

# 高性价比优势明显，未来看点在内销

奥马电器 (002668) 调研简报

推荐 (调高)

风险评级：一般风险

2012年7月9日

蒋孟钢

SAC 执业证书编号:

S0340109121961

电话: 0769-22110785

邮箱: JMG@dgzq.com.cn

## 投资要点:

- ◆ **品牌力迅速提升:** 公司上半年扩大销售队伍并增加传统网点覆盖率; 另外也加强市场推广力度, 2012年在推广投入与去年也会相应加大投入, 合理适当投入以前不曾涉足的电视广告, 如在中央电视台、各地方台已有相应投入, 极大的推动了公司品牌力。
- ◆ **募投主题项目进展顺利:** 公司近日公告中止了工程技术研发中心项目、国内市场营销网络建设项目、及关键部件(蒸发器)新建项目, 三个募投项目, 我们认为主要原因有三点 1、IPO 募集资金量的相对较小, 不能维持大规模的投入。2、项目短期没有投入产出比较低。3、公司自有资金要优先保证内销营销费用的增加。其他主体募投项目上, 五厂一期项目已基本达产一半, 大容量风冷冰箱和冰柜(一厂)改扩建项目暂时还未实施。
- ◆ **自主品牌内销方面:** 公司在上市后与供应商、代理商、银行实现共赢。IPO 本身也对公司内销有内在推动力, 虽然全行业整体依然基本处于小幅收缩的状态, 但公司内销由于基数较小、性价比高的内因, 仍然在迅速增长, 增长点主要有四个来源 1、在大润发、沃尔玛等综超连锁上稳定增长, 2 电商(公司在京东冰箱销量排名前三)公司从去年 9 月份开始进入电商, 电商收入约占内销总收入的 10%。3、加大与苏宁等 KA 的合作, 去年在珠海苏宁做试点, 效果比较理想, 目前已覆盖华南、福建及江西部分地区, 合计 100 多家分店。在广东苏宁地区白电收入占比进入前五。4、传统渠道商如专卖店、直营店等。我们预期全年自主品牌内销销售额可达 10 亿以上规模, 但公司相应的广告、专柜、展台、促销物料上投入也会相应增加。
- ◆ **给予推荐评级。** 预计公司 2012-2014 年收入为 38.6、44.8、52.7 亿元, 增速为 21.0%、16.0%、17.5%; EPS 为 1.02、1.24、1.49 元, 净利润增速 15.7%、21.2%、20.8%。对应当前股价的 PE 分别为 12.6、10.4 和 8.6 倍。因此我们调高公司评级, 给予推荐评级。

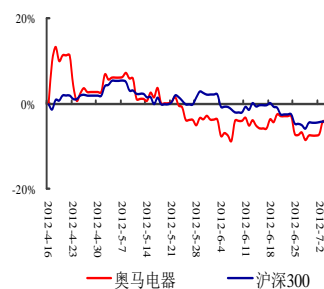
## 公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,194.11	3,864.87	4,484.41	5,270.07
同比%	12.91	21.00	16.03	17.52
归属母公司净利润(百万元)	145.69	168.63	204.37	246.79
同比%	10.80	15.74	21.19	20.76
毛利率%	18.88	19.20	19.20	19.20
ROE%	22.97	15.34	16.32	17.17
每股收益(元)	0.88	1.02	1.24	1.49
每股净资产(元)	4.78	6.65	7.57	8.69
市盈率(倍)	14.54	12.56	10.36	8.58
市净率(倍)	2.68	1.93	1.69	1.47

## 主要数据 2012年7月05日

收盘价(元)	12.81
总市值(亿元)	21.18
总股本(百万股)	165.35
流通股本(百万股)	33.10
ROE(TTM)	23.93%
12月最高价(元)	15.97
12月最低价(元)	12.22

## 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, wind

## 相关报告

奥马电器 (002668) 新股报告  
-电冰箱出口龙头, 国外产能转移优势明显

---

## 1. 募投项目进展情况及产能变化情况

公司近日公告中止了工程技术研发中心项目、国内市场营销网络建设项目、及关键部件（蒸发器）新建项目，三个募投项目，经过我们调研分析，我们认为主要原因有三点 1、IPO 募集资金量的相对较小，不能维持大规模的投入。2、砍掉的三个项目短期内投入产出比较低。3、公司自有资金要优先保证内销营销费用的增加及保证新增产能的投资。在仍旧保留的五厂一期项目及大容量风冷冰箱和冰柜（一厂）改扩建项目募上，五厂一期项目已基本达产一半，而大容量风冷冰箱和冰柜（一厂）改扩建项目暂时还未见有实际投入。

目前，五厂募投项目已先期开工 2 条线，日产最高峰可达 4500 台，后续仍可添加两条线，最大负荷日产能可达 8000-10000 台。我们预计今年五厂的综合产量是 50-60 万台，明后年可爬坡达产到 120 万台。

公司目前共有 5 家分厂，分别生产不同规格冰箱以及部分零配件产品。据我们现场了解的产能分布情况来看，1 分厂由于折旧摊销早已完成，产量稳定，目前是公司盈利主力。3 分厂单独做小容量冰箱，且有产能优势，4 分厂主要生产零部件。

## 2. 内销方面主要看点

公司内销主要分为，自主品牌内销以及国内其他品牌内销代工两大块业务。

自主品牌内销方面：公司与供应商、代理商、银行实现共赢。我们认为自主品牌内销收入全年有望跨入 10 亿的门槛，在外部投入方面，公司继续增大内销品牌、广告的投入，另外 IPO 对公司内销也有内在推动力，虽然全行业进入冰冻期，但由于公司内销基数较小仍然在较快增长，主要增长点来之于终超连锁增长，电商（京东销量前三位），公司去年 9 月份开始正式进入电商渠道，截止到目前电商销售额约占内销总销售额的 10%。与苏宁在华南、福建，江西部分合作进入了 100 多家分店。

公司在内销渠道发展与怡亚通的供应链平台进行深度合作，怡亚通提供资金，物流，公司提供产品及营销售后支持，深度挖掘内销潜力。去年在珠海和 suning 做试点。广东苏宁白电收入预期可进入前五。我们预期上半年内销销售额可达 10 亿规模，但公司相应的广告、专柜、展台、促销物料上投入也会相应增加。

而对于近期业内期望值较高的乡村白电市场，公司从中怡康拿到的数据来看，全国乡镇网点在萎缩，上半年网点数量同比萎缩了大约 4 分之 1。现阶段，公司目标主要锁定在县级卖场，IPO 以后对公司进入县级渠道有很大的帮助和发展。（乡镇网店服务重点在后续服务。）

在综和超市方面公司新开拓了武汉工贸、湖南通程两个商超连锁，逾百家经营网点，强强合作，在华中区域互补性较强。

截止到上半年，公司电商、连锁、综超收入占比约 40%，传统渠道仍旧占 50% 以上份额。公司认为传统渠道现款现货，盈利能力较强，现阶段对传统渠道，目标明确，稳健投入，不搞突发式增长，只需要保证每年内销 20% 的复合增长。

另外在国内品牌代工方面，公司去年给国内某品牌代工收入就有 3 至 4 亿，今年预计全年保持在 4 亿左右，这块占比也较大。

我们认为公司今年多管齐下，内销增速将会保持一个较高水平的增长，预计同比增速可以达到 50%以上。

## 2.外销方面

出口方面，收到全球整体大环境的影响，公司预期整体下半年同比基本持平，预期销量有个位数增长，但由于公司产品结构的提升，公司目前出口单价也相应有所提升，今年整体外销的盈利能力要好过去年。但国际航运价格变动加大，目前出口欧洲货运价格为 1300 美元-3500 美元一个柜，同比上涨了 100%，运费上涨，对出口有不利影响，全行业出口整体量降，价提。目前公司出口的增长点主要在东欧和土耳其。但在生产上，由于现有产能向内销倾斜(内销毛利较高)，公司出口旺季产能缺口仍然较大。公司累计 2012 年上半年前五个月出口 118 万台电冰箱、冰柜。目前可以预计的出口能见度仅有 2-3 个月，对于第四季度的具体订单情况需要到 3 季度才能揭晓。在开拓美国市场方面，由于美国渠道商基本垄断成几家，所以在供货及结算条款、态度较为强势，公司面临的财务风险较大，公司未来将在风险可控前提下，稳健发展美国市场。

公司与日本 sharp 今年首次合作，目前订单在 3 至 4 万台左右，不排除后续有合作建厂的可能。日本市场方面公司预计 2012 年将有 20 万台的出口额，预计将在 2013 年将采购约 30 万台。

## 3. 公司收补贴政策方面影响

政策方面。在节能补贴方面，由于国家一级能耗是参照欧洲 A++标准制定，公司在多年出口欧盟的基础上，早已具备相应的生产技术及工艺，无需在产品节能技术上增加太大投入，政策补贴细则方面，国家节能补贴系统要 7 月份才能联网。家电下乡补贴这块，从公司了解的情况来看农村市场一季度冰箱下降 30%，目前家电下乡的部分中小厂商虚标较高单价以换取较高补贴，对公司内销实际上有一定冲击，公司并不希望家电有延续政策。

## 4 调高到推荐评级

预计公司 2012-2014 年收入为 38.6、44.8、52.7 亿元，增速为 21.0 %、16.0%、17.5%；EPS 为 1.02、1.24、1.49 元，净利润增速 15.7%、21.2%、20.8%。对应当前股价的 PE 分别为 12.6、10.4 和 8.6 倍。因此我们调高公司评级，给予推荐评级。

表 1：分业务预测结果

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>冰箱冰柜</b>						
销量 (万台)	311.16	394.96	420.44	495	560	650
增长率 (%)		26.93	6.45	17.73	13.13	16.07
平均售价 (元/台)	704.86	716.13	758.92	780	800	810
收入 (万元)	219325	282843	319080	386100	448000	526500
增长率		28.96%	12.81%	21.00%	16.03%	17.52%
毛利率 (%)	12.24	14.38	18.84	19.2	19.2	19.2

---

毛利（万元）	26845	40673	60115	74131	86016	101088
增长率（%）		51.51%	47.80%	23.32%	16.03%	17.52%

---

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

在业绩驱动因素上看，由于公司在小容量及节能冰箱，以及风冷冰箱的产品上拥有无人能及的性价比优势，公司基数在全行业较小，公司未来几年将挤占掉 3,4 线地区众多杂牌小厂商的生存空间，我们预计全年整体内销仍将有可能达到 50%以上的增长，跨过 15 亿的门槛，考虑到出口方面的业绩也基本可以确定，我们调高公司评级，给予推荐评级。

## 5.风险提示

- （1）行业价格战在下半年打响；
- （2）欧美经济复苏无力，四季度出口形式恶化；
- （3）航运集装箱价格继续攀升

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	3,194.11	3,864.87	4,484.41	5,270.07
营业成本	2,591.04	3,122.81	3,623.40	4,258.22
营业税金及附加	7.19	8.89	10.31	12.12
销售费用	196.43	289.87	336.33	395.26
管理费用	187.71	243.49	282.52	332.01
财务费用	40.52	6.13	-1.54	-10.40
资产减值损失	5.06	1.93	0.00	0.00
其他经营收益	-0.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	165.20	191.75	233.38	282.86
利润总额	172.15	199.25	241.49	291.61
减 所得税	26.46	30.63	37.12	44.82
净利润	145.69	168.63	204.37	246.79
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司净利润	145.69	168.63	204.37	246.79
资产负债表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	512.42	970.80	1,165.17	1,455.79
应收账款	314.98	386.49	448.44	527.01
预付账款	157.54	190.49	221.03	259.75
存货	408.97	498.34	605.56	724.75
其它	52.91	69.76	98.32	79.56
流动资产合计	1,446.82	2,115.89	2,538.51	3,046.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	273.34	250.00	260.00	270.00
长期待摊费用	7.12	5.92	4.92	4.09
其它	185.63	228.23	177.75	130.01
非流动资产合计	466.08	484.15	442.67	404.10
资产总计	1,912.91	2,600.03	2,981.18	3,450.96
短期借款	190.27	231.89	269.06	316.20
应付账款	322.36	438.70	493.71	569.40
预收款项	39.08	47.78	55.44	65.15
其它	670.58	798.84	924.38	1,080.68
流动负债合计	1,222.30	1,517.21	1,742.59	2,031.43
长期借款	80.00	0.00	0.00	0.00
其它	-69.37	97.58	0.00	0.00
非流动负债合计	10.63	97.58	0.00	0.00
负债合计	1,319.88	1,517.21	1,742.59	2,031.43
实收资本	165.35	165.35	165.35	165.35
资本公积	77.05	415.31	415.31	415.31
留存收益及其它	391.98	518.45	671.73	856.82
所有者权益合计	634.38	1,099.11	1,252.39	1,437.48
负债和权益总计	1,954.26	2,616.33	2,994.98	3,468.92

现金流量表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	145.69	168.63	204.37	246.79
折旧与摊销	29.42	33.24	27.42	27.69
财务支出	15.51	6.13	-1.54	-10.40
投资损失	-21.47	0.00	0.00	0.00
净营运资本变动	110.90	50.09	-37.56	19.82
经营活动现金流	302.48	258.09	192.69	283.91
资本支出	-199.37	-51.30	14.06	10.88
其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-199.37	-51.30	14.06	10.88
股权融资	0.00	338.26	0.00	0.00
债券融资	607.45	-38.38	37.17	47.14
股利分配及其它	-15.51	-48.29	-49.56	-51.30
筹资活动现金流	591.94	251.59	-12.38	-4.16
货币资金净变动	695.05	458.38	194.37	290.62
主要财务比率				
科目	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力(YOY)				
营业收入	12.91%	21.00%	16.03%	17.52%
营业利润	10.85%	16.07%	21.71%	21.20%
归母公司净利润	10.80%	15.74%	21.19%	20.76%
盈利能力				
销售毛利率	18.88%	19.20%	19.20%	19.20%
销售净利率	4.56%	4.36%	4.56%	4.68%
ROE	22.97%	15.34%	16.32%	17.17%
ROIC	15.31%	19.89%	12.73%	12.90%
偿债能力				
资产负债率	19.89%	12.73%	12.90%	13.15%
流动比率	1.18	1.39	1.46	1.50
速动比率	0.85	1.07	1.11	1.14
营运能力				
资产周转率	1.95	1.71	1.61	1.64
存货周转率	7.07	6.88	6.56	6.40
应收账款周转率	12.01	11.02	10.74	10.81
每股指标				
每股收益	0.88	1.02	1.24	1.49
每股经营现金流	182.93	156.09	116.54	171.70
每股净资产	4.78	6.65	7.57	8.69
每股股利	0.00	0.25	0.31	0.37
估值指标				
PE	14.54	12.56	10.36	8.58
PB	2.68	1.93	1.69	1.47
EV/EBITDA	7.76	8.03	7.22	6.23

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

请参阅最后一页的免责声明



## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

## 分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000