

加快新品开发，以新产品、新客户保持业绩增长

当前股价：7.93 元 目标价：9.18 元 投资评级：**推荐**

行 业：电子元器件/电声器件

研究员：孙华

电 话：(8625) 84457777×217 E-mail: planter2316@hotmail.com

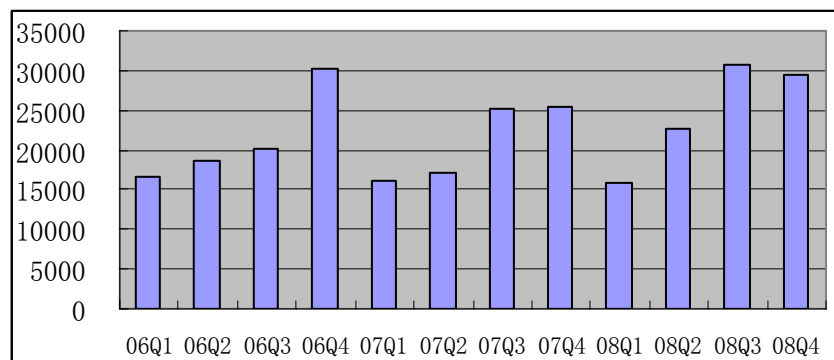
2009 年 03 月 09 日

去年四季度表现良好，新品开发是关键

公司是国内扬声器及音响的主要厂商之一，产品广泛应用于电话机、电视机、家庭影院、高保真音箱、电脑、汽车、广播、监听等各类用途。

去年下半年国内电子行业受到金融危机对实体经济的影响，出现明显的下滑，尤其是在四季度，情况尤为严重。从电子元器件行业协会发布的数据看，电声器件四季度进出口环比也出现下滑（分别下滑大约是10%和5%）。不过同比表现相对较好，08年9-12月电声器件出口额同比仍有7.11%的增长，而同期电容、电阻、电感、晶体等产品同比已经出现下降。从公司业绩快报所公布的情况看，公司四季度收入为2.95亿元，而三季度为3.08亿元，环比下滑4.2%，同比增长16.1%，表现可谓可圈可点。

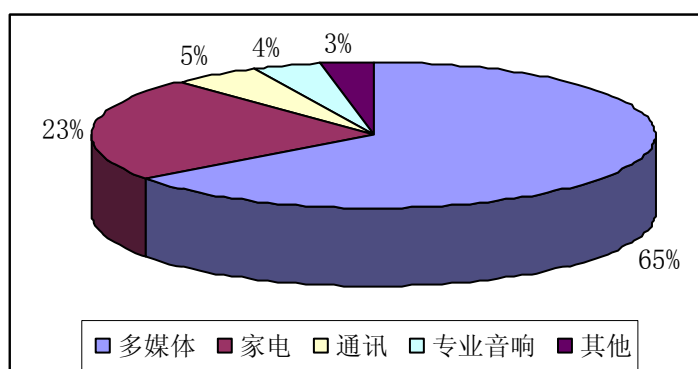
图1 06-08年单季度收入



资料来源：Wind资讯、公司公告

从目前公司产品结构看公司扬声器占35%，音响（包括音箱和整机产品）占60%。公司目前的主要业务模式是为下游整机及品牌厂商做代工，其中ODM占60%，OEM占40%。从下游用途看多媒体类（PC、NB、MP3等）占65%，家电类（电视、家庭影院等）占23%，专业音响（录音棚、舞台用设备）占4%，通讯类（手机、电话会议系统）占5%。目前电声产品市场生命周期有加快的趋势，目前多媒体类产品一般是半年，家电类一般是一年而专业类产品一般是大于一年，公司的主要产品是多媒体类，就意味着公司必须具备快速的新产品开发能力。

图2 公司扬声器及音响产品下游应用比例



资料来源：华泰证券研究所

新产品开发不单可以获得新的订单,而且在毛利率上一般也会比老产品高2-3个百分点。公司08年面临金融风暴的冲击,业绩仍然保持了增长,我们认为同公司的新产品开发起到了重要作用。公司早在08年初认识到“次贷危机”可能不会马上结束,或将最终影响到实体经济。对此公司制定出的对策就是把08年定为“新产品年”,年初计划开发125个新产品。事实上,公司的这一部署得到了非常好的执行,全年公司实际完成新产品开发近250个,为08年的增长起到了关键作用。公司08年新产品的比例占到50%以上,而07年这一比例大约是40%。

公司之所以受金融危机影响较小,主要是因为公司目前的产品档次已经定位在中高端,毛利率波动相对较小。

产能不是问题、订单才最重要

国光现在有 32 条半自动扬声器装配生产线及 4 条自动化扬声器生产线,可以生产从半英寸到 21 英寸 1000 多种规格的扬声器,产能上可以满足要求。由于公司产品具有明显的季节性,一般上半年是淡季下半年是旺季,公司通常上半年除了做订单以外,还可以将产能用于一些可预见的部品和产品的生产,减少旺季的生产压力。

电声产品属于劳动力密集型生产,以电视用跑道型扬声器为例,一只扬声器要在流水线上经过 40 多道工序、30 多种零部件装配方可完成。目前生产线是 2 班制,旺季时可以通过增加人手和调整到 3 班制来提高生产线利用率。产能的扩张本身也比较容易,一般 2-3 个月就可以扩线。此外,同一生产线生产低端产品和高端产品相比收入和利润可以相差一倍以上,因此,订单的数量和结构同样重要。

目前公司产品 90%以上出口,主要客户包括 HARMAN(美国哈门)、LOGITECH(瑞士罗技)、TOSHIBA(日本东芝)、HP(美国惠普)等众多国际知名企业及专业厂商。公司致力于扬声器生产 50 多年,拥有国内一流的设计和生产能力,已经成为众多国际知名企业及专业厂商在中国的首选供应商之一,与多家跨国公司建立了长期的战略合作伙伴关系。这一点可以从公司大量生产 HI-FI 音响以及公司为 UBL 提供专业级音响看出。

公司获得订单的优势在于快速和一流的设计能力,对于非专业的常规类产品公司可以最快在一周内完成设计,已经可以和台湾美隆、日本 FOSTER 抗衡。其次是价格上仍然有一定优势,日韩台企业生产成本高于国内,虽然部分公司把生产基地放在大陆,但由于总部在本国或原地区,成本还是会高于国光,总部接单大陆基地生产容易产生管理上的脱节。

公司目前的年收入水平在 10 亿元左右,规模还不小。以 HARMAN 为例,08 年 HARMAN 收

入达到 41 亿美元，约合 287 亿人民币。低端电声产品产能向中国大陆的转移已经基本完成，08 年我国电声器件的出口额达到 70 亿美元，合 490 亿元人民币，其中大部分以中低端为主。因此，公司通过加快开发新产品，完全可以获得更多中高端产品的订单。从目前公司出口的区域看主要是欧美占 70%，日本占 20%，其他亚洲地区占 10%。公司正在加强日本和韩国的客户开发。正在洽谈的公司有松下、夏普和三星等，其中松下的彩电用扬声器已经从二月份开始批量出货。

专业音响方面公司已经有一款产品获得了顶级专业音响制造商 UBL 的订单，未来可能会有比较好的发展。汽车音响方面由于汽车厂给出的价格不甚理想，公司目前还没有大规模接单生产，该业务短期内还不会有大的起色。

毛利率有望保持稳定

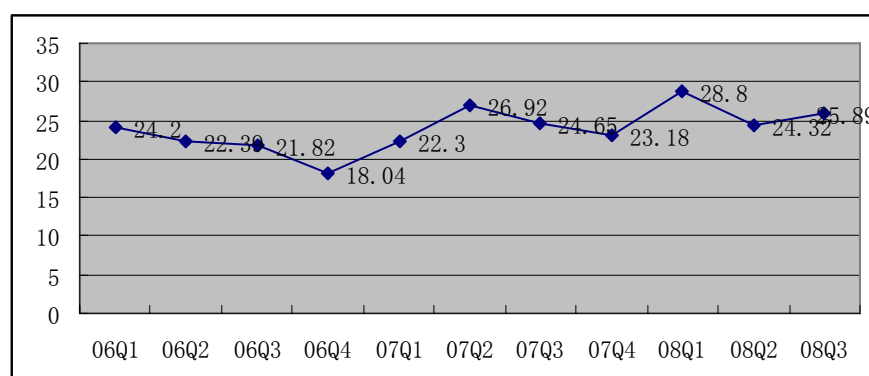
目前公司综合的成本构成为原材料约 80%，折旧和人工合计约 10%，其他约 10%。公司的主要成本是原材料，其中占比最大的是钢材、塑胶和磁材，分别占 15%左右，其他还有胶水、漆包线、振膜等多种材料，一般占比都在 5%以内。对于主要大宗的材料公司的做法是事先判断后期价格走势，比如 08 年初判断钢价还会继续上涨就在年初购买半年以上的用量，以锁定成本价格，反之则降低采购量，少备库存。这种操作方法是基于公司身处行业多年而形成的判断。

公司不少材料需要通过进口获得，同时为了保证产品质量、交货周期和降低成本，国光还拥有主要零部件的配套能力。目前公司拥有电子车间、模具部、塑胶部、木工部共、纸盆车间和音圈车间。这些部品的自制对提高生产效率和适应性、并保证了最终产品的质量稳定性降低成本有重要作用。

产品价格方面，由于公司订单主要是中高端，国内企业能够参与竞争的还不多，台企方面以美隆为例，目前毛利率大大低于国光只有 14%左右，因此并没有发动价格战的资本。因此，公司产品的价格会保持相对稳定。

除了成本以外，汇率也是影响公司毛利率的一个重要因素，我们判断在金融危机影响各国经济发展的大环境下，中国政府为保障出口不受到更大的冲击不会容忍本币的大幅升值，同时为保持中国负责任的国际形象也不会任由人民币贬值。因此，09 年如果没有大的意外，汇率不会出现大幅的波动。

图3 公司06-08年单季度综合毛利率



资料来源：Wind资讯

盈利预测及投资评级

考虑到公司下游主要产品如PC、彩电、MP3在09年出货量仍会有小幅的增长，以及公司承接国际中高端订单的转移，我们认为09年公司的收入仍会有小幅的增长，2010年收入增幅将会大于09年。毛利率方面，不同的产品会因阶段性订单档次不同有所波动，但总体的将会维持基本稳定，略呈下滑趋势。

汇率损益方面，公司90%以上产品出口，但原材料采购额中有一半需要进口，这样就抵消了部分（约1/3）汇率风险，并对剩余部位做了套期保值，这样汇率波动的风险基本可以消除。

表1 公司08-10年收入预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
音箱	497.31	557.49	629.96	749.66
扬声器	234.41	294.00	335.16	395.49
电子零配件	95.83	134.00	154.10	181.84
合计	827.55	985.49	1,119.22	1,326.98

资料来源：华泰证券研究所

表2 主要产品08-10年毛利率预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
音箱	21.70%	30.60%	29.80%	28.60%
扬声器	27.80%	16.40%	16.20%	16.20%
电子零配件	24.60%	17.50%	17.50%	17.00%
综合	23.76%	24.58%	24.03%	23.31%

资料来源：华泰证券研究所

我们对公司08-10年的盈利预测为0.44元、0.51元和0.59元。目前股价7.93元，以08年0.44元计算，目前18倍市盈率。若以公司09年18倍市盈率计算，则合理股价为9.18元，给予“推荐”的投资评级。

表3 盈利预测表（单位：百万元）

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	839	985	1119	1327
营业成本	636	743	850	1018
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	28	39	43	51
管理费用	75	82	94	112
财务费用	35	28	25	20
资产减值损失	-9	2	0	0
公允价值变动收益	2	-2	0	0
投资净收益	7	8	8	8
营业利润	83	97	115	134
营业外收入	9	8	8	8

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

营业外支出	0	1	1	1
利润总额	92	104	122	141
所得税	11	16	18	21
净利润	80	88	104	120
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司净利润	79	87	102	118
EBITDA	139	147	163	179
EPS（元）	0.39	0.44	0.51	0.59

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入：相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐：相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望：市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出：相对弱于市场表现5%以下。