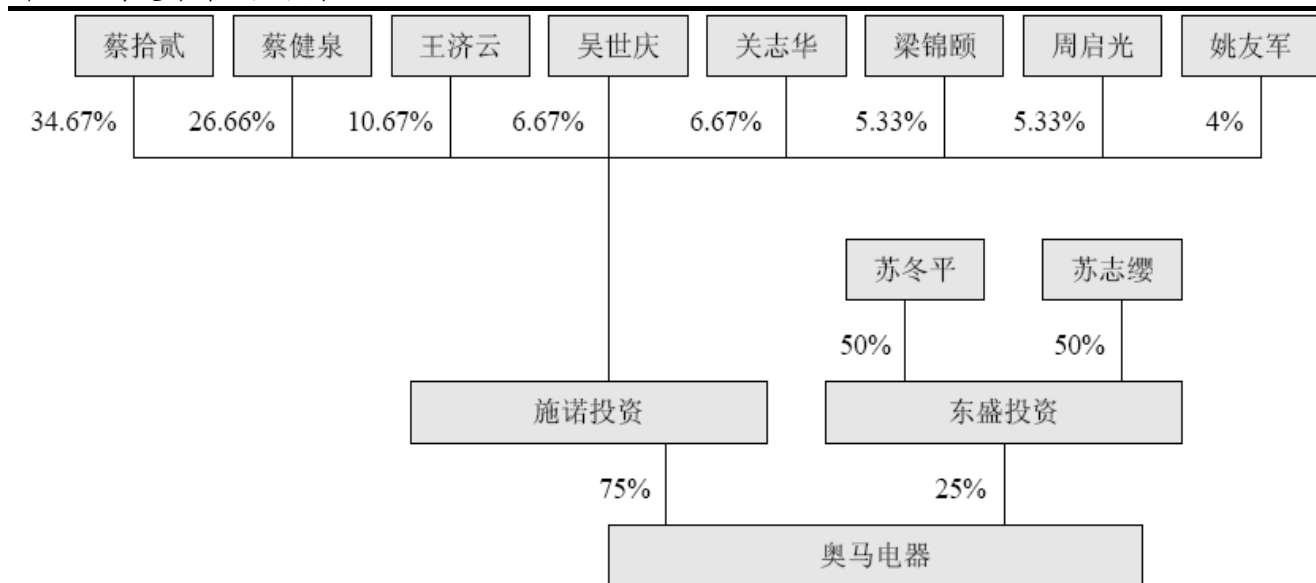


资料来源: 中原证券、公司公告

### 1.3 行业经验丰富管理团队支撑公司高速发展

2002年, 家电行业已步入成熟期, 市场格局相对稳定, 行业进入门槛明显提高。公司依然能站稳脚跟并取得较快的发展速度, 行业经验丰富的管理团队功不可没。公司现有股东与高管团队中有四位曾在科龙分别担任总经理、研发副总、常务副总和国际营销高级经理。其丰富的行业经验帮组公司较好的把握产品定位、市场策略和技术路线。

图3: 公司发行前股权结构



资料来源: 中原证券、公司公告

## 2、 成本优势是公司核心竞争力

### 2.1 通用产品平台获得成本优势

快速交货能力与超强成本控制能力是公司ODM业务核心优势。而通用产品平台是快速交货与成本优势的有力保障。与管理层交流中获悉, 公司在成立之初就研发高度标准化的通用产品平台。该策略帮组公司获得了多项优势:

- 通用产品平台，分摊磨具开发成本。
- 单一型号出货量低于竞争对手的情况下，但相同产品平台基础上发展的不同型号大部分零配件可通用，此类零配件集中采购，采购量更大，单价更有优势。
- 生产标准化，培训与生产成本更有优势。
- 使高度通用的产品生产平台成为可能，共线生产与快速交交货能力获得提升。

## 2.2 低价策略无损公司盈利能力

低价策略是公司获得ODM订单与推进OBM业务主要手段,由于良好的成本控制能力,价格竞争策略无损公司盈利能力。公司ODM占比较高,公司毛利率略低于行业平均水平,但由于ODM模式下销售费率较低,公司净利润率仍旧保持在较好水平。

表2: 公司净利润率保持较好水平

公司	2009	2010	1H2011
<b>奥马电器</b>	<b>3.21%</b>	<b>4.65%</b>	<b>3.94%</b>
美菱电器	4.76%	3.97%	2.22%
ST 科龙	1.59%	3.37%	2.65%
澳柯玛	1.79%	1.83%	0.99%
青岛海尔	4.17%	4.66%	5.24%
美的电器	5.32%	5.42%	4.01%
<b>行业平均</b>	<b>4.35%</b>	<b>4.27%</b>	<b>4.19%</b>

资料来源: 中原证券、WIND、公司公告

## 3、 未来成长看点颇多

### 3.1 海外ODM期待更大突破

#### 3.1.1 进入美国、日本市场技术障碍正转变成技术优势

未来海外ODM仍将是公司最具有潜力的业务,虽然公司已三年蝉联冰箱出口冠军,但其主要出口市场集中在欧洲,2011年,公司对欧洲出口占到公司海外ODM业务收入的64.26%,远高于行业平均水平。而对美洲与亚洲出口收入分别仅占公司海外业务收入的5.82%和6.45%。造成这种情况的部分原因是公司冰箱采用R600a制冷剂,其相对于R134a制冷剂具有能效比更高的优点,但由于其具有易燃易爆性,R600a的加工工艺较复杂,生产成本也更高。欧洲早在2009年7月1日将能耗准入标准提高到A级,公司产品得以凭借R600a高能效优势切入市场。而前期,美国与日本均未采取较严格的强制性市场准入标准,故R134a制冷剂仍是冰箱市场主流,技术路线图不匹配成为公司进入美国、日本市场主要障碍。

目前，节能已成为全球共识，美国与日本政府均对家用电器提供节能补贴，当地主流品牌也已逐步接受将R600a作为冰箱产品制冷剂，公司大规模进入美国与日本市场的技术障碍正逐步消失，我们在与公司交流中获悉，伊莱克斯美国分公司与日本夏普电器均已与公司签订了ODM定制合同。未来，公司ODM业务在美日市场增长潜力巨大。

### 3.1.2 海外市场危中蕴机

2012年，预计欧洲仍将处于债务危机阴影之下，美日经济也难言全面复苏，预计发达国家家电需求增长乏力。但发达国家家电已成家庭生活必需品，更新需求较具刚性。经济危机仅能使相关国家的产品消费结构下移，并对欧美家电企业提出更高的成本控制要求，白电行业产业转移有加速趋势。由于公司特殊的产品定位与绝对成本优势，此轮危机对公司而言危中蕴机。因此，预计海外ODM业务增长仍将是公司2012年增长主要推动力。

### 3.2 OBM仍将稳健增长

OBM业务虽然起步较晚，公司根据产品定位与成本优势，将农村市场、一二线城市连锁超市和家电电商作为重点突破，并有选择的尝试进入一些区域性家电连锁。2011年，公司OBM业务实现营业收入约8.02亿元，2009年-2011年复合增长率为44%。在连锁超市、电商等渠道取得了不错的销售业绩，公司在国内主要超市渠道内的市场排名位列前三，在京东商城冰箱市场占有率位列第二。产品性价比优势是公司能在较短时间内在部分渠道取得突破主要原因。

整体而言。OBM业务仍将采取稳健的发展模式，在网点拓展上，公司将坚持独立核算，不会在OBM业务上急于求成，不考虑成本大肆扩张，能否实现盈亏平衡是公司判断网点开拓价值的核心标准之一。

## 4、募投项目助力公司更上一层楼

公司此次IPO拟发行4135万股，募集资金约4.55亿元，用于新增产能项目与关键零部件及研发销售配套项目。

2011年，公司实现产销冰箱420万台，已接近450万台每年的产能极限，公司此次新增产能项目将有助于公司突破未来可能出现的产能瓶颈。该扩张项目包括多门大容量节能冰箱新建项目（新增大容量冰箱产能180万台）和大容量风冷冰箱和冰柜改扩建项目（新增风冷冰箱和冰柜各50万台）。这二个项目建成后，公司产能将新增产能280万台至730万台。

关键零部件与研发销售配套项目包括研发中心项目、国内营销网络建设项目与关键零配件（增发器）项目项目。预计这些项目建成后将改善公司研发能力与国内自有品牌销售能力，同时有助于公司通过核心零配件自制进一步提高成本控制能力。

由于公司拟投项目总投资可能超过本次发行所能募集的资金，预计公司将根据项目优先等级对相关项目作出规划。

表3: 公司新增产能项目

产能改扩建项目	建设周期	总投入	新增产能	内部收益率
多门大容量节能冰箱新建项目	2年	35458万元	180万台	22.13%
大容量风冷冰箱和冰柜改扩建项目	2年	23383万元	冰箱冰柜各50万台	23.39%
关键零部件(增发器)新建项目	1年	2998万元	增发器100万台	23.23%

资料来源: 中原证券研究所、公司公告

表4: 公司研发中心与营销网络建设项目

产能改扩建项目	建设周期	总投入
工程技术研发中心项目	1年	2986万元
国内营销网络建设项目	28个月	3000万元

资料来源: 中原证券研究所、公司公告

## 5、投资建议

预计公司2012年和2013年的每股收益分别为1.17元和1.34元，根据当前白电板块估值水平，给予公司2012年动态市盈率10-12倍作为公司合理估值，公司股价应为11.79元-14.04元，鉴于公司11元的发行价格，建议积极申购。

表5: 行业估值表

板块	证券简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2011	2012	2013	2011Q3		2010A	2011E	2012E		
白色家电	美的电器	1.09	1.12	1.28	5.65	13.3	12.20	11.88	10.39	2.35	增持
	格力电器	1.95	2.31	2.52	5.72	20.58	10.55	8.91	8.17	3.60	买入
	青岛海尔	1.02	1.1	1.24	3	10.55	10.34	9.59	8.51	3.52	买入
	小天鹅	0.72	0.79	0.93	5.4	10.05	13.96	12.72	10.81	1.86	增持
	合肥三洋	0.6	0.62	0.72	2.35	7.86	13.10	12.68	10.92	3.34	增持
	美菱电器	0.17	0.19	0.21	4.43	4.95	29.12	26.05	23.57	1.12	增持

资料来源: 中原证券

## 6、风险提示

- 1、2011年年底部分家电消费刺激政策退出，国内冰箱销售低于预期
- 2、欧债危机可能导致公司传统ODM市场陷入衰退



表 6: 盈利预测

资产负债表	(亿元)				利润表	(亿元)			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>14.47</b>	<b>18.67</b>	<b>21.50</b>	<b>27.65</b>	<b>营业收入</b>	31.94	37.76	44.41	53.56
现金	5.12	7.99	9.13	12.92	营业成本	25.91	30.53	35.88	43.21
交易性金融资产	0.05	0.05	0.00	0.00	营业税费	0.07	0.04	0.04	0.05
应收票据	0.45	0.53	0.62	0.75	销售费用	1.96	2.64	3.33	4.28
应收款项	3.17	3.80	4.48	5.41	管理费用	1.88	2.27	2.66	2.95
存货	4.09	4.56	5.35	6.45	财务费用	0.41	-0.09	-0.21	-0.29
其他	1.58	1.73	1.91	2.12	资产减值损失	0.05	0.03	0.03	0.03
<b>非流动资产</b>	<b>4.66</b>	<b>6.30</b>	<b>7.74</b>	<b>7.21</b>	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.21	0.00	0.00	0.04
固定资产	2.73	3.41	6.27	6.08	<b>营业利润</b>	1.65	2.33	2.68	3.36
无形资产	0.69	0.66	0.62	0.59	营业外收入	0.08	0.00	0.00	0.00
其他	1.24	2.24	0.85	0.54	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>19.13</b>	<b>24.97</b>	<b>29.25</b>	<b>34.86</b>	<b>利润总额</b>	1.72	2.33	2.68	3.36
<b>流动负债</b>	<b>12.22</b>	<b>11.53</b>	<b>13.54</b>	<b>16.30</b>	所得税	0.26	0.35	0.40	0.50
短期借款	1.90	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	1.46	1.98	2.28	2.86
应付帐款	3.22	4.27	5.02	6.05	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	0.39	0.42	0.45	0.50	<b>归属母公司净利润</b>	1.46	1.98	2.28	2.86
其他	6.71	6.84	8.06	9.75	<b>EPS (元)</b>	1.17	1.20	1.38	1.73
<b>长期负债</b>	<b>0.98</b>	<b>0.98</b>	<b>0.97</b>	<b>0.97</b>					
长期借款	0.80	0.80	0.80	0.80	<b>主要财务比率</b>				
其他	0.18	0.18	0.17	0.17		<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13.20</b>	<b>12.51</b>	<b>14.51</b>	<b>17.27</b>	<b>每股指标</b>				
股本	1.24	1.65	1.65	1.65	每股收益	1.17	1.20	1.38	1.73
资本公积金	0.77	4.91	4.91	4.91	每股经营现金	0.94	1.75	0.69	2.29
未分配利润	3.53	5.31	7.36	9.93	每股净资产	4.78	7.54	8.91	10.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>				
<b>母公司所有者权益</b>	<b>5.93</b>	<b>12.46</b>	<b>14.74</b>	<b>17.60</b>	营业收入增长率	12.91%	18.22%	17.61%	20.59%
<b>负债及权益合计</b>	<b>19.13</b>	<b>24.97</b>	<b>29.25</b>	<b>34.86</b>	营业利润增长率	10.85%	41.26%	14.78%	25.52%
					净利润增长率	10.80%	36.15%	14.78%	25.52%
<b>现金流量表</b>					<b>获利能力</b>				
					毛利率	18.88%	19.14%	19.22%	19.33%
					净利率	4.56%	5.25%	5.13%	5.34%
<b>经营活动现金流</b>	<b>3.02</b>	<b>2.16</b>	<b>2.87</b>	<b>3.61</b>	ROE	24.57%	15.92%	15.45%	16.24%
净利润	1.46	1.98	2.28	2.86	ROIC	20.29%	19.59%	18.69%	22.98%
资产减值准备	0.05	0.03	0.03	0.03	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	0.24	0.38	0.54	0.69	资产负债率	52.86%	42.76%	41.61%	41.14%
财务费用	0.41	-0.09	-0.21	-0.29	流动比率	1.18	1.62	1.59	1.70
投资收益	0.21	0.00	0.00	0.04	速动比率	0.85	1.22	1.19	1.30
营运资金变动	0.00	-0.15	0.24	0.36	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1.99</b>	<b>-2.00</b>	<b>-1.95</b>	<b>-0.11</b>	资产周转率	1.95	1.71	1.64	1.67
资本支出	0.00	-2.00	-2.00	-0.15	存货周转率	7.07	7.04	7.20	7.28
其他投资	-1.99	0.00	0.05	0.04	应收帐款周转率	12.01	10.92	10.82	10.94
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.13</b>	<b>2.73</b>	<b>0.21</b>	<b>0.29</b>					

借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	0.13	2.73	0.21	0.29	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1.16	2.89	1.14	3.79	PB	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
 同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
 弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。  
 负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。