

内销 OBM 增长可期，产品结构三级跳

推荐 (维持)

奥马电器 (002668) 调研简报

风险评级：一般风险

投资要点：

2012 年 12 月 3 日

◇ 近日我们对上市公司进行了调研，与管理层对公司目前的经营状况及未来发展情况进行了深入讨论，并参观了在建募投项目。

◇ 管理层激励机制上合理：

目前公司副总裁及以上级别的核心管理层都间接持有公司股权，一般公司所有者和经营者之间的代理成本，因为这种股权设置降到了最低。这种模式在家电龙头格力和海尔飞速发展的过程中被验证了，是能够助推家电企业的高速成长所必须的基本要素之一。

◇ 今年全年业绩的情况：内销增长迅速，产品结构提升迅速

◇ 1、总体情况稳健依旧

从管理层了解到的基本情况是公司今年 1 月-10 月销售量约为 380 万台左右，其中出口销量约 250 万台、国内奥马自主品牌销量约 90 万台、国内 ODM 贴牌销量约 40 万台。今年 1 月-10 月的销售收入 30 亿左右，出口约 18 个亿，国内 ODM 约 4 个亿，国内奥马自主品牌约 8 个亿。

2、内销渠道继续下沉，辐射区域逐步扩大。

公司目前渠道下沉力度较大，公司对销售实行分公司管理制，直接结算的客户目前增长到 1300 多个，主要是 3、4 线区域代理。在各大区域（南、北、西、中四个管理大区）、各省（31 个省级管理中心）、各地区（140 余个办事处）设立销售管理机构，并设有大客户部负责综超系统和家电连锁系统的销售。销售重点区域是华南、华北、西南、华中等地区。由于物流费用控制得当，从广东到北京的物流费用仅为约 50 元每台，仅比广东省内物流增加了约 30 元，使得公司产品在除华南地区以外的区域增长迅速，其中国内增长最快的是云南省，较去年增长大概翻一番。

但公司目前对终端经销商掌控能力不强，专卖店的模式普及率还较低，大部分终端 3、4 线奥马电器经销商也同时代理别的品牌冰箱(如海尔、美菱等)在相关区域内进行销售，可能在未来对奥马电器开中高端市场产生一定不利影响。

我们预计公司今年自主品牌内销总额约为 10 个亿，其中通过电商渠道的量约为 1.5 个亿，加上国内 ODM3-4 亿的收入。内销总额预计今年将达到 13-14 亿元的收入，同比增长 20% 以上，明年增长幅度有望延续。

蒋孟钢

SAC 执业证书编号：

S0340109121961

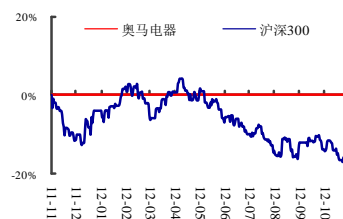
电话：0769-22110785

邮箱：JMG@dgzq.com.cn

主要数据 2012 年 11 月 29 日

收盘价(元)	12.28
总市值(亿元)	20.30
总股本(百万股)	165
流通股本(百万股)	41
ROE (TTM)	15.27%
12 月最高价(元)	15.97
12 月最低价(元)	10.35

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

3、外销销量变动不大，欧洲市场基本稳定

1) 我们了解到今年东南亚、南美等新兴市场情况不太理想，订单萎缩的较为厉害。因为关税和日本企业在东南亚合资工厂集中的原因，中国企业出口东南亚冰箱都不多。奥马电器出口主要市场是欧洲，在东南亚的销售基数较低，但未来通过与日本品牌的合作会有很好的增长。

2) 运费方面波动较大，去年中国去欧洲的运费在 40 尺柜 1500 美元左右，今年上半年去到了 3500 美元，对企业出口生产了可能的负面影响，但现在又回到了 2000 美元以下。欧洲冰箱市场(年 2500 万台容量)对中国出口企业(年 800 万台以上的出口量)的依赖已经越来越大，运费成本可以部分转嫁给客户。

3) 欧洲危机对欧洲本土制造商的中高端产品的影响非常大，但中国出口欧洲的产品基本是低端为主，属于居民刚需，目前影响有限。

4) 另外，土耳其 ARCELİK 今年出口欧洲电冰箱产品激增，主要原因是汇率原因。土耳其新里拉兑欧元不断贬值，欧元兑土耳其新里拉从 2011 年 1 月 2.0 上升到 2012 年 1 月的 2.48 高位。在本国货币贬值的刺激下，今年上半年土耳其的两个工厂 ARCELİK 和 VESTLE 都有了很大的增长。但土耳其订单的增长主要冲击对象是欧洲的制造商。因为厂商从中国和土耳其采购的产品有结构性差异，因此对中国企业包括奥马电器的出口冲击不大。奥马电器 2012 年冰箱出口欧洲的规模会比 2011 年略有增长。

5) 明年出口预判，我们综合分析后认为，明年公司以欧洲订单为主的出口这块仍将保持稳定，继续保持 5%-8% 左右销售金额的增幅，增幅主要来一方面来之于订购数量的微增，另一外来源于出口欧洲产品结构偏向于中大容量冰箱的采购，而带来的单价提升。

4、产品结构三级跳，单价毛利双提升。

从 2012 年起公司立志于不断提升产品档次，产品结构逐步向大容量、高毛利率爬坡，今年有望爬坡到 200L 以上销售金额占比到 30% 以上(从单台销售价格的上升可以看出)。

公司 ODM 产品(主要是出口产品)的单个均价提升迅速。从管理层给出的 2012 年上半年 ODM 单价为 927 元人民币(不含税)数据来看，较 2011 年全年 ODM 单价 704 元提高了 32%，我们分析主要是由于公司 ODM 产品中 200L 以上单价较高产品的订单增长较快，从而推高了单台均价。

从今年三季报情况来看，公司综合毛利率继续走高。我们可以看到公司内销产品相对外销，毛利率高 3-4 个百分点，主要原因有两点，1、内销比率的提高，2、大容量(200L 及以上产品)高毛利产品的推广力度加大；这也是前 3 季度公司毛利率、净利率环比双升的主要原因。

5、募投项目实施顺利，五厂第三条线开工

目前，五厂募投项目已基本开工 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，明后年将更具产能需求情况进行爬坡生产。由于一厂场地空间有限，目前正在装备的 5 厂第三条生产线，将替代原计划在一厂增加的大容量风冷冰箱和冰柜项目。根据公司计划，有望在明年投入生产。

现阶段 5 厂的大部分资产在 2012 年中报之前已从在建工程算入固定资产，进入摊销折旧阶段，因此明年新增的固定资产数量不大，摊销折旧金额变动对利润影响情况不大。

6、维持推荐评级

预计公司 2012-2014 年收入为 35.45、41.18 和 48.35 亿元，增速为 11.00%、16.03% 和 17.52%；EPS 为 1.13、1.37 和 1.65 元，净利润增速 27.97%、21.83% 和 20.16%。对应当前股价的 PE 分别为 10.89 倍、8.94 倍和 7.44 倍。因此我们维持公司评级，给予推荐评级。

7.风险提示

- （1）行业价格战在明年打响；
- （2）欧美经济复苏无力，出口形势恶化；
- （3）内销渠道下沉受阻。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	3,194.11	3,545.46	4,113.79	4,834.53	净利润	145.69	186.45	227.15	272.94
营业成本	2,591.04	2,815.09	3,266.35	3,838.62	折旧与摊销	29.42	33.08	27.42	27.69
营业税金及附加	7.19	8.15	9.46	11.12	财务支出	15.51	7.72	-2.36	-10.63
销售费用	196.43	276.55	320.88	377.09	投资损失	-21.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	187.71	223.36	259.17	304.58	净营运资本变动	110.90	24.40	-35.60	16.03
财务费用	40.52	7.72	-2.36	-10.63	经营活动现金流	302.48	251.66	216.60	306.02
资产减值损失	5.06	1.77	0.00	0.00	资本支出	-199.37	-51.14	14.06	10.88
其他经营收益	-0.96	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	165.20	212.80	260.30	313.76	投资活动现金流	-199.37	-51.14	14.06	10.88
利润总额	172.15	220.31	268.40	322.51	股权融资	0.00	338.26	0.00	0.00
减 所得税	26.46	33.86	41.25	49.57	债券融资	607.45	-57.54	34.10	43.24
净利润	145.69	186.45	227.15	272.94	股利分配及其它	-15.51	-54.34	-54.42	-57.60
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	591.94	226.38	-20.32	-14.36
归母公司净利润	145.69	186.45	227.15	272.94	货币资金净变动	695.05	426.90	210.33	302.54
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	科目	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	512.42	939.32	1,149.65	1,452.20	成长能力(YOY)				
应收账款	314.98	354.55	411.38	483.45	营业收入	12.91%	11.00%	16.03%	17.52%
预付账款	157.54	171.72	199.25	234.16	营业利润	10.85%	28.82%	22.32%	20.54%
存货	408.97	452.15	548.93	656.96	归母公司净利润	10.80%	27.97%	21.83%	20.16%
其它	52.91	67.89	94.61	77.15	盈利能力				
流动资产合计	1,446.82	1,985.63	2,403.83	2,903.92	销售毛利率	18.88%	20.60%	20.60%	20.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	4.56%	5.26%	5.52%	5.65%
固定资产合计	273.34	250.00	260.00	270.00	ROE	22.97%	16.76%	17.71%	18.35%
长期待摊费用	7.12	5.92	4.92	4.09	ROIC	15.31%	19.89%	14.22%	14.27%
其它	185.63	228.23	177.75	130.01	偿债能力				
非流动资产合计	466.08	484.15	442.67	404.10	资产负债率	19.89%	14.22%	14.27%	14.43%
资产总计	1,912.91	2,469.77	2,846.49	3,308.02	流动比率	1.18	1.45	1.52	1.58
短期借款	190.27	212.73	246.83	290.07	速动比率	0.85	1.12	1.18	1.22
应付账款	322.36	395.47	445.06	513.29	营运能力				
预收款项	39.08	43.07	49.98	58.73	资产周转率	1.95	1.62	1.55	1.57
其它	670.58	722.32	835.59	976.33	存货周转率	7.07	6.54	6.53	6.37
流动负债合计	1,222.30	1,373.59	1,577.45	1,838.43	应收账款周转率	12.01	10.59	10.74	10.81
长期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
其它	-69.37	97.58	0.00	0.00	每股收益	0.88	1.13	1.37	1.65
非流动负债合计	10.63	97.58	0.00	0.00	每股经营现金流	182.93	152.20	131.00	185.08
负债合计	1,319.88	1,373.59	1,577.45	1,838.43	每股净资产	4.78	6.73	7.76	9.00
实收资本	165.35	165.35	165.35	165.35	每股股利	0.00	0.28	0.34	0.41
资本公积	77.05	415.31	415.31	415.31	估值指标				
留存收益及其它	391.98	531.82	702.18	906.89	PE	13.94	10.89	8.94	7.44
所有者权益合计	634.38	1,112.48	1,282.84	1,487.55	PB	2.57	1.83	1.58	1.36
负债和权益总计	1,954.26	2,486.07	2,860.29	3,325.98	EV/EBITDA	7.39	6.98	6.25	5.39

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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