

研究所
 证券分析师：刘金沪 S0350510120005
 0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
 联系人：韩雪
 0755-83716906 hanx@ghzq.com.cn

逆市增长，未来看内销

——奥马电器(002668)调研报告

投资要点：

- **冰箱出口的龙头企业，成本优势基础上，先ODM再OBM。**2009年以来奥马电器冰箱出口量排名行业第一。2011年公司出口冰箱301.19万台，美的电器、海信科龙、海尔分列2-4位，公司已成为国内最大的冰箱ODM生产基地。公司在ODM业务已形成的设计制造优势基础上，开展国内冰箱OBM业务。2008年至2011年，以年均41.42%的复合增长率保持高速扩张。2009年、2010年和2011年公司冰箱整体产销量均排名行业第五。ODM业务成功的关键是生产成本优势和强大的订单处理能力。公司管理团队平均拥有15年以上的冰箱行业经验，公司主要高管中有4位曾在科龙担任总经理、研发副总、常务副总、国际营销高级经理。公司管理层在成本控制方面经验丰富。
- **出口业务未来以稳为主，提升产品结构。**在出口市场，公司未来将继续保持ODM业务“量”的增长，同时更加注重“质”的提升。未来出口业务增长看点在于：全球冰箱制造向中国转移和出口的产品结构提升。随着中国在冰箱制造的优势将不断提升，国内冰箱生产规模将进一步扩大。公司募投项目投产后，公司高档次产品的生产能力将提升，大容量冰箱、风冷冰箱、变频冰箱等高档次产品的出口占比也将增加。
- **内销业务是未来发展的重点，坚持稳健型发展策略。**公司的内销包括自主品牌奥马和为国内其他品牌代工。自主品牌以三、四级市场为切入点，以提供高性价比的产品为基本策略，辅以精耕细作式的销售渠道建设和适当的品牌推广。自主品牌在商超和电商渠道有望实现较快增长。国内代工方面，预计原有客户的订单规模也有所增加。
- **盈利预测及投资建议。**公司业绩主要看点在国内自主品牌销售的增长、国内代工规模的扩大和外销中高端订单的增加。2012年-2014年EPS是1.07, 1.26和1.46, 对应PE分别为11.7倍、9.9倍和8.6倍。对比同行业公司估值水平，公司的增长空间比美菱电器更大，给予其“增持”评级。
- **风险提示：**海外需求特别是欧洲市场复苏低于预期，导致订单不及预期；国内冰箱销售继续低迷。

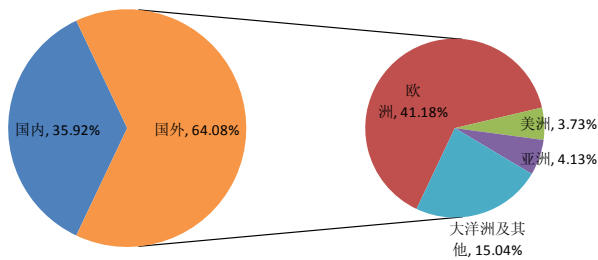
预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	3,194	3,743	4,385	5,083
增长率(%)	13%	17%	17%	16%
净利润(百万元)	146	177	208	241
增长率(%)	11%	22%	17%	16%
摊薄每股收益(元)	1.17	1.07	1.26	1.46
ROE(%)	24.6%	23.6%	22.2%	20.8%

1、冰箱出口的龙头企业

奥马电器自 2002 年设立以来，始终专注于冰箱的设计、制造和销售，冰箱年产量从 2003 年的 4 万台增长到 2011 年的 420.44 万台，年均复合增长率 78.94%。2009 年、2010 年奥马电器冰箱出口量排名行业第一，2011 年公司出口冰箱 301.19 万台，继续保持冰箱出口量排名行业第一，美的电器、海信科龙、海尔分列 2-4 位，公司已成为国内最大的冰箱 ODM 生产基地。

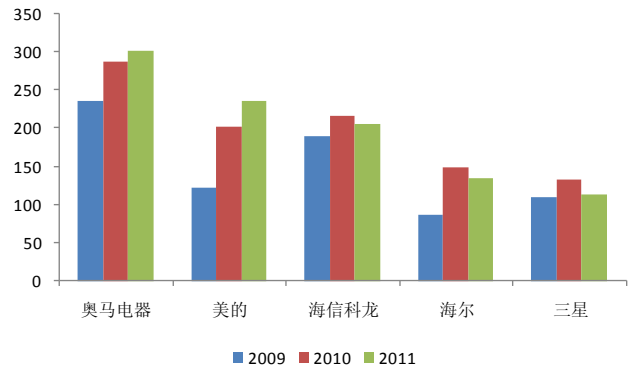
为提升盈利能力、平衡业务结构、降低整体经营风险，公司在 ODM 业务已形成的设计制造优势基础上，开展国内冰箱 OBM（自主品牌）业务。2008 年至 2011 年，以年均 41.42% 的复合增长率保持高速扩张，2010 年实现自主品牌销售 60.49 万台，对公司毛利贡献占比 36.68%，2011 年实现自主品牌销售 81.11 万台，对公司毛利贡献占比 35.64%，基本实现公司的 ODM 业务和 OBM 业务全面发展。2009 年、2010 年和 2011 年公司冰箱整体产销量均排名行业第五。

图表 1、2011 年公司收入结构



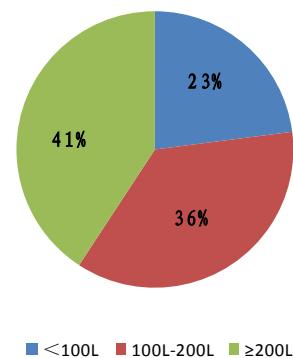
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 2、主要冰箱企业出口量（万台）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3、按容积划分的冰箱收入占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2、成本优势基础上，先 ODM 再 OBM

ODM 业务成功的关键是生产成本优势和强大的订单处理能力。公司管理团队平均拥有 15 年以上的冰箱行业经验，公司主要高管中有 4 位曾在科龙担任总经理、研发副总、常务副总、国际营销高级经理。公司管理层在成本控制方面经验丰富。

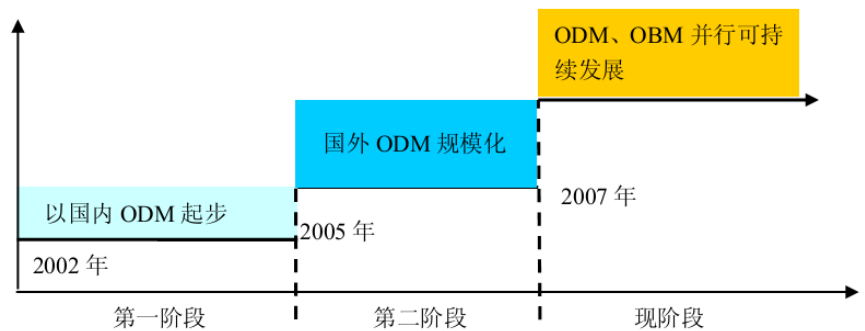
与行业其它企业不同，公司先做 ODM 再做 OBM，ODM 业务的成熟为自主品牌提供了良好基础。ODM 业务为自主品牌推广提供了强大的设计开发和生产能力，保证 OBM 业务对市场需求拥有足够的反应能力。公司 ODM 业务和 OBM 业务能够实现从市场调研、产品设计开发、原材料采购及生产等多环节资源共享，最大程度降低整体运营成本。OBM 业务在业内形成的影响力也为自主品牌建立了客户基础。

图表 4、公司出口、内销的销量及收入占比

	2009年销量(万台)	2010年销量(万台)	2011年销量(万台)	2010年收入占比	2011年收入占比
出口ODM	236	287	301	64.27%	64.08%
内销自主品牌	45	60	81	20.79%	25.13%
内销ODM	31	47	38	14.94%	10.79%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 5、公司业务发展阶段



资料来源：公司公告、国海证券研究所

3.出口：未来以稳为主，提升产品结构

目前公司在出口方面是排名第一的企业。在出口市场，公司未来将继续保持 ODM 业务“量”的增长，同时更加注重“质”的提升。比如通过价格策略引导客户增加大容量冰箱的采购比重，以提升产品结构，公司出口产品的单价也相应提升。

未来增长点之一：出口的产品结构提升。2011 年，公司出口的产品中超过 200 升的占比为 41%，大容量和中高端产品仍然不多。

未来增长点之二：全球冰箱制造向中国转移。中国冰箱的产能在全球产能中占比约为 47%，而空调的产能占比可达到接近 80%。2011 年，中国的冰箱出口比率只有 25%，而空调、LCD 电视的出口比率分别达到了 44%、58%。

随着国内企业生产能力的提升，中国在冰箱制造的优势将不断提升。募投项目投产后，公司高档次产品的生产能力将提升，大容量冰箱、风冷冰箱、变频冰箱等高档次产品的出口占比也将增加。

目前外销的限制因素有：由于公司产能优先内销，旺季时出口产能不足；出口毛利率约为 8-9%，受原材料价格波动影响较大；产品体积大，运费较高，受国际航运价格波动影响大。

4.内销：未来业务重点，坚持稳健型发展策略

公司的内销包括两部分：自主品牌奥马和为国内其他品牌代工。

自主品牌以县级、乡镇市场为代表的三、四级市场为切入点，向消费者提供高性价比的国际品质产品，在国内市场推出自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱。公司实行积极稳健型发展策略，不盲目扩张和进行粗放式的广告宣传，而是以提供高性价比的产品为基本策略，辅以精耕细作式的销售渠道建设和适当的品牌推广。今年公司加强品牌推广及产品促销力度，同时公司成功上市也加强下游企业对公司的信心。虽然今年以来冰箱行业整体处于销售不旺的状态，但公司内销凭借产品性价比高和基数较小，仍然增长迅速。

公司以综超渠道为重点突破口（如大润发、沃尔玛、家乐福、乐购等），拓展传统渠道，与大型家电连锁渠道（如苏宁、国美）及新型营销渠道（如怡亚通、京东商城等）对接。与此同时，公司对于与奥马电器具有互补关系的战略客户（如 TCL 等）建立稳定的战略合作关系。公司去年 9 月份开始正式进入电商渠道，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。截止上半年，公司电商、连锁、综超收入占比约 40%，传统渠道约占 50%以上。国内代工方面，预计原有客户的订单规模也有所增加。

图表 6、公司自主品牌销售渠道

	目标市场	销售对象
传统渠道	三、四级市场	广州宏丽黄埔百货等各类家电销售公司、五金交电
综超系统	一、二级市场	沃尔玛、家乐福、乐购、好又多、易初莲花等
家电连锁	一、二级市场	广东苏宁、珠海泰锋、武汉工贸
新兴渠道	无明显边界	京东网上商城等

资料来源：公司公告、国海证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司业绩主要看点在国内自主品牌销售的增长、国内代工规模的扩大和外销中高端订单的增加。2012 年-2014 年 EPS 是 1.07, 1.26 和 1.46, 对应 PE 分别为 11.7 倍、9.9 倍和 8.6 倍。对比同行业公司的估值水平，公司的增长空间比美菱电器更大，给予其“增持”评级。

图表 7、相关上市公司估值比较

代码	简称	2012-11-13 价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率				净利润 (亿元)				主营业务收入 (亿元)			
			11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E
002668.SZ	奥马电器	12.53	1.17	1.07	1.26	1.46	10.66	11.68	9.95	8.60	1.46	1.77	2.08	2.41	31.94	37.43	43.85	50.83
000921.SZ	ST科龙	5.19	0.17	0.49	0.59	0.67	22.67	10.51	8.87	7.72	2.27	6.69	7.92	9.10	184.89	193.40	217.59	241.76
600690.SH	青岛海尔	11.15	1.00	1.21	1.39	1.57	8.91	9.20	8.01	7.11	26.90	32.53	37.40	42.11	736.63	804.72	899.72	1,009.64
000521.SZ	美菱电器	3.52	0.17	0.17	0.21	0.25	26.45	20.15	16.47	13.95	1.07	1.33	1.63	1.93	90.04	93.50	101.53	109.46

资料来源：WIND、国海证券研究所

盈利预测和投资建议

证券代码: 002668.sz 股票价格: 12.53 投资评级: 增持 日期: 2012-11-14

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	25%	24%	22%	21%	EPS	1.17	1.07	1.26	1.46
毛利率	19%	19%	19%	18%	BVPS	4.78	4.55	5.69	7.00
期间费率	14%	13%	13%	13%	估值				
销售净利率	5%	5%	5%	5%	P/E	10.66	11.68	9.95	8.60
成长能力					P/B	2.62	2.75	2.20	1.79
收入增长率	13%	17%	17%	16%	P/S	0.49	0.55	0.47	0.41
利润增长率	11%	22%	17%	16%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	1.67	1.69	1.72	1.71	营业收入	3194	3743	4385	5083
应收账款周转率	8.81	8.81	8.81	8.81	营业成本	2591	3044	3567	4143
存货周转率	6.34	6.12	5.92	5.74	营业税金及附加	7	8	10	11
偿债能力					销售费用	196	249	287	333
资产负债率	69%	66%	63%	61%	管理费用	188	224	260	301
流动比	1.18	1.27	1.36	1.44	财务费用	41	10	15	10
速动比	0.85	0.91	0.96	1.02	其他费用/(-收入)	(6)	(6)	(6)	(6)
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	165	202	239	278
现金及现金等价物	512	588	731	918	营业外净收支	7	8	7	7
应收款项	362	425	498	577	利润总额	172	210	246	285
存货净额	409	498	604	724	所得税费用	26	32	38	44
其他流动资产	163	227	235	271	净利润	146	177	208	241
流动资产合计	1447	1734	2062	2485	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	273	266	309	338	归属于母公司净利润	146	177	208	241
在建工程	112	132	102	82	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	69	69	66	62	经营活动现金流	302	(170)	(120)	(195)
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	146	177	208	241
资产总计	1913	2212	2551	2980	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	190	190	190	190	折旧摊销	23	31	30	34
应付款项	982	1116	1258	1462	公允价值变动	(22)	(22)	(22)	(22)
预收帐款	39	46	54	62	营运资金变动	156	(356)	(336)	(448)
其他流动负债	11	11	11	11	投资活动现金流	(199)	(5)	(53)	(35)
流动负债合计	1222	1362	1513	1725	资本支出	(129)	7	(43)	(29)
长期借款及应付债券	80	80	80	80	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	其他	22	0	0	0
长期负债合计	98	98	98	98	筹资活动现金流	(27)	(18)	(21)	(24)
负债合计	1320	1460	1610	1822	债务融资	96	0	0	0
股本	124	165	165	165	权益融资	0	0	0	0
股东权益	593	753	940	1157	其它	(108)	0	0	0
负债和股东权益总计	1913	2212	2551	2979	现金净增加额	76	(193)	(195)	(254)

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn