

奥马电器 (002668.SZ)

白色家电行业

评级: 增持 维持评级

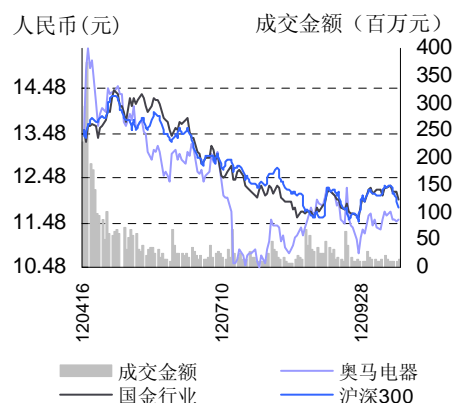
业绩点评

市价(人民币): 11.55元
目标(人民币): 13.20-14.52元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	41.35
总市值(百万元)	19.10
年内股价最高最低(元)	15.38/10.48
沪深300指数	2247.91
中小板指数	4767.92



相关报告

1. 《具备差异化的竞争优势》, 2012.3.23

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

外销拖累 3Q 收入增速, 净利润增速符合预期

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	7.99	10.14
每股经营性现金流(元)	2.09	0.00	0.78	2.00	2.42
市盈率(倍)	N/A	N/A	10.64	8.75	7.17
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	10.02	10.02	10.02
净利润增长率(%)	86.39%	10.80%	23.21%	21.63%	22.04%
净资产收益率(%)	29.39%	24.57%	23.24%	22.03%	21.19%
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

业绩简评

- 奥马电器 2012 年前三季度实现营业收入 27.4 亿元, 同比增长 8.1%; 净利润 1.28 亿元, 同比增长 27.7%, 略超我们预期 (YoY+26%)。其中第三季度营业收入 9.2 亿元, 同比增长 4.7%; 净利润 0.45 亿元, 同比增长 29.4%。
- 公司预计全年净利润增速为 0%至+30%。

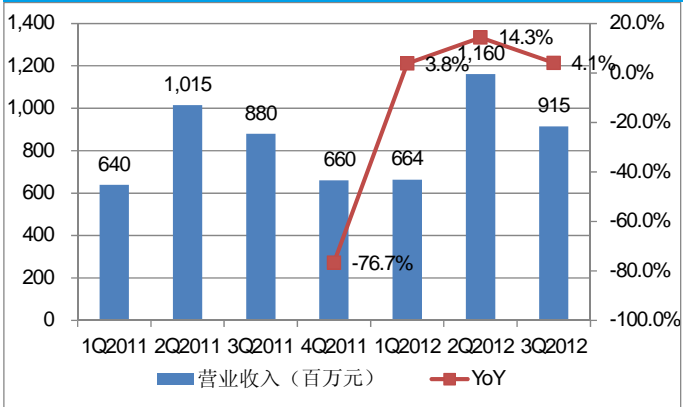
经营分析

- 内销高增长, 但受外销拖累, 3Q12 收入小幅增长 4.7% (图表 1、2)。公司通过扩大渠道, 加强了国内自主品牌的销售, 根据产业在线数据统计, 今年以来公司内销量增速明显好于外销 (图表 3)。
- 3Q12 净利率提升 1 个百分点, 主要来自财务费用下降的贡献。原材料成本下降及自主品牌占比上升使 3Q12 毛利率同比上升 4.5 个百分点, 后者亦使销售费用率上 2.3 个百分点; 加上管理费用率也上升 2.2 个百分点, 期间费用率抵消了毛利率的上升; 利息收入增加使财务费用率同比下降 2.8 个百分点, 最终 3Q12 净利率为 5%, 同比提升 1 个百分点 (图表 4)。
- 受应收账款增加影响, 经营活动现金流量净额减少 2.4 亿元, 下降 128%。“应收票据+应收账款”环比下降, 有所改善。存货环比下降。(图表 5、6)
- 内销快速增长可持续, 期待外销复苏。公司内销渠道覆盖面不断扩大, 品牌逐渐得到消费者认可, 4Q 仍可保持较快增长。外销需求不振, 随着公司大容量冰箱销售增加, 在新的细分市场获得更多蛋糕, 未来增长值得期待。

盈利调整及投资建议

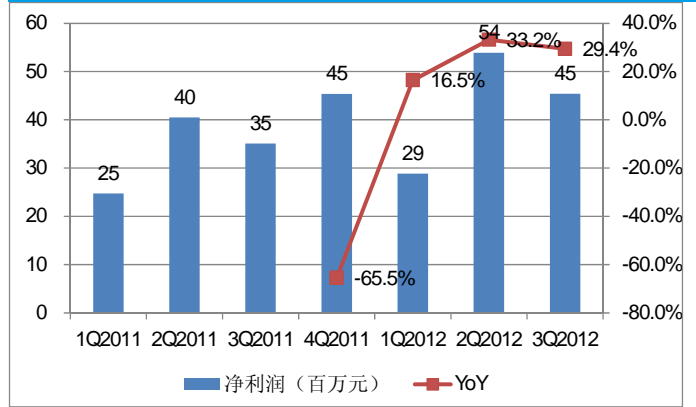
- 考虑到海外需求不佳影响收入, 但内销增加提升盈利能力, 我们下调公司收入增速 8%, 但维持净利润预测不变: 预计 2012-2014 年收入分别为 34.7、39.5、45.7 亿元, 增速为 8.5%、14.0%、15.6%; EPS 分别为 1.086、1.320、1.611 元, 净利润增速为 23.2%、21.6%、22.1%。
- 公司规模增长空间大, 内销增大提升公司盈利能力, 随着大容量冰箱占比提升, 收入增长确定性更强。目前股价对应 10.6X12PE/8.8X13PE, 6-12 月合理估值 10-11X13PE, 即 13.20-14.52 元。

图表1: 公司单季收入及 YoY

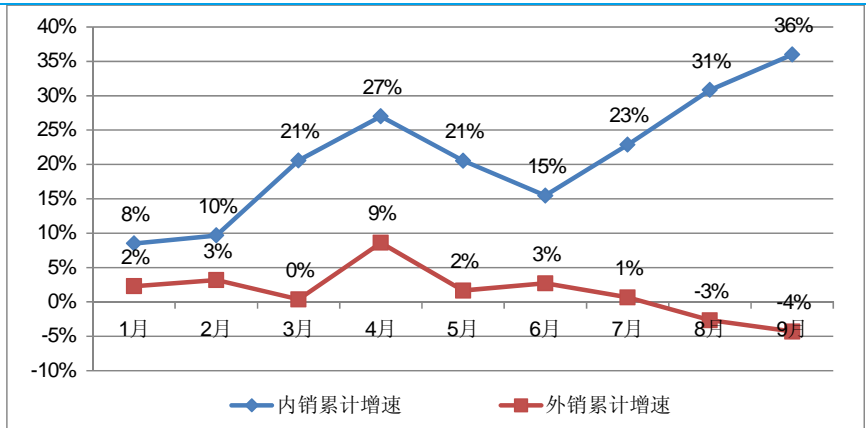


来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 公司单季净利润及 YoY



图表3: 公司内销快速增长



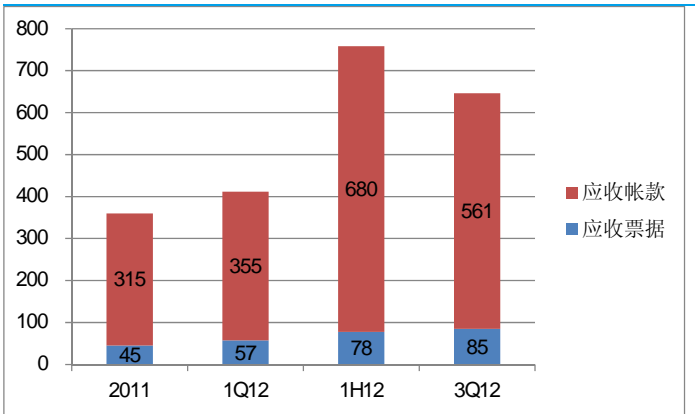
来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表4: 利润表分拆及点评

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12 同比	1-3Q12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	1654	880	2534	1824	915	2740	4.1%	8.1%	内销快速增长, 产业在线
	收入YoY		#DIV/0!	#DIV/0!	10.3%	4.1%	8.1%			
利润表结构百分比	毛利率	17.5%	18.2%	17.7%	19.9%	22.7%	20.8%	4.5	3.1	内销毛利率高, 销售费用率也高
	-销售费用率	5.5%	6.6%	5.9%	7.3%	8.9%	7.9%	2.3	2.0	
	毛利率-费用率	11.9%	11.6%	11.8%	12.5%	13.8%	13.0%	2.2	1.2	
	-管理费用率	5.6%	5.4%	5.5%	5.4%	7.5%	6.1%	2.1	0.6	人工成本上升, 研发费用增加
	-财务费用率	0.7%	2.5%	1.3%	0.6%	-0.3%	0.3%	-2.8	-1.0	利息收入增加
	-资产减值损失	0.3%	0.0%	0.2%	1.1%	0.5%	0.9%	0.5	0.7	计提资产损失增加, 估计主要是应收账款坏账的计提
	公允价值变动收益	-1.5%	0.1%	-0.9%	-0.3%	0.2%	-0.2%	0.1	0.8	
	+投资收益	0.7%	1.0%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	-1.1	0.0	
	+营业外收支	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	-0.1	-0.0	
	=利润总额	4.7%	4.7%	4.7%	5.3%	5.9%	5.5%	1.2	0.8	
	-所得税费用	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	8.0%	0.2	7.3	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0		
归属于母公司所有者净利润率	3.9%	4.0%	4.0%	4.5%	5.0%	4.7%	1.0	0.7	净利率未有明显上升	
单季净利润及增速	净利润 (百万元)	65.2	35.1	100.3	82.7	45	128	29.4%	27.7%	
	净利润YoY		#DIV/0!	#DIV/0!	26.8%	29%	28%			

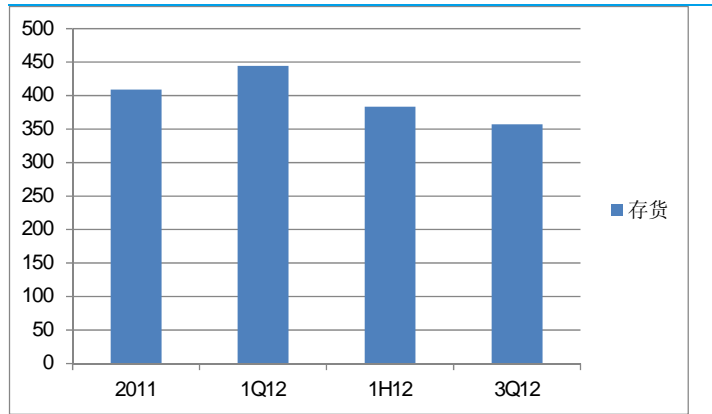
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表5: 应收账款及应收票据处正常水平(百万元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表6: 存货同比持平(百万元)



图表7: 三张报表及摘要

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	3,467	3,954	4,569
增长率		28.9%	12.9%	8.5%	14.0%	15.6%
主营业务成本	-1,925	-2,422	-2,591	-2,776	-3,163	-3,643
% 销售收入	87.7%	85.6%	81.1%	80.1%	80.0%	79.7%
毛利	270	407	603	691	791	926
% 销售收入	12.3%	14.4%	18.9%	19.9%	20.0%	20.3%
营业税金及附加	0	-1	-7	-7	-8	-9
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-79	-141	-196	-247	-274	-315
% 销售收入	3.6%	5.0%	6.1%	7.1%	6.9%	6.9%
管理费用	-100	-145	-188	-218	-241	-278
% 销售收入	4.5%	5.1%	5.9%	6.3%	6.1%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	91	120	212	218	268	324
% 销售收入	4.2%	4.3%	6.6%	6.3%	6.8%	7.1%
财务费用	-17	-17	-41	-17	-22	-19
% 销售收入	0.8%	0.6%	1.3%	0.5%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-2	1	-5	-6	-5	-7
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%	5.9%	6.3%	6.7%
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%	6.1%	6.5%	6.9%
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%	5.2%	5.5%	5.8%

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	120
非经营收益	-5	-23	0	9	11	7
营运资金变动	0	0	0	-133	1	6
经营活动现金净流	65	109	146	129	331	400
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	0	0
债权募资	97	-71	0	241	-31	-132
其他	-26	18	0	-22	-27	-23
筹资活动现金净流	71	-53	0	219	-58	-156
现金净流量	117	-97	146	8	-70	-50

资产负债表(人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	282	313	512	520	450	400
应收款项	282	270	362	631	694	796
存货	222	324	409	396	442	499
其他流动资产	163	176	163	174	197	226
流动资产	948	1,083	1,447	1,721	1,783	1,921
% 总资产	88.1%	79.6%	75.6%	69.6%	63.7%	61.3%
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%	27.5%	33.8%	36.6%
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%	30.4%	36.3%	38.7%
资产总计	1,076	1,361	1,913	2,471	2,797	3,133
短期借款	132	174	190	431	400	267
应付款项	640	761	1,051	1,153	1,286	1,482
其他流动负债	-12	-26	-2	35	40	46
流动负债	760	910	1,239	1,619	1,726	1,794
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	1,699	1,806	1,875
普通股股东权益	316	447	593	773	991	1,257
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	2,471	2,797	3,133

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	7.992	10.141
每股经营现金净流	-0.483	2.095	0.000	0.783	2.002	2.416
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%	22.03%	21.19%
总资产收益率	6.55%	9.66%	7.62%	7.26%	7.81%	8.51%
投入资本收益率	16.82%	16.25%	20.74%	14.44%	15.51%	17.14%
增长率						
主营业务收入增长率	4.66%	28.88%	12.91%	8.54%	14.05%	15.57%
EBIT增长率	6.24%	31.53%	76.05%	2.97%	23.14%	20.58%
净利润增长率	35.17%	86.39%	10.80%	23.21%	21.63%	22.04%
总资产增长率	16.69%	26.46%	40.55%	29.18%	13.19%	12.01%
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	49.2	49.3	42.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.08%	-37.24%	-41.74%	-1.83%	2.52%	-4.57%
EBIT利息保障倍数	5.3	7.1	5.2	13.0	12.0	17.2
资产负债率	70.65%	67.13%	69.00%	68.74%	64.57%	59.86%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	3
增持	0	0	0	3	5
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.71	1.75

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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作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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B