

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

稳健成长的后起之秀

奥马电器(002668)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(维持)

发布日期: 2012-07-011

报告关键要素:

上半年, 市场需求不振, 公司业务虽有压力, 但营收与盈利仍维持增长。公司策略以稳健为核心, 短期内虽难给市场惊喜, 但公司综合竞争力在二、三线品牌中优势明显。未来6-12个月, 公司受益于节能补贴政策, 内销表现与盈利能力或有望给市场带来惊喜。

事件:

近期我们调研了公司, 就公司近期经营情况与节能补贴对公司的影响与公司副总裁吴总、董事会秘书何总, 国际营销中心的易总、赵总进行了交流。

点评:

- **上市后公司资源整合能力明显加强。**上市已有三个月, 公司感觉经销商、供应商、银行和政府对公司的发展更有信心, 人才引进也较前期更为容易, 公司整合资源能力明显加强。
- **2012年增速有所放缓。**2012年冰箱市场需求不振, 预计冰箱行业出货出现负增长可能性较大。公司根据当前在手订单情况推测, 今年营业收入有望保持增长, 但增速将较前期大幅下降, 利润有望于营业收入保持同步增长。
- **国内市场仍秉持稳健成长原则。**上半年公司内销整体表现优于外销, 且盈利能力也好于外销, 电商、家电连锁和传统渠道均有增长。截止目前, 公司已建立了200余人的销售团队, 发展各类销售网点约7000家, 预计今年内销营业收入有望超过10亿元。公司内销策略仍以稳健为基本原则, 不会不计成本大量投入以图在短期内迅速提升市占率。
 - ◆ 去年年底以来电商渠道整体表现比较好, 京东销量排名已上升到第二。电商渠道虽然销售产品结构较低端, 但盈利水平基本与传统经销商渠道持平。预计, 今年电商渠道销售收入超过1个亿, 内销占比略低于10%。
 - ◆ 公司与主要KA渠道的合作尚处于导入初期, 公司产品已进入苏宁、通程控股、武汉工贸等连锁渠道试销, 其中苏宁的合作区域已从珠海扩展到广东、湖南等省份, 在已进入的苏宁渠道内, 公司市占率已跻身前五。公司计划在试销取得良好效果后逐步增加KA网点, 公司明确表示不会集中投入, 突击提高进店率与市占率, 并将坚持每个KA渠道单独核算不亏顺作为基本原则。
 - ◆ 年初以来受农村需求不振影响, 公司原有经销商体系出现销售下降, 渠道萎缩情况, 但受益上市后下游渠道对公司信心增强, 公司经销商渠道开拓速度也有所提高, 整体而言, 上半年公司经销商渠道仍为正增长。公司预计随着“节能补贴”启动, 公司原有经销商渠道萎缩态势有望被遏制。

- **ODM、OEM业务期待新增长点。**上半年，ODM、OEM营业收入虽还维持增长，但增速大为放缓，受欧债危机影响，公司对欧洲出口业务遇到一定阻力，但开拓日本、美国等新市场进展顺利，为国内家电连锁提供ODM产品业务也是未来新增长点。
 - ◆ 欧债危机虽对欧洲经济影响较大，但欧洲冰箱需求并未出现大幅下降，但欧元对人民币大幅贬值与中国至欧洲海运运费从一千多美元上涨至三千多美元，导致公司成本优势被稀释，部分销量被土耳其阿奇力克填补。
 - ◆ 由于600a制冷剂逐步为日本、美国市场接受，欧美市场有望成为公司新增长点，公司今年为夏普提供ODM、OEM产品超过20万台，预计明年有望超过30万台。今年，公司已为美国主要渠道商提供小批量ODM产品，目前正处于检测、试销阶段，预计明年美国市场将有较大突破。
 - ◆ 今年来伊莱克斯、惠而浦将其品牌国内使用权出让给苏宁、国美，苏宁、国美ODM代工需求旺盛，此领域有望成为公司新增长点。
- **公司将受益于政策切换。**由于公司较早采用600a作为制冷剂，出口欧洲的产品均能达到国家一级能效标准，因此公司在本次政策切换中受益较大。
 - ◆ 在已公布的第一批冰箱节能补贴推广产品中公司有85款产品中标，中标产品型号超过大多数二、三线品牌。
 - ◆ 与“家电下乡”政策不同，家电节能补贴政策不是根据零售价格按比例（13%）给予补贴，而是根据不同能效与容量给予定额补贴，因此公司产品价格较低的特点由劣势转变成优势，**公司产品性价比优势将更加突出。**
- **产能仍是瓶颈。**公司原有冰箱产能450万台每年，募投项目中冰箱五厂已建成，已有二条生产线投入生产，已形成每天4000台生产能力（二班倒，每班工作10小时），但销售旺季产能仍不能满足市场需求，公司不得不为拓展国内市场，放弃了部分海外订单。公司年内还将在5厂再建二条生产线，新增产能4000台每天，届时产能瓶颈或有缓解。
- **维持公司“增持”的评级。**预测公司2012年每股收益1.01元，2013年每股收益1.35元，对应动态市盈率分别为11.94倍和8.98倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**1、欧洲市场出现滑坡，2、国内市场开拓不力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	14.47	17.71	20.20	25.08	营业收入	31.94	34.98	41.02	48.19
现金	5.12	7.62	8.61	11.67	营业成本	25.91	28.81	33.35	38.81
交易性金融资产	0.05	0.05	0.00	0.00	营业税费	0.07	0.08	0.09	0.11
应收票据	0.45	0.49	0.57	0.67	销售费用	1.96	2.45	3.08	3.86
应收款项	3.17	3.52	4.14	4.87	管理费用	1.88	2.17	2.54	2.99
存货	4.09	4.30	4.98	5.79	财务费用	0.41	-0.08	-0.20	-0.26
其他	1.58	1.72	1.89	2.08	资产减值损失	0.05	0.03	0.03	0.03
非流动资产	4.66	6.30	7.74	7.21	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	营业利润	1.65	1.52	2.12	2.70
无形资产	0.69	0.66	0.62	0.59	营业外收入	0.08	0.45	0.50	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
资产总计	19.13	24.01	27.94	32.29	利润总额	1.72	1.97	2.62	2.70
流动负债	12.22	10.88	12.59	14.64	所得税	0.26	0.30	0.39	0.41
短期借款	1.90	0.00	0.00	0.00	净利润	1.46	1.68	2.23	2.30
应付帐款	3.22	4.03	4.67	5.43	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	0.39	0.41	0.44	0.47	归属母公司净利润	1.46	1.68	2.23	2.30
其他	6.71	6.44	7.48	8.74	EPS (元)	1.17	1.01	1.35	1.39
长期负债	0.98	0.98	0.97	0.97					
长期借款	0.80	0.80	0.80	0.80	主要财务比率				
其他	0.18	0.18	0.17	0.17		2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	13.20	11.85	13.56	15.61	每股指标				
股本	1.24	1.65	1.65	1.65	每股收益	1.17	1.01	1.35	1.39
资本公积金	0.77	4.91	4.91	4.91	每股经营现金	0.94	1.52	0.60	1.85
未分配利润	3.53	5.03	7.04	9.11	每股净资产	4.78	7.35	8.70	10.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率				
母公司所有者权益	5.93	12.15	14.38	16.68	营业收入增长率	12.91%	9.50%	17.28%	17.49%
负债及权益合计	19.13	24.01	27.94	32.29	营业利润增长率	10.85%	-7.88%	39.36%	27.33%
					净利润增长率	10.80%	15.04%	32.91%	3.04%
现金流量表					获利能力				
					毛利率	18.88%	17.64%	18.68%	19.47%
					净利率	4.56%	4.79%	5.43%	4.76%
经营活动现金流	3.02	1.79	2.74	2.90	ROE	24.57%	13.79%	15.49%	13.76%
净利润	1.46	1.68	2.23	2.30	ROIC	20.29%	13.16%	15.15%	19.01%
资产减值准备	0.05	0.03	0.03	0.03	偿债能力				
折旧摊销	0.24	0.38	0.54	0.69	资产负债率	54.98%	42.42%	41.99%	43.04%
财务费用	0.41	-0.08	-0.20	-0.26	流动比率	1.18	1.63	1.60	1.71
投资收益	0.21	0.00	0.00	0.04	速动比率	0.85	1.23	1.21	1.32
营运资金变动	0.00	-0.22	0.14	0.19	营运能力				
投资活动现金流	-1.99	-2.00	-1.95	-0.11	资产周转率	1.95	1.62	1.58	1.60
资本支出	0.00	-2.00	-2.00	-0.15	存货周转率	7.07	6.85	7.15	7.17
其他投资	-1.99	0.00	0.05	0.04	应收帐款周转率	12.01	10.54	10.81	10.81
筹资活动现金流	0.13	2.73	0.20	0.26					

借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	0.13	2.73	0.20	0.26	PE	10.34	11.94	8.98	8.72
现金净增加额	1.16	2.52	1.00	3.05	PB	2.53	1.65	1.39	1.20

资料来源：中原证券

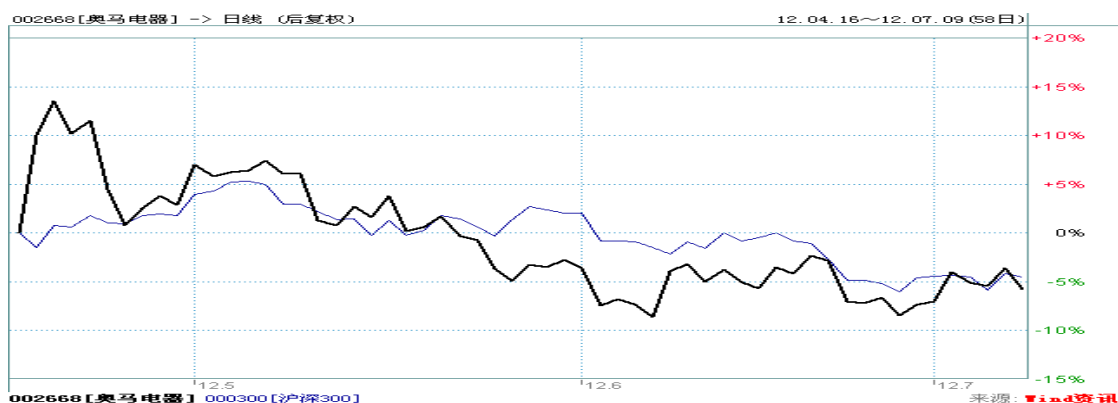
市场数据 (2012-07-10)

收盘价 (元)	12.10
一年内最高/最低 (元)	15.97/12.22
沪深300指数	2430.37
市净率 (倍)	2.54
流通市值 (亿元)	4.24

基础数据 (2012-03-31)

每股净资产 (元)	5.05
每股经营现金流 (元)	-0.80
毛利率 (%)	19.84
净资产收益率 (%)	4.61
资产负债率 (%)	65.7165.71
总股本/流通股 (万股)	16535.00/
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



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、个人不得转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。