

## 桑乐金 (300247)

公司研究/简评报告

# 发行股份及现金支付收购卓先实业

—桑乐金 (300247) 点评报告

民生精品—简评报告/家电行业

2014 年 06 月 09 日

## 一、事件概述

桑乐金 (300247) 发布公告, 龚向民、陈孟阳将持有卓先实业的 100% 股权作价 1.08 亿元出售给桑乐金; 同时桑乐金拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金 3,599 万元。公司总计拟发行股份 7,011,234 股, 其中购买卓先实业资产拟发行股份 4,508,453 股; 募集配套资金拟发行股份 2,502,781 股 (见表 1)。收购完成后, 卓先实业将成为桑乐金的全资子公司。

## 二、分析与判断

### ➤ 收购对象: 具有销售规模、技术和外销渠道优势的企业

卓先实业为国内少数具有较强技术优势和市场优势的行业领先自主品牌企业之一, 目前具备年产家用远红外桑拿房 4 万台生产能力 (见表 2)。12 年和 13 年收入分别达到和接近 1.2 亿元。主营产品远红外桑拿理疗房使用的发热材料和电子控制系统主要为自主研发; 公司海外市场销售基础良好, 与众多海外采购商建立了良好的合作关系, 场从西欧、北美逐渐扩展到南美、北欧、澳洲、东南亚等地。我们综合判断认为其为具有一定销售规模、技术和外销渠道优势的企业。

### ➤ 收购意义: 丰富产品线, 巩固龙头地位, 深化健康服务提供商角色

我们判断, 收购卓先实业对于公司意义在于: 1) 产品线的极大丰富, 除了今年以来公司自身开始出货的空气净化器产品, 借助收购公司产品也将从远红外桑拿理疗房扩展至远红外桑拿理疗舱、远红外足部理疗舱、红外暖风机、红外自发热地板、红外理疗摇椅、红外按摩板等; 2) 整合采购平台, 提高市场议价能力, 有利于巩固龙头地位; 3) 公司侧重于国内销售渠道的发展建设, 卓先公司侧重于国外市场的拓展 (见表 3), 渠道形成互补并有助于降低销售费用率; 最终帮助公司深化健康系统服务提供商的角色。

### ➤ 收购溢价超过 900%

卓先实业资产在评估基准日的评估值为 1.08 亿元, 较其账面净资产价值的增值率超过 900%。公司方面认为高增值率的原因系: 1) 卓先实业为从事红外应用产品的研发、生产和销售的高新技术企业; 2) 卓先实业及其全资子公司的生产经营场所均为租赁取得, 因而企业的固定资产规模较小。结合对于卓先实业未来收入成长性和业绩承诺, 我们认为此次收购反映了公司对于行业战略性布局意识, 以及对于卓先实业自身和整合后发展的长期看好。

### ➤ 未来三年业绩承诺, 13 年业绩增厚 37%, 预计 14 年业绩增厚 46%

13 年卓先实业收入规模 1.2 亿, 净利润 610 万元。龚向民、陈孟阳承诺: 卓先实业 14-16 年度不低于人民币 760 万元、950 万元、1,100 万元 (见表 7)。如卓先实业实际净利润低于承诺净利润, 龚向民、陈孟阳需向上市公司进行业绩补偿。以 13 年桑乐金业绩 1,643 万元基数, 13 年业绩增厚 37% (见表 6), 14 年增厚 46%。此外, 若以公司 14 年度预测备考合并报表净利润 2,279 万元为基数, 预测每股收益 0.18 元, 相对于公司 13 年实现的基本每股收益 0.13 元 (不含合并, 不考虑资本公积转增股本), 增加 0.05 元/股, 增幅为 38.5%。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	265	438	552	661
增长率 (%)	8.04%	65.19%	26.16%	19.61%
归属母公司股东净利润 (百万元)	16	29	40	53
增长率 (%)	-15.88%	78.34%	39.74%	30.79%
每股收益 (元)	0.13	0.22	0.31	0.41
PE	117.15	68.29	48.87	37.37
PB	3.19	2.73	2.58	2.41

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 13 年为未合并数, 14 年收入和业绩增速基于 13 年末合并数。

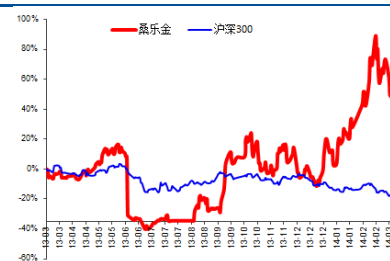
**强烈推荐** 维持评级

合理估值: 20 元

## 交易数据 (2014-06-06)

收盘价 (元)	15.23
总股本 (百万股)	123
流通股本 (百万股)	57
流通股比例 (%)	47
总市值 (亿元)	19
流通市值 (亿元)	9

## 该股与沪深 300 一年走势比较



## 分析师

分析师: 刘静

执业证书编号: S0100512030003

电话: (8610) 8512 7528

Email: liujing@mszq.com

## 相关研究

## ➤ 空气净化器产品二季度加大出货，国内渠道加强设计师资源对接

近期我们结合渠道调研了解到，公司的空气净化器产品自二季度开始加大出货，零售渠道已摆在较显眼位置，公司方面也积极参加相关展会推介产品。此外，结合部分经销商的较好经验，公司开始在北京和上海门店加强与设计师资源的对接，借此有望实现对潜在客户的挖掘。我们判断，上述两点都有望为公司自身收入提升带来帮助。

## 三、盈利预测与投资建议

我们维持对公司的“强烈推荐”评级，合理估值 20 元。结合合并备考盈利预测，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22 元、0.31 元与 0.41 元（考虑新发行股份，尚不考虑 13 年利润分配方案的资本公积转增股本），对应当前股价 PE 为 68、49 与 37 倍。

## 四、风险提示

国内市场开发不及预期，竞争加剧，市场培育期费用透支。

表 1：收购方案概览

	发行股份数	发行价格	金额（百万）
购买资产发行股份	4,508,453	15.97	72
募集配套资金定向发行股份	2,502,781	14.39	36
合计/加权	7,011,234	15.40	108

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：

配套融资募集资金总额为 3,599 万元；每股发行价格以定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90% 即 14.38 元/股。

公司利润分配预案实施后，桑乐金总股本将增加至 2.4535 亿股，本次发行股份的价格及数量将作相应调整。

表 2：卓先实业与桑乐金 13 年销售数据对比

远红外桑拿理疗房产品	桑乐金	卓先实业
销售金额（百万元）	17,656	10,346
销量（台）	16,709	22,483
销售均价（元/台）	10,567	4,602

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：卓先实业与桑乐金 13 年销售结构对比

	桑乐金	卓先实业
外销占比	41.2%	68.8%
内销占比	58.8%	31.2%
合计	100%	100%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：卓先实业与桑乐金 13 年毛利和净利润率对比

	桑乐金	13 年卓先实业
综合毛利率	35.95%	29.02%
远红外桑拿理疗房毛利率	44.38%	29.99%
净利率	6.1%	5.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：卓先实业与桑乐金 14 年 1 季度毛利和净利润率对比

	桑乐金	卓先实业
综合毛利率	38.36%	24.63%
远红外桑拿理疗房毛利率	NA	NA
净利率	10.1%	-1.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院

**表 6: 13 年桑乐金备考盈利预测业绩增厚情况**

指标 (百万元)	备考数 (交易后)	交易前	交易后变动比率
营业收入	383.16	265.05	44.56%
营业成本	254.56	169.77	49.95%
营业利润	22.17	16.57	33.83%
利润总额	25.69	18.81	36.59%
净利润	22.51	16.43	37.02%
归属母公司净利润	22.29	16.21	37.51%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

**表 7: 卓先实业盈利预测假设**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
收入增速	17.58%	13.45%	12.27%	12.52%	12.76%
毛利率	27.79%	27.93%	28.08%	28.22%	28.36%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

**表 8: 卓先实业盈利预测**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元)	139.5	158.3	177.7	199.9	225.4
净利润 (百万元)	7.6	9.5	10.9	14.2	19.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	265	438	552	661
减：营业成本	170	289	363	433
营业税金及附加	0	2	2	3
销售费用	43	57	72	80
管理费用	32	53	67	80
财务费用	2	5	3	6
资产减值损失	1	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	17	30	44	58
加：营业外收支净额	2	3	3	3
三、利润总额	19	34	47	61
减：所得税费用	2	4	6	8
四、净利润	16	29	41	54
归属于母公司的利润	16	29	40	53
五、基本每股收益 (元)	0.13	0.22	0.31	0.41

主要财务指标				
项目	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	48.90	34.94	29.39	23.05
成长能力:				
营业收入同比	8.04%	14.11%	26.16%	19.61%
营业利润同比	-3.5%	36.6%	44.0%	33.1%
净利润同比	-15.9%	30.2%	39.7%	30.8%
营运能力:				
应收账款周转率	4.06	5.03	4.51	4.40
存货周转率	3.49	3.91	3.47	3.40
总资产周转率	0.41	0.60	0.64	0.68
盈利能力与收益质量:				
毛利率	35.9%	34.0%	34.2%	34.4%
净利率	6.1%	6.6%	7.3%	8.0%
总资产净利率 ROA	2.5%	4.0%	4.8%	5.5%
净资产收益率 ROE	2.8%	4.5%	5.5%	6.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.41	6.93	4.18	3.69
资产负债率	12.5%	9.5%	16.9%	20.4%
长期借款/总负债	3.5%	3.9%	1.9%	1.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.22	0.31	0.41
每股经营现金流量	0.23	(0.39)	(0.03)	0.12
每股净资产	4.78	5.58	5.90	6.31

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	187	214	270	323
应收票据	14	23	29	35
应收账款	66	108	137	164
预付账款	14	23	29	35
其他应收款	3	4	5	6
存货	83	141	178	212
其他流动资产	(9)	(9)	(9)	(9)
流动资产合计	357	504	638	764
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	268	253	239	225
在建工程	0	0	0	0
无形资产	38	35	31	27
其他非流动资产	7	7	12	12
非流动资产合计	313	295	282	264
资产总计	670	799	920	1,028
短期借款	47	21	89	132
应付票据	0	0	0	0
应付账款	21	35	44	52
预收账款	3	6	7	9
其他应付款	1	1	1	2
应交税费	4	4	5	5
其他流动负债	5	5	6	7
流动负债合计	81	73	152	207
长期借款	3	3	3	3
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	84	76	155	210
股本	123	130	130	130
资本公积	289	389	389	389
留存收益	171	200	240	293
少数股东权益	0	0	1	2
所有者权益合计	586	724	764	818
负债和股东权益合计	670	799	920	1,028

现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	28	(50)	(4)	15
投资活动现金流量	(44)	0	(5)	0
筹资活动现金流量	4	77	65	38
现金及等价物净增加	(14)	26	56	53

## 分析师简介

刘静，分析师，中国人民大学会计学硕士，2011 年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。